

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

EDSON JOSÉ VOLKWEIS

**EVIDENCIAÇÃO VOLUNTÁRIA DO CAPITAL INTELECTUAL E
INVESTIGAÇÃO DE SUA RELAÇÃO COM AS DIFERENÇAS ENTRE VALOR
CONTÁBIL E VALOR DE MERCADO NAS 30 MAIORES EMPRESAS EM
PATRIMÔNIO LÍQUIDO LISTADAS NA BM&FBOVESPA EM 31/12/2007**

FLORIANÓPOLIS – SC

2008

EDSON JOSÉ VOLKWEIS

**EVIDENCIAÇÃO VOLUNTÁRIA DO CAPITAL INTELECTUAL E
INVESTIGAÇÃO DE SUA RELAÇÃO COM AS DIFERENÇAS ENTRE VALOR
CONTÁBIL E VALOR DE MERCADO NAS 30 MAIORES EMPRESAS EM
PATRIMÔNIO LÍQUIDO LISTADAS NA BM&FBOVESPA EM 31/12/2007**

Monografia apresentada à Universidade Federal de Santa Catarina como um dos requisitos para a obtenção de grau de bacharel em Ciências Contábeis.

**Orientadora: Prof^ª. Sandra Rolim Ensslin,
Dra.**

FLORIANÓPOLIS-SC

2008

EDSON JOSÉ VOLKWEIS

**EVIDENCIAÇÃO VOLUNTÁRIA DO CAPITAL INTELECTUAL E
INVESTIGAÇÃO DE SUA RELAÇÃO COM AS DIFERENÇAS ENTRE VALOR
CONTÁBIL E VALOR DE MERCADO NAS 30 MAIORES EMPRESAS EM
PATRIMÔNIO LÍQUIDO LISTADAS NA BM&FBOVESPA EM 31/12/2007**

Esta monografia foi apresentada como trabalho de conclusão do curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, obtendo a nota final _____ atribuída pela banca examinadora constituída pelo(a) professor(a) orientador(a) e membros abaixo mencionados..

Florianópolis, 04 de dezembro de 2008.

Profª. Valdirene Gasparetto, Dra.
Coordenadora de Monografias do Departamento de Ciências Contábeis, UFSC

Professores que compuseram a banca:

Profª. Sandra Rolim Ensslin, Dra.
Orientadora

Prof. Darci Schnorrenberger, Dr.
Membro

Prof. Donizete Reina
Membro

AGRADECIMENTOS

À minha família, que sempre me apoiou e acreditou que eu seria capaz de vencer mais este desafio.

À minha orientadora, professora Dra. Sandra Rolim Ensslin, por ter me despertado o interesse na pesquisa sobre Capital Intelectual, por sua colaboração, paciência, dedicação e estímulo que viabilizaram a execução deste trabalho.

Aos meus amigos, pela compreensão e apoio para a realização deste trabalho.

RESUMO

VOLKWEIS, Edson José. **Evidenciação Voluntária do Capital Intelectual e Investigação de sua Relação com as Diferenças entre Valor Contábil e Valor de Mercado nas 30 Maiores Empresas em Patrimônio Líquido Listadas na BM&FBOVESPA em 31/12/2007.** 2008, 63 folhas. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

O presente trabalho apresenta os resultados de um estudo sobre a relação das diferenças existentes entre Valor Contábil e Valor de Mercado comparativamente com a divulgação de informações sobre Capital Intelectual nos Relatórios da Administração (RAs) das 30 maiores empresas em patrimônio líquido listadas na BM&FBOVESPA, em 31 de dezembro de 2007, conforme classificação elaborada pelo autor. Pela análise documental, com abordagem qualitativa, buscou-se verificar as informações sobre Capital Intelectual divulgadas pelas empresas, conforme classificação proposta por Sveiby (1998), aplicando-se a metodologia de Guthrie *et al.* (1999 *apud* CARVALHO, ENSSLIN, IGARASHI, 2006). De posse das informações sobre Capital Intelectual, procurou-se relacioná-las com as diferenças percebidas entre Valor de Mercado e Valor Contábil das empresas da amostra. Os resultados apontaram que a maioria das empresas divulgam informações sobre Capital Intelectual, porém constatou-se que ainda não há relação direta entre a divulgação dessas informações com a valorização das ações das empresas na Bolsa de Valores.

Palavras-chave: Capital Intelectual. Valor de Mercado. Valor Contábil.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

RA – Relatório da Administração

RAs – Relatórios da Administração

Eletrobrás – Centrais Elétricas Brasileiras S.A.

CSN – Companhia Siderúrgica Nacional

CI – Capital Intelectual

Sabesp – CIA Saneamento Básico Estado de São Paulo

USIMINAS – Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.

VM – Valor de Mercado

VC – Valor Contábil

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IBRACON – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil

PIB – Produto Interno Bruto

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Pesquisas sobre a Evidenciação do Capital Intelectual.....	26
Quadro 2: Caracterização das empresas da amostra.....	30
Quadro 3: Matriz análise de conteúdo dos Relatórios da Administração.....	35
Quadro 4: Valor Contábil das empresas da amostra em 31/12/2007.....	38
Quadro 5: Valor Contábil Unitário em 31/12/2007.....	39
Quadro 6: Valor de Mercado Unitário em 31/12/2007.....	40
Quadro 7: Variação percentual entre Valor Contábil e Valor de Mercado.....	42
Quadro 8: Frequência de divulgação de informações sobre Capital Intelectual – Empresas 1 a 17.....	46
Quadro 9: Frequência de divulgação de informações sobre Capital Intelectual – Empresas 18 a 30 e totalização quadros 8 e 9.....	47
Quadro 10: Quadro comparativo da variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil e % percentual de evidenciação de elementos de Capital Intelectual.....	58

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Atividade principal das empresas da amostra.....	31
Gráfico 2: Origem do capital do controlador.....	31
Gráfico 3: Variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil nas empresas da Amostra.....	42
Gráfico 4: Variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil nas empresas do setor bancário.....	44
Gráfico 5: Variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil nas empresas do setor de energia elétrica.....	44
Gráfico 6: Variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil nas empresas do setor de telecomunicações.....	45
Gráfico 7: Frequência de evidenciação dos itens de Capital Intelectual.....	49
Gráfico 8: Frequência de divulgação de cada categoria de Capital Intelectual.....	50
Gráfico 9: Frequência de divulgação de informações sobre Capital Intelectual no setor bancário.....	51
Gráfico 10: Frequência de divulgação de informações sobre Capital Intelectual no setor elétrico.....	51
Gráfico 11: Frequência de divulgação de informações sobre Capital Intelectual no setor de telecomunicações.....	52
Gráfico 12: Frequência de evidenciação de informações sobre Capital Interno	53
Gráfico 13: Frequência de evidenciação de informações sobre Capital Externo.....	54
Gráfico 14: Frequência de evidenciação de informações sobre Competência dos Funcionários.....	56
Gráfico 15: Comparativo da variação entre VM e VC e percentual de evidenciação de CI.....	59
Gráfico 16: Variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil.....	60
Gráfico 17: Percentual de evidenciação de Capital Intelectual.....	60

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Componentes do Capital Intelectual segundo os autores clássicos.....	20
---	----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	11
1.2 TEMA E PROBLEMA	12
1.3 OBJETIVOS DE PESQUISA.....	13
1.3.1 OBJETIVO GERAL	13
1.3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	14
1.4 JUSTIFICATIVA	14
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	16
2.1 CAPITAL INTELECTUAL	16
2.1.1 DEFINIÇÃO	17
2.1.2 CARACTERÍSTICAS	18
2.1.3 CLASSIFICAÇÃO	18
2.2 VALOR DE MERCADO	21
2.3 VALOR CONTÁBIL	22
2.4 RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO.....	23
2.5 EVIDENCIAÇÃO VOLUNTÁRIA	24
2.6 PESQUISAS ANTERIORES	26
3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....	29
3.1 AMOSTRA DA PESQUISA	29
3.2 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO DA PESQUISA	32
3.3 LIMITAÇÕES E DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	32
3.4 PROCEDIMENTO PARA COLETA, ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS	33
4 APRESENTAÇÃO E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS DA PESQUISA	38
4.1 VALOR CONTÁBIL	38

4.2 VALOR DE MERCADO	40
4.3 VARIAÇÃO ENTRE VALOR CONTÁBIL E VALOR DE MERCADO.....	42
4.4 INFORMAÇÕES SOBRE CAPITAL INTELECTUAL	45
4.5 ANÁLISE DAS INFORMAÇÕES SOBRE CAPITAL INTELECTUAL POR CATEGORIA	52
4.5.1 CAPITAL INTERNO	52
4.5.2 CAPITAL EXTERNO	54
4.5.3 COMPETÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS	55
4.6 COMPARAÇÃO COM OS RESULTADOS DE PESQUISAS ANTERIORES.....	57
4.7 INFORMAÇÕES SOBRE CAPITAL INTELECTUAL <i>VERSUS</i> VARIAÇÃO ENTRE VALOR CONTÁBIL E VALOR DE MERCADO.....	57
5 CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA FUTUROS TRABALHOS.....	62
5.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	62
5.2 OPINIÃO DO AUTOR	64
5.3 RECOMENDAÇÕES PARA FUTUROS TRABALHOS	65
REFERÊNCIAS	66

1 INTRODUÇÃO

Este capítulo de caráter introdutório apresenta as considerações iniciais, o tema, o problema, os objetivos geral e específico, a justificativa, e a estrutura da pesquisa.

1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Atualmente, o atendimento das necessidades de informações demandadas pelo mercado de capitais tem representado um grande desafio para a Contabilidade, pois, conforme Kayo, Teh e Basso (2004 *apud* CARVALHO, ENSSLIN e GALLON, 2007), as grandes diferenças, percebidas entre o Valor Contábil (VC) das ações e o valor pelo qual estas efetivamente são negociadas na bolsa de valores, têm sido tema de inúmeras discussões e trabalhos científicos com o objetivo de encontrar uma maneira de oferecer aos usuários da Contabilidade informações que possam contribuir para o melhor discernimento, por parte do avaliador, da real situação patrimonial das empresas.

A Contabilidade, como principal fonte de informações sobre a situação econômico-financeira de uma empresa, precisa oferecer aos seus usuários informações relevantes e tempestivas para a tomada de decisões, o que ultimamente não tem sido possível, devido, principalmente, à exigência legal que há sobre a Contabilidade Financeira de seguir as “normas contábeis vigentes, bem como os Princípios Fundamentais de Contabilidade” (ANTUNES, LEITE e GUERRA, 2007, p. 1). Outro fator importante que tem contribuído para que a Contabilidade tenha dificuldades em cumprir o seu papel como a ciência responsável por divulgar e estudar as variações e a situação do patrimônio de determinada entidade em dado momento, é a grande influência que os chamados Ativos Intangíveis, também denominados Capital Intelectual, vêm tendo sobre o Valor de Mercado das empresas.

Esta influência do Capital Intelectual sobre o Valor de Mercado das empresas pode ser percebida tanto no mercado de capitais quanto em negociações diretas, fora das Bolsas de Valores. Wallman (1996 *apud* ENSSLIN *et al.*, 2008) estima que o valor do Capital Intelectual pode exceder o Valor Contábil em até quatro vezes, e, nas empresas que negociam seus papéis em Bolsa de Valores, seu valor médio pode chegar a duas vezes o valor patrimonial. Farias, Farias e Ponte (2004 *apud* ENSSLIN *et al.*, 2008) destacam que “os ativos intangíveis vêm sendo avaliados precisamente quando a empresa é vendida e se destaca a diferença entre seus valores contábeis e os de mercado”.

Para Sveiby (1998), o grande problema do usuário da informação contábil é que as publicações dos demonstrativos financeiros das organizações não apresentam muitos dados relevantes a respeito de Capital Intelectual, e a sua utilização para a avaliação dos investimentos das empresas nessa área fica comprometida, restringindo-se apenas a aceitar os diversos Ativos Intangíveis, na figura do *Goodwill* adquirido ou fundo de comércio, que é reconhecido contabilmente, somente quando uma empresa é vendida, tese já exposta por Martins (1972 *apud* ANTUNES, LEITE e GUERRA, 2007; ANTUNES, MARTINS, 2008; BOLETIM-IOB, 2008).

No Brasil, esse problema persiste mesmo após a entrada em vigor, em 1º de janeiro de 2006, da Deliberação CVM nº 488/05, editada em conjunto pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON), que, criou o subgrupo de Ativos Intangíveis dentro do grupo Ativo não-Circulante do Balanço Patrimonial, sancionada no final de 2007 com a Lei nº 11.638/07. Segundo esta lei, os ativos que podem ser contabilizados no grupo Intangíveis são apenas as marcas e patentes e semelhantes adquiridos e o *goodwill* adquirido (IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, 2008).

Dessa forma, o Valor Contábil de uma empresa tornou-se uma figura ilustrativa com pouca importância e relevância para os investidores que, segundo Neiva (1992 *apud* COUTINHO, 2003), não é reconhecido pela maioria dos autores como medida do valor das empresas, uma vez que seu valor real é muito maior que o valor apresentado nas demonstrações contábeis e, portanto, a situação econômico-patrimonial da empresa não é a que está retratada no Balanço Patrimonial, publicado de acordo com a legislação vigente.

1.2 Tema e Problema

Para Sveiby (1998), os ativos que fazem com que o investidor se disponha a pagar um preço maior por determinado papel de uma empresa não são os Ativos Tangíveis, que aparecem em seus relatórios contábeis e financeiros, e sim aqueles ativos ligados ao Capital Intelectual da empresa, que não são evidenciados pela Contabilidade, pois esse tipo de patrimônio gera uma expectativa de lucros futuros muito maiores do que os que seriam auferidos se a empresa tivesse apenas Ativos Tangíveis.

Mesmo que as demonstrações contábeis não evidenciem as informações relativas ao Capital Intelectual das organizações, os investidores têm valorizado as ações de muitas empresas bem acima de seu valor patrimonial, porém, geralmente esta valorização está baseada apenas em projeções dos analistas de investimentos, ou em notícias publicadas na

imprensa com relação a fatos que podem beneficiar determinado setor, como por exemplo, a valorização ou desvalorização do preço das *commodities* no mercado internacional ou ainda, a descoberta de uma nova jazida de minérios por uma mineradora. Há ainda os fatores relacionados às conjunturas política e econômica nacional e internacional, que exercem grande influência nas cotações das Bolsas de Valores do mundo todo. Esta situação torna o mercado de capitais muito volátil, e a cada nova informação que surge ocorre um sobe e desce no valor das empresas no mercado.

Diante da importância, cada vez maior, do Capital Intelectual na composição do patrimônio das organizações, percebe-se uma crescente necessidade de que esses ativos sejam evidenciados nas Demonstrações Contábeis ou, no mínimo, evidenciados nos Relatórios da Administração (RAs), para que os investidores tenham conhecimento da condição da empresa com relação aos seus investimentos e a qualidade de seus ativos do conhecimento. Nesse sentido, Queiroz (2005 *apud* ANTUNES, LEITE e GUERRA, 2007, p. 2) sugere “que existe uma percepção no mercado de que as finanças corporativas serão regidas sob novos paradigmas e as companhias mais empenhadas em evidenciar os seus ativos intangíveis serão as mais valorizadas”.

Dessa forma, entende-se que as informações sobre Capital Intelectual divulgadas espontaneamente pelas empresas brasileiras exercem um papel de destaque e relevância na formação do valor de suas ações no mercado de capitais, por isso, este trabalho propõe-se a investigar *qual a relação da divulgação voluntária de informações sobre Capital Intelectual com as diferenças entre o Valor de Mercado e o Valor Contábil nas 30 maiores empresas em patrimônio líquido listadas na BM&FBOVESPA em 31 de dezembro de 2007?*

1.3 Objetivos de pesquisa

A seguir são apresentados os objetivos geral e específicos que definem o rumo da pesquisa, a fim de alcançar as respostas ao problema proposto.

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral do presente trabalho consiste em verificar se a divulgação voluntária de informações sobre Capital Intelectual tem relação com as diferenças entre o Valor de Mercado e o Valor Contábil das ações nas 30 maiores empresas em patrimônio líquido

listadas na BM&FBOVESPA em 31 de dezembro de 2007.

1.3.2 Objetivos Específicos

A partir do objetivo geral têm-se os seguintes objetivos específicos:

- Verificar se as empresas da amostra divulgam informações sobre Capital Intelectual.
- Analisar as informações sobre Capital Intelectual divulgadas de forma setorizada para aqueles setores que possuem cinco ou mais empresas na amostra.
- Verificar se as empresas que divulgam mais informações sobre seu Capital Intelectual são as que apresentam maiores diferenças entre o seu Valor de Mercado e o seu Valor Contábil.
- Verificar quais itens de Capital Intelectual são mais destacados pelas empresas que divulgam essas informações.

1.4 Justificativa

O estágio de desenvolvimento econômico e social atual é conhecido como a era da informação, na qual as mudanças ocorrem a uma velocidade impressionante, a competição por espaços ou nichos de mercado é extremamente acirrada e as tecnologias ficam obsoletas em espaços de tempo cada vez menores. Nesse ambiente, os gestores devem compreender que o Capital Intelectual está se tornando o principal diferencial competitivo das empresas e que sua mensuração e gestão eficientes poderão colocá-los a frente dos concorrentes. Segundo Sveiby (1998), as empresas da era da informação diferenciam-se das demais pelo alto valor de seus Ativos Intangíveis, geralmente muito superior ao valor dos Ativos Tangíveis da organização.

Diante das grandes diferenças entre Valor Contábil e Valor de Mercado das ações e da relevante contribuição do Capital Intelectual para que essas diferenças ocorram, é importante verificar se as maiores empresas brasileiras evidenciam informações referentes a esses ativos para que os investidores possam fundamentar suas decisões de investimentos em dados concretos e não apenas com base nas tendências do mercado de capitais ou em projeções empíricas.

Outro aspecto relevante a ser considerado é a importância de se conhecer os principais Ativos Intangíveis que têm sido evidenciados pelas 30 maiores companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, em 31 de dezembro de 2007, para o enriquecimento da

literatura contábil referente ao Capital Intelectual.

1.5 Organização do Trabalho

Este trabalho estará organizado em cinco seções, para que se tenha um melhor entendimento do assunto estudado.

Nesta primeira seção, apresentam-se as considerações iniciais, a definição do tema proposto e a pergunta de pesquisa. Em seguida, são apresentados os objetivos que se pretende alcançar por meio deste trabalho. Na seqüência, a justificativa do tema escolhido e a organização do trabalho.

Na seção dois, apresenta-se a fundamentação teórica do estudo, que aborda os conceitos de Capital Intelectual segundo diversos autores do assunto, Valor de Mercado, Valor Contábil, Relatório da Administração e Evidenciação Voluntária, além de Resultados de Pesquisas anteriores sobre Capital Intelectual.

A seção três apresenta a metodologia da pesquisa, onde destaca-se a amostra, o enquadramento metodológico, as limitações e delimitação da pesquisa e os procedimentos para coleta, análise e interpretação dos dados.

Na seção quatro, apresentam-se os dados coletados nas empresas da amostra e a análise e interpretação das informações obtidas relacionando-as com os conceitos resgatados no referencial teórico.

Por último, apresenta-se as conclusões a que chegou-se após a análise das informações obtidas e as recomendações para futuros trabalhos sobre o assunto estudado, para complementação e comparação dos resultados obtidos.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Esta seção apresenta a revisão bibliográfica referente ao estudo realizado, fazendo um resgate teórico sobre o Capital Intelectual (CI) sob o ponto de vista de diversos estudiosos do assunto, além de apresentar a classificação deste ativo das empresas, proposta pelos seus principais autores. Adicionalmente, apresenta-se também a conceituação de Valor de Mercado, Valor Contábil, Relatório da Administração e Evidenciação Voluntária, que servirá de base para a análise dos dados obtidos das empresas pesquisadas.

2.1 Capital Intelectual

Desde a Revolução Industrial, no século XVIII, as mudanças nos meios de produção e no comportamento das pessoas ocorrem em intervalos de tempo cada vez menores. Essas mudanças têm afetado a maneira como as pessoas vêem o mundo e influenciam seus comportamentos e costumes. As transformações que estão ocorrendo atualmente têm como principal alicerce o conhecimento que, segundo Stewart (1998), vem sendo percebido como principal meio de transformação social e econômica desde a década de 1960 quando Machlup tentou medir o valor econômico do conhecimento na economia dos EUA. A partir deste estudo pioneiro, mesmo que as pessoas ainda não tivessem se dado conta da grande transformação que estava ocorrendo, começaram a surgir diversos trabalhos que enfatizam a importância do conhecimento nas transformações sociais.

É nesse cenário que surge a necessidade de alocação correta dos recursos pelas organizações, e conseqüentemente a necessidade de mensuração e gerenciamento do Capital Intelectual (ENSSLIN *et al.*, 2008), que vem sendo o grande protagonista do mundo das finanças, uma vez que segundo Tinoco e Gondim (2003 *apud* ENSSLIN *et al.*, 2008) as empresas têm se preocupado menos com produtos e serviços e direcionado seus esforços para soluções criativas e inovadoras, capazes de agregar maior valor.

Apesar de sua importância, o Capital Intelectual ainda se constitui em um dos maiores desafios para a Contabilidade e para as finanças empresariais, conforme sugerem Hendriksen e Van Breda (1999 *apud* FAMÁ; PEREZ, 2006). Essa opinião é corroborada por Ensslin *et al.* (2008) que destacam a pluralidade de linhas de pesquisa desenvolvidas a respeito desse tema, sem que haja consenso a respeito de terminologias ou formas de evidenciação.

Diante disso, percebe-se que a pesquisa em Capital Intelectual, embora já abordada por diversos pesquisadores, ainda é um terreno, muitas vezes hostil, a ser desbravado. Nesse

sentido, o conhecimento contábil precisa ser aprimorado para atender às necessidades informacionais e gerenciais de seus diversos *stakeholders* e para o enriquecimento da literatura científica sobre esse ativo das organizações.

A seguir, apresentam-se alguns conceitos, características e classificação do Capital Intelectual, conforme diversos pesquisadores do assunto, que servirá de base para a análise dos RAs, em atendimento aos objetivos desta pesquisa.

2.1.1 Definição

A importância do Capital Intelectual (CI) para as organizações, como ativos que agregam valor e que são, em geral, os grandes diferenciais competitivos das empresas no mercado, tem suscitado o desenvolvimento de diversas pesquisas sobre esse assunto. Hendriksen e Van Breda (1999 *apud* FAMÁ; PEREZ, 2006, p. 13) sugerem que Ativos Intangíveis, são “ativos que carecem de substância”, que devem ser reconhecidos contabilmente sempre que atenderem à definição de ativo, forem mensuráveis, relevantes e precisos.

É importante destacar que Capital Intelectual não pode ser associado unicamente a capital humano, pois, segundo Moura *et al.* (2005 *apud* ENSSLIN *et al.*, 2008), o Capital Intelectual abrange marcas, nomes de produtos e outros ativos que, com o passar do tempo, agregam valor à empresa.

Para Stewart (1998, p. XIII), “Capital Intelectual constitui a matéria intelectual – conhecimento, informação, propriedade intelectual, experiência – que pode ser utilizada para gerar riqueza”.

Já Lev (2001 *apud* FAMÁ; PEREZ, 2006, p. 13), define Capital Intelectual como direito a benefícios futuros, que não possui corpo físico ou financeiro, criado pela inovação, pelos recursos humanos e pelas práticas organizacionais.

Schmidt e Santos (2002, p. 14) definem o Capital Intelectual apenas como “recursos incorpóreos controlados pela empresa capazes de produzir benefícios futuros”. Enquanto Sveiby (1998, p. 9) afirma que todo o Capital Intelectual tem sua origem nas pessoas da organização, pois estas são os únicos agentes na empresa.

Percebe-se nas definições apresentadas que não há consenso quanto a um conceito de Capital Intelectual, mas nota-se que todos os autores entendem que este ativo é extremamente importante para as organizações, pois, embora um bem incorpóreo, tem capacidade de gerar benefícios futuros. Nesse sentido, para este trabalho, será adotada a definição proposta por

Kayo (2002 *apud* FAMÁ; PEREZ, 2006, p. 13) que entende o Capital Intelectual “como um conjunto estruturado de conhecimentos, práticas e atitudes da empresa que, interagindo com seus ativos tangíveis, contribui para a formação do valor das empresas”. Entende-se que esta definição é mais adequada porque somente o Capital Intelectual, de forma isolada, não produzirá valor se não estiver aliado às boas práticas empresariais e em interação com os bens tangíveis da organização.

2.1.2 Características

Chambers (1996 *apud* CUNHA, 2006, p. 53) apresenta as principais características do Capital Intelectual (CI), destacando que a maioria dos itens que constituem o Capital Intelectual de uma organização não possui usos alternativos, ou seja, sua utilidade está ligada à finalidade para a qual foram desenvolvidos dentro da organização, tornando-os, dessa forma, inseparáveis uns dos outros e dos Ativos Tangíveis da organização, com exceção de alguns itens intangíveis, como marcas e patentes, que podem ser adquiridos ou vendidos em separado. Outra característica do CI, que é o maior empecilho de sua mensuração com maior exatidão, pela Contabilidade tradicional, é a incerteza quanto ao valor dos benefícios futuros que serão gerados para a organização.

Já para Reilly e Schweihls (1998 *apud* FAMÁ; PEREZ, 2006, p. 14), os Ativos Intangíveis, para que possam ser reconhecidos como tal, devem apresentar algumas características como:

- serem passíveis de identificação específica e descrição reconhecível;
- devem estar sujeitos à existência, ao direito de propriedade privada e por extensão à proteção legal;
- deve haver evidências tangíveis ou manifestações reais de sua existência;
- devem ter sido criados e estarem sujeitos à destruição em um momento identificável;
- conhecer as características do Capital Intelectual é importante para a leitura dos RAs, pois é a partir dessas características que essas informações serão identificadas nos relatórios publicados pelas empresas da amostra.

2.1.3 Classificação

Da mesma forma que existem diversos conceitos de Capital Intelectual (CI), também existem classificações distintas. Schmidt e Santos (2002, p. 14) classificam o Capital

Intelectual em gastos pré-operacionais, marcas e nomes de produtos, pesquisas e desenvolvimentos realizados pela organização, *Goodwill*, direitos autorais, patentes, franquias, *softwares*, licenças, matrizes de gravações e alguns investimentos de longo prazo que visam agregar valor.

Edvinsson e Malone (1998 *apud* CUNHA, 2006, p. 58) classificam o Capital Intelectual em capital humano (conhecimento, habilidades, atitudes e competências das pessoas que integram a organização), capital estrutural (conhecimentos desenvolvidos e explicitados pelas organizações), capital clientes (ativos relacionados a clientes), processos (a forma como a empresa agrega valor ao seu produto pelas atividades desenvolvidas) e capacidade de inovação (a capacidade de manter a empresa no topo do mercado pelo desenvolvimento de novos produtos e serviços).

Na mesma linha, Stewart (1998) classifica o Capital Intelectual em capital humano (conhecimentos, habilidades, valores), capital clientes (valor relacionado às pessoas com as quais se faz negócios) e capital estrutural (sistemas de informação, estrutura organizacional, marcas, patentes, banco de dados).

Brooking (1996 *apud* ANTUNES, 2006) apresenta uma classificação dividindo o Capital Intelectual em ativos de mercado (marca, clientes, lealdade dos clientes, negócios recorrentes, negócios em andamento, canais de distribuição), ativo humano (*expertise*, criatividade, conhecimento, habilidade para resolver problemas), ativos de propriedade intelectual (*know-how*, segredos industriais, *copyright*, patentes, *design*) e ativos de infraestrutura (cultura organizacional, sistema de informação, métodos gerenciais, aceitação ao risco, banco de dados de clientes).

Já Sveiby (1998, p. 11) classifica o Capital Intelectual em competência do funcionário, ou seja, a capacidade que o funcionário tem de agregar valores tangíveis e intangíveis para a organização; estrutura interna, que engloba as patentes, sistemas e a cultura organizacional; e estrutura externa, que é composta pelas marcas, relações com clientes e fornecedores e a imagem da empresa no mercado.

Na Figura 1, são representados os componentes do Capital Intelectual, segundo alguns autores clássicos.

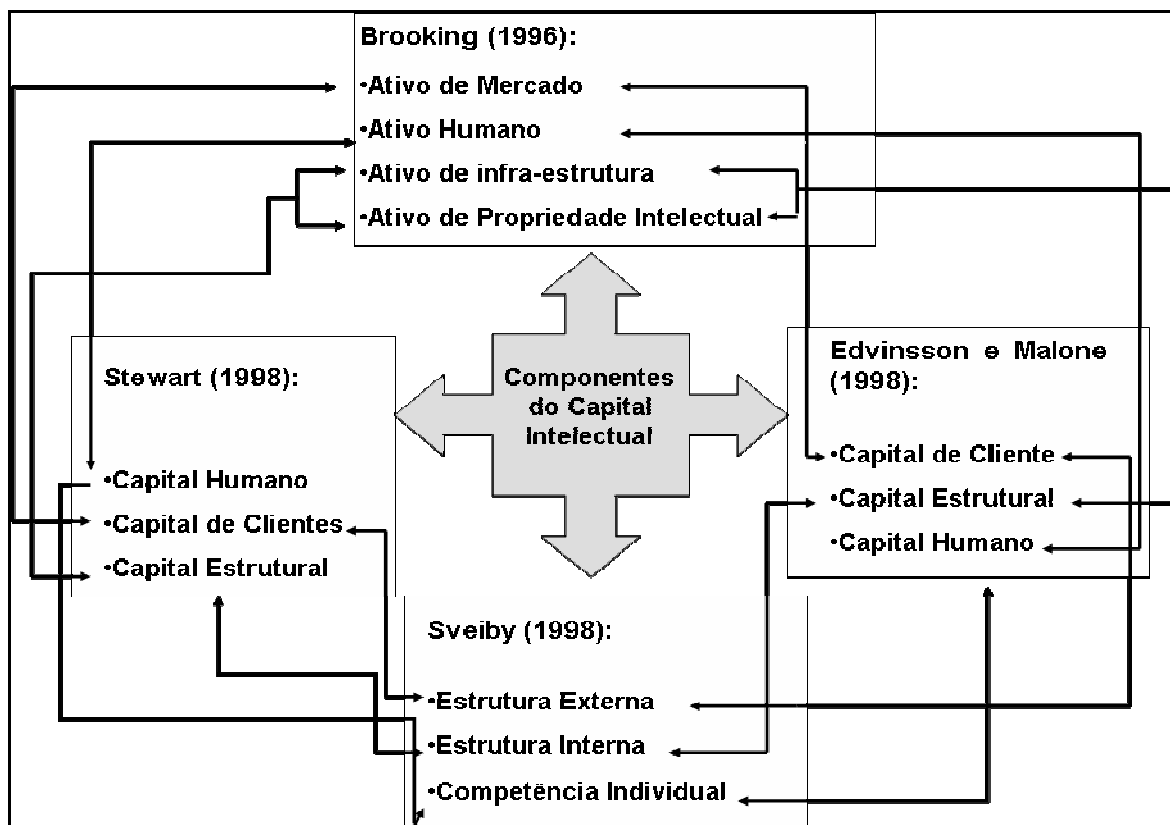


Figura 1 – Componentes do CI segundo os autores clássicos.

Fonte: GALLON *et al.* (2007 *apud* ENSSLIN *et al.*, 2008).

Analisando-se a Figura 1, percebe-se que há uma convergência nas classificações propostas por estes autores. Para fins de estudo neste trabalho, será adotada a classificação proposta por Sveiby (1998), pois entende o autor que esta sintetiza as demais classificações dos elementos de Capital Intelectual, abrangendo o pensamento de todos os outros autores de forma mais concisa e completa.

O capital externo está relacionado com a capacidade da organização de prospectar e reter clientes, nesse sentido Stewart (1998, p. 69) sustenta que “o capital de clientes é o valor dos relacionamentos de uma empresa com as pessoas com as quais ela faz negócio”. Ainda Schnorrenberger (2005) salienta que devem ser entendidos como clientes tanto os clientes externos quanto os clientes internos. Dessa forma, o capital externo deve ser entendido como o fator motivador da existência da organização, pois sem clientes não há razão para a alocação de recursos para o empreendimento.

Sobre a estrutura interna, Edvinsson e Malone (1998 *apud* ENSSLIN *et al.*, 2008) descrevem os elementos que apóiam o capital humano, incluindo a capacidade organizacional e os sistemas de armazenamento e transmissão do conhecimento. Já Schnorrenberger (2005, p. 64) sustenta que:

é preciso existir um conjunto de ativos estruturais como sistemas de informação, laboratórios, conhecimento dos canais de mercado, do foco gerencial entre outros, capazes de extrair parte do conhecimento existente na cabeça das pessoas e retê-lo na empresa (SCHNORRENBARGER, 2005, p. 64).

Diante disso, nota-se o importante papel da estrutura interna das organizações no desenvolvimento e aprimoramento do capital humano. De nada adianta possuir uma equipe formidável se não houver condições estruturais para o desenvolvimento, aplicação e retenção do conhecimento de cada membro da organização.

Já o capital humano, ou competência individual, está relacionado com as pessoas da organização. De acordo com Sveiby (1998, p. 9), “as pessoas são os únicos verdadeiros agentes na empresa”, ou seja, somente as pessoas são capazes de gerar valor para uma empresa. Stewart (2002 *apud* SCHNORRENBARGER, 2005) vai ainda mais longe sugerindo que há, dentro das organizações, fábricas ocultas que são movimentadas pela mente das pessoas. Isso destaca a importância das pessoas nas organizações baseadas no conhecimento, criando uma interdependência que transforma as pessoas em ativos extremamente valiosos com capacidade de movimentar toda a estrutura organizacional objetivando a maximização dos resultados e satisfação pessoal e profissional de cada membro da equipe.

2.2 Valor de Mercado

Para Neiva (1999 *apud* MATHEUS, 2003, p. 25), as condições da economia e as perspectivas do mercado, são fatores que influenciam no Valor de Mercado de uma empresa, assim como as variáveis políticas e macroeconômicas determinam como se dará o crescimento do setor onde a empresa atua.

Helfert (2000 *apud* COUTINHO, 2003, p. 22) afirma que o Valor de Mercado de um ativo é o valor que esse ativo atinge em uma transação espontânea, entre partes privadas. Porém esse valor dependerá das negociações entre as partes, ou seja, o Valor de Mercado de um bem será o valor de equilíbrio entre o que o vendedor deseja receber e o que o comprador se dispuser a pagar.

Frezatti (2003, p. 28) entende Valor de Mercado como “aquele que pode ser considerado para que o ativo possa ser vendido” e continua se “o ativo constituir-se de uma empresa, poderia ter dois diferentes tipos de Valor de Mercado: o valor de liquidação e o de continuidade”. O primeiro refere-se à venda de um ativo de forma isolada, já o segundo refere-se, obviamente, à venda do conjunto de ativos da empresa, pressupondo a sua continuidade no mercado.

Para Sveiby, (1998, p. 9), “o mercado de ações oferece uma valorização diária dos ativos das empresas cotadas na bolsa e faz uma estimativa aproximada do fundo de comércio que seria acrescentado se a empresa fosse comprada”. Mais adiante complementa dizendo que “o preço de mercado das ações de uma empresa é a valorização de mercado das ações integrantes do patrimônio da empresa”.

É importante lembrar que, por tratar-se de uma negociação de mercado, a determinação de valor sofrerá influência da lei da oferta e da procura, ou seja, se houver muitas ações de uma empresa à venda, e a procura for menor que esta oferta, a tendência de mercado é que o valor de negociação seja menor do que se ocorresse uma situação de equilíbrio e vice-versa.

Por isso, ao considerar-se o Valor de Mercado como base para a avaliação do valor de uma empresa, deve-se analisar, também, a conjuntura macroeconômica e as influências políticas e cambiais do país onde se localiza a empresa analisada, pois a formação do Valor de Mercado depende de todos esses fatores, além da disposição do comprador em pagar o valor que o vendedor está pedindo.

2.3 Valor Contábil

De acordo com Coutinho (2003, p. 21) a teoria das finanças reconhece o Valor Contábil das ações de uma empresa como o resultado da divisão do patrimônio líquido pela quantidade total de ações emitidas por essa empresa. Sob esse ponto de vista, entende-se que o Valor Contábil de uma empresa irá retratar a situação patrimonial da empresa em dado momento, porém, considerando apenas o capital tangível da organização, posto que a Contabilidade Financeira não leva em conta o capital intangível.

Frezatti (2003, p. 28) entende que “o Valor Contábil é aquele apurado pela contabilidade pelos princípios, desenvolvido a partir do custo histórico, corrigido ou não”. Portanto, o Valor Contábil de uma empresa é o valor apurado pela soma de seus bens e direitos subtraídos de suas obrigações para com terceiros, observados os Princípios Fundamentais de Contabilidade e as normas fiscais e societárias vigentes.

Assim, conforme Neiva (1992 *apud* COUTINHO, 2003, p. 21), poucos autores reconhecem a soma dos elementos patrimoniais como medida do valor da empresa. Isso se deve porque a Contabilidade Financeira sempre estará à mercê das variações do fluxo inflacionário e das ondas de desenvolvimento econômico, que afetam constantemente os dados das demonstrações financeiras.

Com a evolução tecnológica das empresas e o aumento da relevância dos Ativos Intangíveis na formação patrimonial, não só dos grandes conglomerados econômicos, mas também de empresas de médio porte, o Valor Contábil das empresas, obtido de acordo com as normas vigentes, não tem mais espelhado a real situação patrimonial dessas empresas. Por isso, há uma preocupação muito grande entre os pesquisadores da Contabilidade em encontrar alternativas para que o Valor Contábil possa retratar um valor mais próximo do valor real da empresa.

2.4 Relatório da Administração

O Relatório da Administração (RA) é uma ferramenta complementar às demonstrações contábeis e integra o rol de informações obrigatórias para as sociedades anônimas conforme estabelece o art. 133 da Lei nº 6.404/76:

os administradores devem comunicar (...) que se acha à disposição dos acionistas:

- o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo” (IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, 2008, p. 458).

O RA deve evidenciar informações adicionais que permitam aos usuários análises da situação presente e passada da organização, oferecendo, ainda, elementos que viabilizem projeções de resultados futuros, como informações sobre investimentos, sobre o Capital Intelectual da empresa, sobre a situação dos negócios, entre outras.

Em complemento ao que estabelece a Lei nº 6.404/76, a CVM divulgou, em 28 de dezembro de 1987, o Parecer de Orientação nº 15/87, que recomenda a divulgação de alguns itens específicos no RA (IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, 2008):

- Descrição dos negócios, produtos e serviços: resumo das principais atividades da empresa, produtos, áreas de atuação, comparativos de vendas.
- Comentários sobre a conjuntura econômica geral: análise dos fatores econômicos que contribuíram significativamente para o resultado da companhia.
- Recursos humanos: quantidade de empregados, rotação, divisão conforme localização geográfica, nível educacional, investimentos em treinamento, fundos de seguridade.
- Investimentos: principais investimentos realizados, objetivos, montante investido, origem dos recursos.
- Pesquisa e desenvolvimento: estágio atual dos projetos, recursos alocados, montantes aplicados.

- Novos produtos e serviços: novos produtos ou serviços disponibilizados ao mercado e expectativas para o futuro.
- Proteção ao meio ambiente: procedimentos adotados para a preservação do meio ambiente.
- Reformulações administrativas: para empresas em processo de reestruturação administrativa, descrição das mudanças efetuadas, reorganização societária, programas de racionalização.
- Investimentos em controladas e coligadas: investimentos efetuados e objetivos pretendidos.
- Direitos dos acionistas e dados de mercado: políticas de dividendos, valor patrimonial por ação, volume negociado no período, cotação das ações em bolsa.
- Perspectivas e planos para o exercício em curso e os futuros: baseando-se nos fundamentos atuais da empresa poderá ser colocada a expectativa da administração para o atual exercício e para os futuros.
- Empresas investidoras: para empresas de participações deverão ser incluídas informações a respeito das empresas invertidas.

Portanto o RA deve ser um relatório claro e objetivo que sirva como “ instrumento de comunicação entre a entidade, seus acionistas e a comunidade na qual se insere, posto que sua adequada elaboração tomadas de decisões de melhor qualidade.” (IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, 2008, p. 456).

2.5 Evidenciação Voluntária

Os relatórios contábeis são os instrumentos de divulgação ao mercado da *performance* econômico-financeira das empresas. Há algumas informações que são de divulgação obrigatória, enquanto outras são de divulgação voluntária.

O artigo 176 da Lei n.º 6.404/1976, com a nova redação dada pela Lei n.º 11.638/2007, define as informações básicas que devem ser divulgadas pelas companhias abertas: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados, Demonstração dos Fluxos de Caixa e Demonstração do Valor Adicionado e outras informações complementares divulgadas através do Relatório da Administração e das Notas Explicativas.

O Parecer CVM n.º 15/1987 apresenta uma série de informações podem ser divulgadas pelas empresas de forma complementar às informações obrigatórias exigidas pela Lei n.º

6.404/1976. A seguir apresenta-se estas recomendações:

- Descrição dos negócios, produtos e serviços: histórico das vendas físicas dos últimos dois anos e vendas em moeda de poder aquisitivo da data do encerramento do exercício social. Algumas empresas apresentam descrição e análise por segmento ou linha de produto, quando relevantes para a sua compreensão e avaliação.
- Comentários sobre a conjuntura econômica geral: concorrência nos mercados, atos governamentais e outros fatores exógenos relevantes sobre o desempenho da companhia.
- Recursos humanos: número de empregados no término dos dois últimos exercícios e *turnover* nos dois últimos anos, segmentação da mão-de-obra segundo a localização geográfica; nível educacional ou produto; investimento em treinamento; fundos de seguridade e outros planos sociais.
- Investimentos: descrição dos principais investimentos realizados, objetivo, montantes e origens dos recursos alocados.
- Pesquisa e desenvolvimento: descrição sucinta dos projetos, recursos alocados, montantes aplicados e situação dos projetos.
- Novos produtos e serviços: descrição de novos produtos, serviços e expectativas a eles relativas.
- Proteção ao meio-ambiente: descrição e objetivo dos investimentos efetuados e montante aplicado.
- Reformulações administrativas: descrição das mudanças administrativas, reorganizações societárias e programas de racionalização.
- Investimentos em controladas e coligadas: indicação dos investimentos efetuados e objetivos pretendidos com as inversões.
- Direitos dos acionistas e dados de mercado: políticas relativas à distribuição de direitos, desdobramentos e grupamentos; valor patrimonial das por ação, negociação e cotação das ações em Bolsa de Valores.
- Perspectivas e planos para o exercício em curso e os futuros: poderá ser divulgada a expectativa da administração quanto ao exercício corrente, baseada em premissas e fundamentos explicitamente colocados, sendo que esta informação não se confunde com projeções por não ser quantificada.
- Em se tratando de companhia de participações, o relatório deve contemplar as informações acima mencionadas, mesmo que de forma mais sintética, relativas às empresas investidas.

Como a divulgação de informações sobre Capital Intelectual não é obrigatória, os usuários das informações contábeis apenas terão acesso àquelas informações que as empresas considerarem relevantes e divulgarem ao mercado, atendendo ao disposto na orientação da CVM.

2.6 Pesquisas Anteriores

No Quadro 1, são apresentados os resultados de pesquisas realizadas no meio acadêmico, por meio da análise de conteúdo com a finalidade de identificar a evidenciação de elementos de Capital Intelectual.

Autores	Foco da Pesquisa	Resultados
Larrán e Giner (2001)	Estudo de empresas cotadas na Bolsa de Madrid.	27% das empresas apresentam informações sobre intangíveis.
Sierra e Rojo (2002)	Investigação dos índices de divulgação em 46 companhias no período de 1997 a 1999.	A divulgação sobre intangíveis foi classificada como baixa e manteve-se constante durante o período analisado.
Gandía (2002)	Divulgação sobre intangíveis na internet em nível internacional por empresas que integram o índice Standard & Poor's GLOBAL 100.	Existem diferenças na qualidade e quantidade de informações divulgadas na internet. Existe maior divulgação nas empresas européias do que nas norte-americanas.
Rodríguez Domínguez (2003)	Análise da valoração e gestão dos ativos intangíveis em 36 empresas espanholas.	Conclui-se que experiência dos empregados, trabalho em equipe, procedimentos e sistemas, bem como imagens da marca constituem os intangíveis mais relevantes da amostra. Proposta de utilização de relatórios adicionais para revelar informações sobre intangíveis.
Saverio Bozzolan e Federica Ricceri (2003)	Estudo dos relatórios anuais para identificar CI em empresas italianas.	O estudo conclui que a quantidade e o conteúdo dos informativos de CI das empresas devem-se à estrutura do ambiente externo com a qual essas empresas interagem. Comprova que as diferenças entre os informativos anuais devem-se ao rol que corresponde a cada empresa em sua área de negócio, e ao tamanho das mesmas.
Ensslin e Carvalho (2007)	Investigação sobre a evidenciação voluntária do CI nos RA das 25 maiores companhias abertas brasileiras (Capital Social), listadas na	Uma incidência alta de divulgação voluntária de CI nos relatórios das empresas brasileiras; uma significativa tendência para evidenciação em termos qualitativos (narrativa); maior frequência do capital externo como categoria

	BM&FBOVESPA, divulgadas com data base de 31/12/2004.	de CI; e, similaridade nos resultados obtidos tanto no contexto brasileiro quanto no internacional.
Backes, Ott e Wiethaeuper (2005)	Evidenciação do CI nas companhias listadas em Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA.	Maior frequência na evidenciação do capital estrutural.
Carvalho, Ensslin e Igarashi (2006)	Cotejamento da evidenciação voluntária do CI nos contextos brasileiro e australiano.	Alto índice de divulgação pelas empresas brasileiras, com destaque para o capital externo. Discrepância entre os resultados obtidos no contexto nacional com o australiano.
Silva (2008)	Evidenciação do CI de natureza social e ambiental nos relatórios anuais e nos sites das empresas listadas no programa “Em Boa Companhia” da BM&FBOVESPA.	Destaque para a estrutura interna na análise dos relatórios anuais tanto para a área social quanto ambiental. Na análise dos sites destaca-se externa na área social e a estrutura interna na ambiental.
Reina, Vicente e Ensslin (2008)	Análise comparativa da evidenciação voluntária do CI nas empresas de governança corporativa no ano de 2006.	87% dos elementos de CI foram evidenciados, com destaque para a competência dos funcionários com incidência de 43%. Comparativamente com as empresas do Novo Mercado o elemento mais evidenciado foram os processos gerenciais, sendo que nas empresas do Novo Mercado a categoria mais representativa foi o capital interno.
Amaral (2008)	Evidenciação voluntária do CI nos maiores bancos brasileiros nos períodos de 2006 e 2007	A categoria de CI mais representativa foi a competência dos funcionários, e o item mais destacado foram as relações financeiras nos dois períodos analisados.

Quadro 1: Pesquisas sobre a Evidenciação do Capital Intelectual.

Fonte: Adaptado de Bastos e Filho (2007 *apud* ENSSLIN, REINA e VICENTE, 2008, p. 3). Adaptado de Amaral (2008, p. 38).

Com relação a pesquisas que investigam a relação entre o Capital Intelectual com o Valor de Mercado e Valor Contábil, constatou-se a existência de poucos estudos nesse sentido. Destaca-se, dessa forma, a pesquisa de Robles Junior e Silva (2007) que investiga os Ativos Intangíveis e sua influência no valor econômico e de mercado da empresa, realizando um estudo de caso em um Centro de Medicina Diagnóstica e constatou-se que os Ativos Intangíveis são importantes e influenciam na mensuração do Valor Econômico Agregado, no Valor Agregado pelo Mercado e no Valor de Mercado da empresa.

Esta pesquisa tem por objetivo verificar a evidenciação do Capital Intelectual nas 30 maiores empresas em patrimônio líquido listadas na BM&FBOVESPA, em 31 de dezembro

de 2007, e comparar essa evidência com a diferença entre o Valor Contábil e o Valor de Mercado das empresas analisadas. Essa comparação diferencia esta pesquisa das demais apresentadas, já que não se constataram pesquisas com esse tipo de abordagem do Capital Intelectual.

METODOLOGIA DA PESQUISA

Para que seja possível o desenvolvimento deste estudo, é necessário que se apresente uma metodologia; nesta seção são apresentados a Amostra da Pesquisa, o Enquadramento Metodológico, as Limitações e Delimitação da Pesquisa e o Procedimento para Coleta, Análise e Interpretação dos Dados.

3.1 Amostra da Pesquisa

A amostra, objeto de estudo deste trabalho, é constituída pelas 30 maiores empresas em patrimônio líquido listadas na BM&FBOVESPA, conforme classificação elaborada pelo autor com base nas informações apresentadas no *site* da Bolsa de Valores Paulista. Essas empresas pertencem a setores variados: mineração, metalurgia, telecomunicações, financeiro, etc., o que caracteriza a população objeto de estudo como todas as companhias listadas na BM&FBOVESPA em 31 de dezembro de 2007.

Neste trabalho analisa-se o ano de 2007, que foi um ano muito positivo para a economia brasileira em geral, o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu acima de 5%, a geração de empregos foi recorde, a inflação manteve-se dentro da meta estipulada pelo Banco Central, as taxas de juros caíram, o consumo interno cresceu de maneira consistente, as reservas externas também bateram recordes chegando próximo dos 180 bilhões de dólares, e o índice IBOVESPA bateu a marca dos 60.000 pontos, dentre outros aspectos positivos que contribuíram para uma grande euforia no mercado financeiro brasileiro, apesar da crise imobiliária que afetou o mercado norte-americano no segundo semestre.

No Quadro 2, apresenta-se as empresas que compõem a amostra desta pesquisa, destacando a atividade principal desempenhada por cada uma delas e seu Patrimônio Líquido em milhares de reais.

Nº	EMPRESA	ATIVIDADE PRINCIPAL	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (R\$ mil)
01	Banco Bradesco S.A.	Bancária	30.357.344
02	Banco do Brasil S.A.	Bancária	24.262.096
03	Banco Itaú <i> Holding</i> Financeira S.A.	Bancária	28.969.086
04	Banco Santander S.A.	Bancária	9.264.593
05	Unibanco <i> Holdings</i> S.A.	Bancária	6.970.559

06	Unibanco União Bancos Bras S.A	Bancária	11.837.304
07	Votorantim Finanças S.A.	Bancária	6.432.753
08	Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	Energia Elétrica	79.963.236
09	CESP CIA Energética de São Paulo	Energia Elétrica	10.325.053
10	CIA Energética de Minas Gerais CEMIG	Energia Elétrica	8.390.177
11	CIA Paranaense de Energia - COPEL	Energia Elétrica	7.236.177
12	Neoenergia S.A.	Energia Elétrica	7.112.411
13	Embratel Participações S.A.	Telecomunicações	7.993.202
14	Tele Norte Leste Participações S.A.	Telecomunicações	10.664.759
15	Telecomunicações de São Paulo S/A - Telesp	Telecomunicações	9.905.242
16	Telefônica S.A.	Telecomunicações	52.476.000
17	Telemar Norte Leste S/A	Telecomunicações	13.782.348
18	Tim Participações S.A.	Telecomunicações	7.750.486
19	Vivo Participações S/A.	Telecomunicações	8.297.577
20	Companhia Siderúrgica Nacional	Metalurgia e Siderurgia	7.542.261
21	Gerdau S.A.	Metalurgia e Siderurgia	11.420.008
22	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	Metalurgia e Siderurgia	12.474.331
23	CIA Vale do Rio Doce	Extração Mineral	57.029.465
24	Litel Participações S.A.	Extração Mineral	11.737.939
25	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras	Petróleo e Gás	113.854.127
26	CIA de Bebidas das Américas - AMBEV	Bebidas	17.419.950
27	CIA de Saneamento Básico Estado de São Paulo	Saneamento	9.784.006
28	BNDES Participações S.A - BNDESPAR	Adm. e Participações	13.879.813
29	Itaúsa – Investimentos Itaú S.A.	Diversos	15.675.809
30	Braskem S.A.	Petroquímica	5.757.019

Quadro 2: Caracterização das empresas da amostra.

Fonte: Elaboração própria.

No Gráfico 1, percebe-se que a maior parte das empresas objeto de estudo desta pesquisa está concentrada nos setores bancário, de telecomunicações e de energia elétrica, que serão objeto de análise setorializada para atendimento dos objetivos específicos deste trabalho.

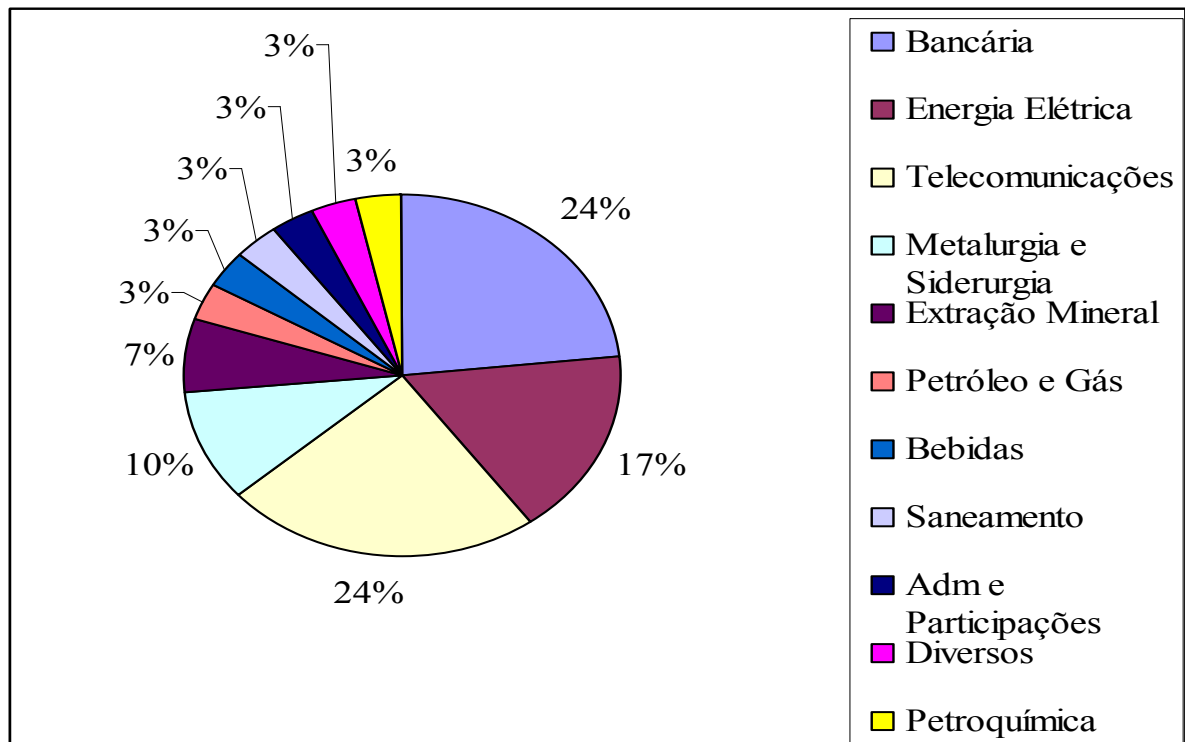


Gráfico 1: Atividade principal das empresas da amostra.

Fonte: Elaboração Própria.

A seguir, no Gráfico 2, apresenta-se a origem do capital controlador das empresas da amostra e percebe-se que a maioria das empresas é controlada por capital nacional de origem privada, correspondendo a 63,33% das empresas da amostra, enquanto que 26,67% têm controle estatal, e 10% possuem capital controlador de origem estrangeira.

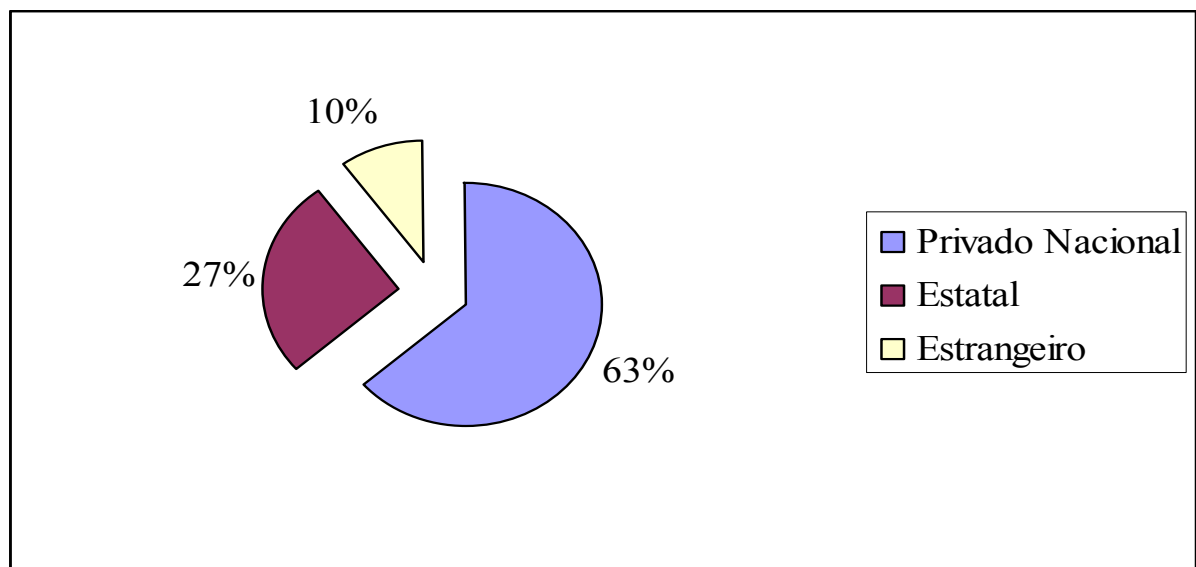


Gráfico 2: Origem do capital controlador.

Fonte: Elaboração Própria.

3.2 Enquadramento Metodológico da Pesquisa

O presente trabalho caracteriza-se como uma pesquisa com objetivos descritivos, já que apresentará as informações sobre Capital Intelectual publicadas e verificará se as empresas da amostra que publicam essas informações são as que apresentam melhores valores de negociação de suas ações na Bolsa de Valores comparativamente com o seu Valor Contábil. Esse objetivo está de acordo com o entendimento de Gil (1999, *apud* BEUREN e RAUPP, 2006, p. 81), de que “a pesquisa descritiva tem como principal objetivo descrever características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relação entre variáveis [...] utilizando técnicas padronizadas de coleta de dados”.

A abordagem da pesquisa é qualitativa, que, conforme Richardson (1999, *apud* BEUREN e RAUPP, 2006, p. 92), é uma pesquisa que não faz uso de ferramental estatístico para a análise dos dados, procura apenas compreender os dados pesquisados na amostra, inserindo-os no contexto teórico resgatado.

O instrumento utilizado para a coleta dos dados é a análise documental, que, segundo Gil (1999, *apud* BEUREN e RAUPP, 2006, p. 89), “baseia-se em materiais que ainda não receberam um tratamento analítico ou que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa”. Nesse sentido, esta pesquisa concentra-se nas informações divulgadas pelas empresas em seus RAs e em suas Demonstrações Contábeis publicadas no *site* da BM&FBOVESPA.

Por tratar-se de análise documental, este trabalho fará uso apenas de informações de natureza secundária, ou seja, os dados apresentados são de domínio público e estão a disposição de todos os interessados em acessá-los.

A população-alvo desta pesquisa é composta pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA. A amostra foi extraída intencionalmente, optando o autor por investigar apenas as 30 maiores empresas em patrimônio líquido, integrantes da população-alvo classificadas de acordo com os dados extraídos das demonstrações contábeis das empresas. Serão analisados os dados relativos ao exercício social, encerrado em 31 de dezembro de 2007, publicados nos Relatórios da Administração e Demonstrações Contábeis divulgados no *site* da BM&FBOVESPA.

3.3 Limitações e Delimitação da Pesquisa

Esta pesquisa é delimitada por uma amostra composta pelas 30 maiores empresas em

patrimônio líquido, em 31 de dezembro de 2007, listadas na BM&FBOVESPA, conforme classificação elaborada pelo autor, a partir de dados coletados no *site* da própria BM&FBOVESPA. Nesse sentido, a amostra compõe-se de empresas de diversos setores da economia, não se devendo generalizar as conclusões obtidas, pois cada setor possui características próprias, que não se constituem em objeto de avaliação por parte desta pesquisa, porém devem ser consideradas ao se avaliar uma empresa para tomada de decisões de investimentos. Mesmo para os setores que possuem cinco ou mais empresas na amostra, objeto de análise setorializada, as conclusões obtidas não devem ser estendidas às demais empresas do setor que não foram abrangidas por esta pesquisa.

Por tratar-se de tema abrangente, objeto de interesse de diferentes ciências, categorias profissionais, investidores e outros usuários das informações contábeis, econômicas e financeiras das organizações, este trabalho não tem a pretensão de esgotar o assunto.

No decorrer da coleta de dados surgiram algumas limitações.

As empresas BNDES Participações, Litel Participações, Neoenergia Participações, *Telefônica*, Unibanco Holdings e Votorantim Finanças não possuíam, na data-base da pesquisa, 31 de dezembro de 2007, ações negociadas no mercado à vista da BM&FBOVESPA.

Outra limitação encontrada está no RA da empresa Litel Participações, que apenas apresenta as demonstrações contábeis da empresa.

Diante dessas limitações, é possível analisar a influência da divulgação de informações sobre Capital Intelectual na diferença entre Valor de Mercado e Valor Contábil em 24 empresas da amostra: Bradesco, Banco do Brasil, Itaú, Santander, Braskem, Centrais Elétricas Brasileiras (Eletrobrás), CESP, CEMIG, Cia. de Saneamento de São Paulo, Vale do Rio Doce, COPEL, AMBEV, Companhia Siderúrgica Nacional, Embratel, Gerdau, Itaúsa, Petrobras, Tele Norte Leste Participações, Telesp, Telemar Norte Leste, Tim, Unibanco, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais (USIMINAS) e Vivo.

3.4 Procedimento para Coleta, Análise e Interpretação dos Dados

Nesta pesquisa, apresentam-se inicialmente os dados referentes ao Valor Contábil, a quantidade de ações em circulação e o Valor de Mercado unitário da classe de ações de cada empresa com o maior volume financeiro de negociações no mercado à vista no mês de dezembro de 2007, obtidos nas Demonstrações Contábeis e no *site* da BM&FBOVESPA. Em seguida, procede-se a comparação entre o Valor Contábil unitário com o respectivo Valor de

Mercado unitário. Apresenta-se ainda a análise de conteúdo dos RAs das empresas da amostra efetuada com base na metodologia de Guthrie *et al.* (1999 *apud* CARVALHO, ENSSLIN, IGARASHI, 2006).

O Valor Contábil, formado pelo Capital Social e pelas Reservas de Lucros da empresa revela o valor tangível líquido de propriedade dos acionistas, ou seja, os ativos referentes ao Capital Intelectual não aparecem no Patrimônio Líquido da empresa (OLIVEIRA, 2003).

A partir do Valor Contábil líquido e da quantidade de ações em circulação (total de ações emitidas pela empresa menos ações em tesouraria), calcula-se o Valor Contábil unitário por meio da seguinte fórmula (IUDÍCIBUS, 1998, p. 96):

$$\boxed{VCU = VCL \div QAC}$$

onde,

VCU – Valor Contábil Unitário

VCL – Valor Contábil Líquido

QAC – Quantidade de Ações em Circulação.

O Valor de Mercado é obtido no *site* da BM&FBOVESPA. Nesta pesquisa considera-se como Valor de Mercado a cotação de fechamento unitária da classe de ações de cada empresa com o maior volume financeiro de negociações no mercado à vista no mês de dezembro de 2007, na BM&FBOVESPA.

Para cálculo da variação percentual entre os valores contábil e de mercado utiliza-se a seguinte fórmula:

$$\boxed{VP = (VM \div VC) * 100}$$

onde,

VP = Variação percentual

VM = Valor de Mercado

VC = Valor Contábil

A análise dos dados referentes ao Capital Intelectual divulgados pelas empresas é realizada conforme a classificação apresentada por Sveiby (1998, p.11): “os ativos invisíveis constantes no balanço patrimonial de uma organização podem ser classificados como um grupo de três elementos: competência do funcionário, estrutura interna e estrutura externa”. O Quadro 3 evidencia essa classificação e os seus respectivos elementos.

Capital Intelectual		1	...30	Total
1 Capital Interno				
1.1	Propriedade Intelectual			
1.1.1	Patentes			
1.1.2	Direitos Autorais			
1.1.3	Marcas Registradas			
1.2	Recursos de Infra-Estrutura			
1.2.1	Filosofia Gerencial			
1.2.2	Cultura Corporativa			
1.2.3	Processos Gerenciais			
1.2.4	Sistemas de Informações			
1.2.5	Sistemas de Relacionamentos			
1.2.6	Relações Financeiras			
2 Capital Externo				
2.1	Marcas			
2.2	Clientes			
2.3	Fidelidade de Clientes			
2.4	Nome de Companhia			
2.5	Canal de Distribuição			
2.6	Colaboração dos Negócios			
2.7	Acordo Licenciado			
2.8	Contrato Favorável			
2.9	Acordo de <i>Franchising</i>			
3 Competência dos funcionários				
3.1	<i>Know-how</i>			
3.2	Educação			
3.3	Qualificação Vocacional			
3.4	Conhecimento Relacionado ao Trabalho			
3.5	Competências Relacionadas ao Trabalho			
3.6	Espírito Empreendedor			
Total				

Quadro 3: Matriz análise de conteúdo dos Relatórios da Administração.

Fonte: Adaptado de Sveiby (1997 *apud* CARVALHO, ENSSLIN, IGARASHI, 2006).

A metodologia de Guthrie *et al.* (1999 *apud* CARVALHO, ENSSLIN, IGARASHI, 2006) utiliza um sistema de quatro códigos numéricos (0 = item não apareceu no Relatório da

Administração; 1 = item apareceu de forma narrativa no Relatório da Administração; 2 = item recebeu um valor numérico no Relatório da Administração; 3= item recebeu um valor monetário no Relatório da Administração). Neste trabalho, serão utilizados apenas os dois primeiros códigos – 0 e 1 – com a mesma descrição apresentada.

Na seqüência procede-se a comparação entre as informações levantadas com relação ao Capital Intelectual e a variação entre Valor Contábil e Valor de Mercado, para verificar se as empresas que divulgam maior quantidade de informações sobre Capital Intelectual são as que apresentam a maior diferença entre o Valor Contábil e o valor de negociação de suas ações na Bolsa de Valores.

A seguir, apresentam-se exemplos de identificação de elementos de Capital Intelectual relacionados às três categorias propostas por Sveiby (1998) – Capital Interno, Capital Externo e Competência dos Funcionários. O objetivo desta apresentação é demonstrar como as empresas evidenciam essas informações e a forma como o pesquisador procederá a leitura e análise das informações constantes nos RAs. As indicações dos elementos de Capital Intelectual encontram-se grifadas em negrito e itálico.

Exemplo 1: Capital Interno

Processos Gerenciais: No que se refere aos processos gerenciais adotados, a CEMIG divulgou em seu RA de 2007 a seguinte informação:

Dentro desse contexto, a Cemig, de forma pioneira no mercado de energia, decidiu avaliar a sua marca com objetivos estratégicos de gestão e mitigação de risco. Criou-se um painel de indicadores da marca Cemig integrado ao ***Balanced Scorecard da empresa***, bem como todo um processo interno de gestão da mesma (CIA Energética de Minas Gerais – CEMIG, Relatório da Administração, 2007, p. 9).

Exemplo 2: Capital Externo

Cientes: O Banco do Brasil refere-se à sua carteira de clientes, em seu RA de 2007, destacando o crescimento ocorrido de 2006 para 2007 e suas características:

No final do exercício o ***BB contava com 35,8 milhões de clientes***, 7,4% a mais do que em 2006. Da base total, 34,1 milhões eram pessoas físicas: 24,3 milhões correntistas e 9,8 milhões não-correntistas (poupadores, beneficiários do INSS); e 1,7 milhão de pessoas jurídicas: 1,6 milhão de micro e pequenas empresas, 29,1 mil grandes e médias empresas e 6,5 mil *corporate* (Banco do Brasil S.A., Relatório da Administração, 2007, p. 9).

Exemplo 3: Competência dos Funcionários

Educação: Em seu RA de 2007, a Petrobras destaca de forma implícita seus investimentos em educação para os colaboradores, com o objetivo de aprimorar o desempenho de sua equipe:

Os investimentos em desenvolvimento de Recursos Humanos, em 2007, foram de R\$ 223 milhões. Ao longo do ano, ***a Petrobras viabilizou 62.471 participações de empregados nos seus diversos cursos corporativos***. Foi concebida a Escola de Educação Profissional de Nível Técnico que tem como público alvo 75% do quadro de empregados da Companhia e busca o desenvolvimento integral do profissional para as necessidades e complexidades do trabalho. Em Salvador, foi inaugurado o novo Campus da Universidade Petrobras, contando com 26 salas de aula e 6 laboratórios (Petróleo Brasileiro S.A – Petrobras, Relatório da Administração, 2007, p. 28).

Os exemplos apresentados acima classificam-se como evidenciação narrativa, sendo esta a forma mais utilizada pelas empresas da amostra para divulgação das informações sobre seu Capital Intelectual.

4 APRESENTAÇÃO E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS DA PESQUISA

Nesta seção, apresentam-se os dados coletados na pesquisa e realizam-se as análises propostas nos objetivos específicos.

4.1 Valor Contábil

No Quadro 4, é apresentado o Valor Contábil das empresas analisadas e a quantidade de ações em circulação, com data-base 31 de dezembro de 2007.

EMPRESA	VALOR CONTÁBIL (R\$ mil)	QUANTIDADE DE AÇÕES EM CIRCULAÇÃO
Banco Bradesco S.A.	30.357.344	2.018.674.000
Banco do Brasil S.A.	24.262.096	2.475.949.269
Banco Itaú <i> Holding</i> Financeira S.A.	28.969.086	2.937.051.000
Banco Santander S.A.	9.264.593	132.768.479.000
Unibanco <i> Holdings</i> S.A.	6.970.559	1.624.713.384
Unibanco União Bancos Bras S.A	11.837.304	2.794.206.460
Votorantim Finanças S.A.	6.432.753	722.480.000
Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	79.963.236	1.129.499.000
CESP CIA Energética de São Paulo	10.325.053	327.502.673
CIA Energética de Minas Gerais CEMIG	8.390.177	486.254.000
CIA Paranaense de Energia - COPEL	7.236.177	273.655.375
Neoenergia S.A.	7.112.411	5.850.636.000
Embratel Participações S.A.	7.993.202	1.008.690.660.000
Tele Norte Leste Participações S.A.	10.664.759	147.022.000
Telecomunicações de São Paulo S/A - Telesp	9.905.242	505.841.000
<i> Telefônica</i> S.A.	52.476.000	4.773.431.529
Telemar Norte Leste S/A	13.782.348	238.614.000
Tim Participações S.A.	7.750.486	2.333.964.000
Vivo Participações S/A.	8.297.577	1.437.623.000
Companhia Siderúrgica Nacional	7.542.261	256.490.000
Gerdau S.A.	11.420.008	662.626.000
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	12.474.331	329.057.388
CIA Vale do Rio Doce	57.029.465	4.832.391.000

Litel Participações S.A.	11.737.939	275.514.000
Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras	113.854.127	4.387.038.000
CIA de Bebidas das Américas - AMBEV	17.419.950	615.558.000
CIA de Saneamento Básico Estado de São Paulo	9.784.006	227.836.000
BNDES Participações S.A - BNDESPAR	13.879.813	1
Itaúsa – Investimentos Itaú S.A.	15.675.809	3.526.409.000
Braskem S.A.	5.757.019	432.838.000

Quadro 4: Valor Contábil das empresas da Amostra em 31/12/2007.

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se que há uma grande variação no Valor Contábil das empresas que compõem a amostra desta pesquisa. A Votorantim Finanças é a empresa que apresenta o menor Valor Contábil total, R\$ 6.432.753.000,00; por outro lado, a Petrobras é a que apresenta o maior Patrimônio Líquido, R\$ 113.854.127.000,00.

Com relação à quantidade de ações em circulação, também se observam valores discrepantes, enquanto a BNDES Participações possui apenas uma ação, a Embratel Participações possui 1.008.690.660.000.

EMPRESA	VALOR CONTÁBIL UNITÁRIO (R\$ POR AÇÃO)
Banco Bradesco S.A.	15,04
Banco do Brasil S.A.	9,80
Banco Itaú <i> Holding</i> Financeira S.A.	9,86
Banco Santander S.A.	0,07
Unibanco <i> Holdings</i> S.A.	4,29
Unibanco União Bancos Bras S.A	4,24
Votorantim Finanças S.A.	8,90
Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	70,80
CESP CIA Energética de São Paulo	31,53
CIA Energética de Minas Gerais CEMIG	17,25
CIA Paranaense de Energia - COPEL	26,44
Neoenergia S.A.	1,22
Embratel Participações S.A.	0,01
Tele Norte Leste Participações S.A.	72,54
Telecomunicações de São Paulo S/A - Telesp	19,58
<i>Telefônica</i> S.A.	10,99

Telemar Norte Leste S/A	57,76
Tim Participações S.A.	3,32
Vivo Participações S/A.	5,77
Companhia Siderúrgica Nacional	29,41
Gerdau S.A.	17,23
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	37,91
CIA Vale do Rio Doce	11,80
Litel Participações S.A.	42,60
Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras	25,95
CIA de Bebidas das Américas - AMBEV	28,30
CIA de Saneamento Básico Estado de São Paulo	42,94
BNDES Participações S.A - BNDESPAR	13.879.813.000,00
Itaúsa – Investimentos Itaú S.A.	4,45
Braskem S.A.	13,30

Quadro 5: Valor Contábil Unitário em 31/12/2007.

Fonte: Elaboração própria.

No Quadro 5, apresenta-se o Valor Contábil unitário. Da mesma forma que o Valor Contábil total e a quantidade de ações em circulação, observam-se algumas discrepâncias entre os valores contábeis unitários das empresas analisadas.

Nota-se que a empresa com maior Valor Contábil Unitário é a BNDES Participações, que apresenta o valor de R\$ 13.879.813.000,00, devido ao fato de possuir apenas uma ação em circulação. Já a Embratel Participações é a que apresenta o menor Valor Contábil unitário, apenas R\$ 0,01. Percebe-se que as empresas que apresentaram discrepâncias na quantidade de ações em circulação foram as mesmas que apresentaram o maior e o menor Valor Contábil unitário em posições inversas.

4.2 Valor de Mercado

No Quadro 6, apresenta-se o valor unitário de mercado das ações das empresas estudadas, com data-base 31/12/2007.

EMPRESA	VALOR DE MERCADO UNITÁRIO (R\$ POR AÇÃO)
Banco Bradesco S.A.	56,95
Banco do Brasil S.A.	31,10

Banco Itaú <i> Holding</i> Financeira S.A.	45,50
Banco Santander S.A.	0,24
Unibanco <i> Holdings</i> S.A.	ND
Unibanco União Bancos Bras S.A	25,60
Votorantim Finanças S.A.	ND
Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	22,95
CESP CIA Energética de São Paulo	43,43
CIA Energética de Minas Gerais CEMIG	32,50
CIA Paranaense de Energia - COPEL	26,80
Neoenergia S.A.	ND
Embratel Participações S.A.	0,01
Tele Norte Leste Participações S.A.	35,47
Telecomunicações de São Paulo S/A - Telesp	45,20
<i> Telefônica</i> S.A.	ND
Telemar Norte Leste S/A	66,61
Tim Participações S.A.	6,08
Vivo Participações S/A.	9,41
Companhia Siderúrgica Nacional	157,10
Gerdau S.A.	51,96
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	82,50
CIA Vale do Rio Doce	50,75
Litel Participações S.A.	ND
Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras	88,40
CIA de Bebidas das Américas - AMBEV	128,65
CIA de Saneamento Básico Estado de São Paulo	41,13
BNDES Participações S.A - BNDESPAR	ND
Itaúsa – Investimentos Itaú S.A.	11,75
Braskem S.A.	14,40

Quadro 6: Valor de Mercado Unitário em 31/12/2007.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Analisando-se o Quadro 6, percebe-se que, se excluídas as empresas que não possuem ações negociadas no mercado à vista na data-base da pesquisa, os valores de mercado variam entre R\$ 0,01 da Embratel e R\$ 157,10 da Cia Siderúrgica Nacional.

4.3 Variação entre Valor Contábil e Valor de Mercado

Esta subseção objetiva apresentar a variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil das empresas da amostra e apresentar a variação percentual entre os Valores Contábil e de Mercado das empresas analisadas, conforme se pode verificar no Gráfico 3 e no Quadro 7.

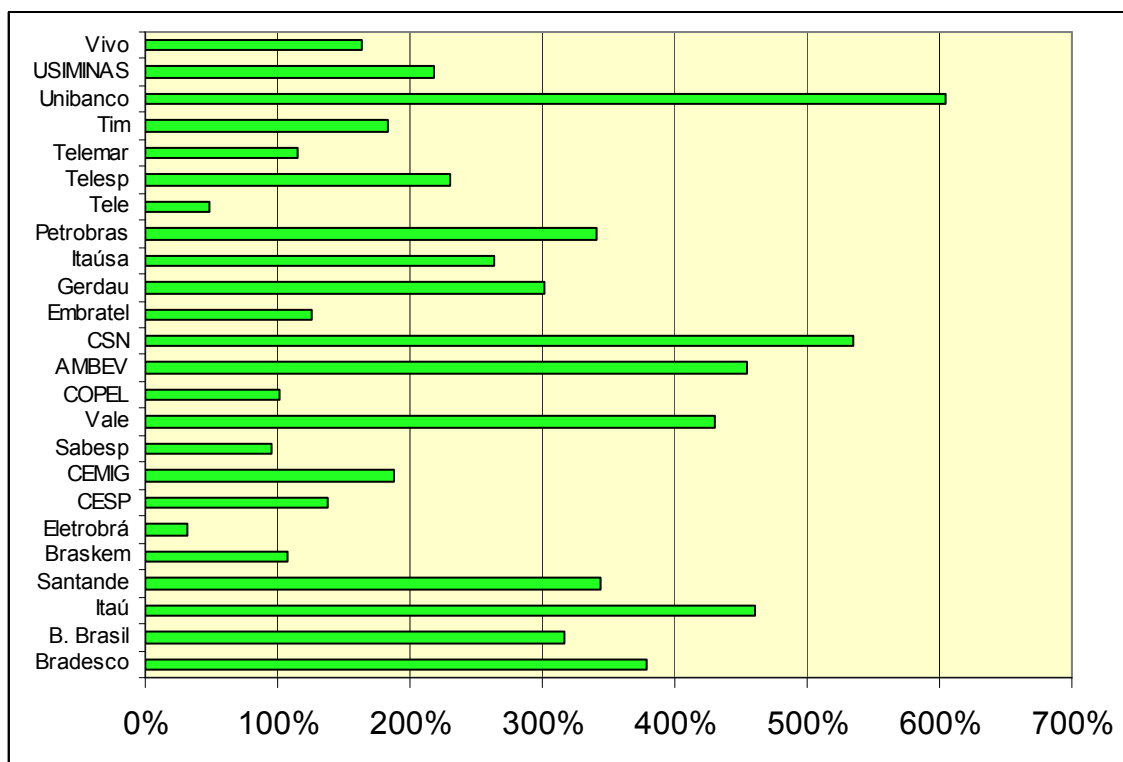


Gráfico 3: Variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil nas empresas da Amostra.

Fonte: Elaboração própria.

Analisando-se o Quadro 7, percebe-se que a variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil vai de 32,42%, na Eletrobrás, o que significa Valor de Mercado inferior ao Valor Contábil, até 604,29% no Unibanco. Esses dados demonstram uma grande discrepância entre as variações das empresas estudadas, que pode ser observada no Gráfico 3, o que caracteriza uma grande diversidade de percepção de valor pelos investidores.

EMPRESA	VARIAÇÃO ENTRE VALOR DE MERCADO E VALOR CONTÁBIL (% POR AÇÃO)
Banco Bradesco S.A.	378,70
Banco do Brasil S.A.	317,38
Banco Itaú <i> Holding Financeira S.A.</i>	461,30

Banco Santander S.A.	343,94
Unibanco <i>Holdings</i> S.A.	ND
Unibanco União Bancos Bras S.A	604,29
Votorantim Finanças S.A.	ND
Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	32,42
CESP CIA Energética de São Paulo	137,76
CIA Energética de Minas Gerais CEMIG	188,35
CIA Paranaense de Energia - COPEL	101,35
Neoenergia S.A.	ND
Embratel Participações S.A.	126,19
Tele Norte Leste Participações S.A.	48,90
Telecomunicações de São Paulo S/A - Telesp	230,83
<i>Telefônica</i> S.A.	ND
Telemar Norte Leste S/A	115,32
Tim Participações S.A.	183,09
Vivo Participações S/A.	163,04
Companhia Siderúrgica Nacional	534,25
Gerdau S.A.	301,49
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	217,62
CIA Vale do Rio Doce	430,03
Litel Participações S.A.	ND
Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras	340,62
CIA de Bebidas das Américas - AMBEV	454,60
CIA de Saneamento Básico Estado de São Paulo	95,78
BNDES Participações S.A - BNDESPAR	ND
Itaúsa – Investimentos Itaú S.A.	264,33
Braskem S.A.	108,27

Quadro 7: Variação percentual entre Valor Contábil e Valor de Mercado.

Fonte: Dados da pesquisa.

Entre as empresas do setor bancário, a variação entre Valor Contábil e Valor de Mercado fica entre 317,28%, do Banco do Brasil a 604,29% do Unibanco, como se pode perceber no Gráfico 4. Não é possível calcular a variação do Unibanco *Holdings* e da Votorantim Finanças, pois não possuem ações negociadas no mercado à vista, da BM&FBOVESPA.

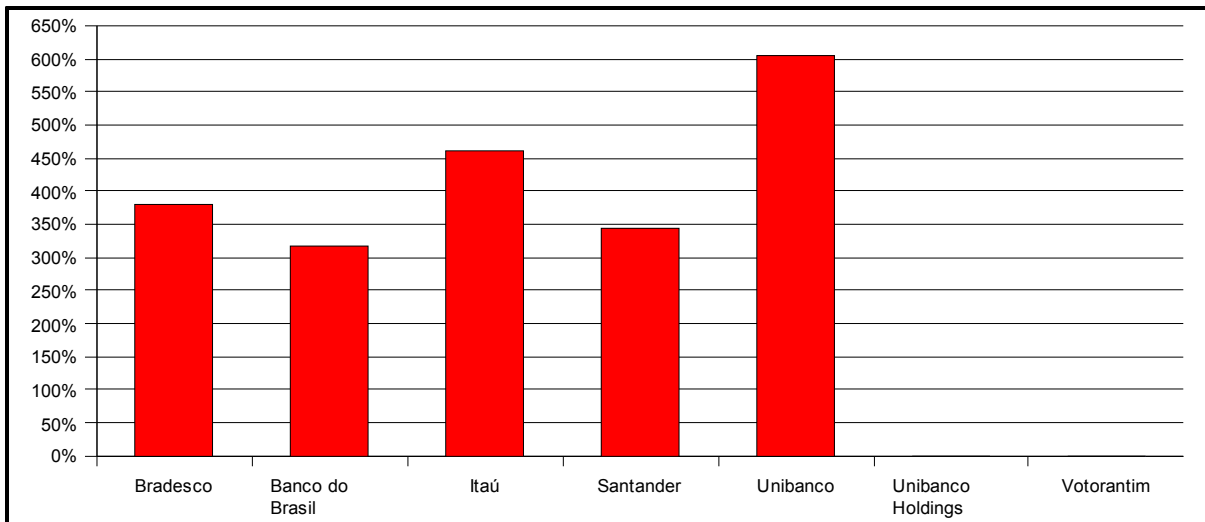


Gráfico 4: Variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil nas empresas do setor Bancário.
Fonte: Elaboração própria.

No Gráfico 5, percebe-se que, no setor de energia elétrica, a variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil é de 32,42% na Eletrobrás a 188,85% da CEMIG. A Neoenergia não possui ações negociadas no mercado à vista, portanto não é possível calcular sua variação.

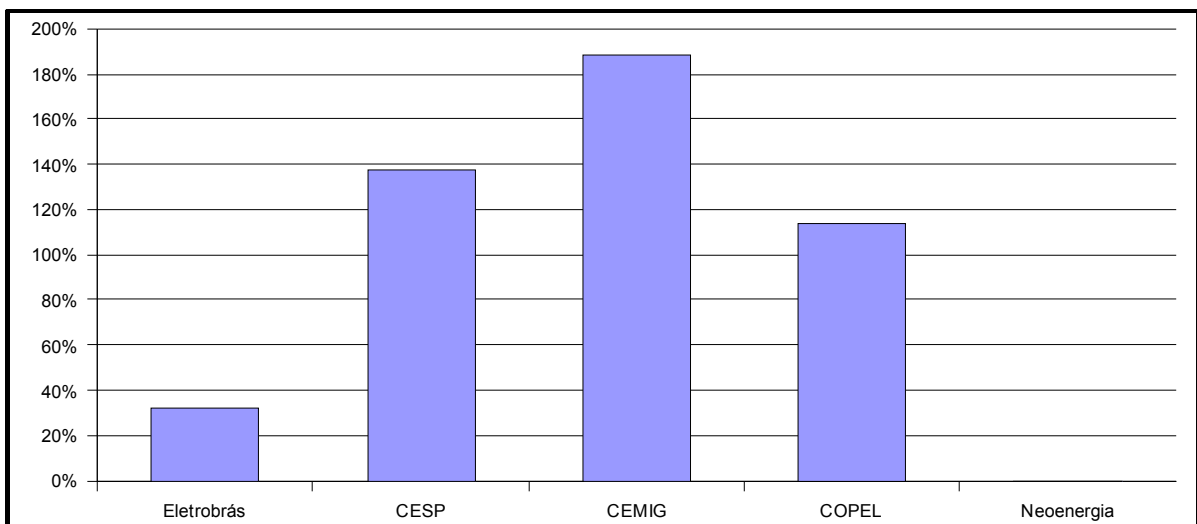


Gráfico 5: Variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil nas empresas do setor de Energia Elétrica.
Fonte: Elaboração própria.

Já o setor de telecomunicações apresenta variação entre 48,90% da Tele Norte Leste Participações e 230,83% da Telesp, como se percebe no Gráfico 6. Pelo mesmo motivo exposto para Neoenergia, Unibanco *Holdings* e Votorantim Finanças, não é possível calcular a variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil para a *Telefônica*

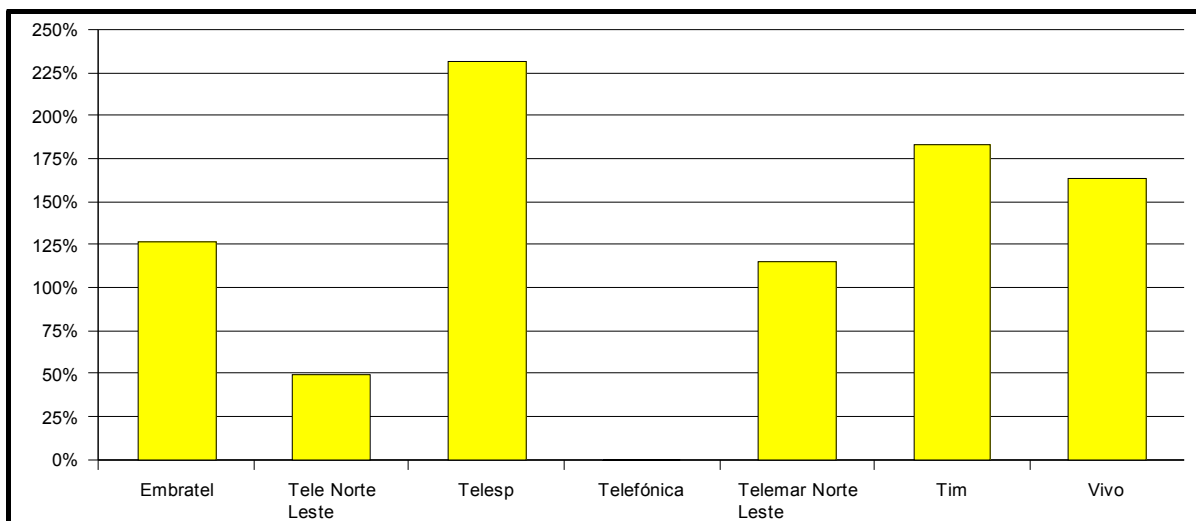


Gráfico 6: Variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil nas empresas do setor de Telecomunicações.

Fonte: Elaboração própria.

Pela análise setorial, percebe-se que a discrepância é acentuada quando a análise é feita entre empresas de diversos setores, já que, quando a análise se concentra entre empresas de um mesmo setor, se nota que a diferença entre a menor e a maior variação se reduz significativamente.

Entre as empresas da amostra, nota-se que as do setor bancário são as que apresentam maior variação, enquanto que as empresas de telecomunicações se encontram em um patamar intermediário, e as empresas de energia elétrica são as que apresentam as menores variações. Isso demonstra que o mercado tende a valorizar as empresas conforme seu setor, ou seja, o ambiente macroeconômico é um dos principais direcionadores do mercado, já que o valor das ações também é influenciado pela lei da oferta e da procura.

4.4 Informações sobre Capital Intelectual

As informações sobre Capital Intelectual das empresas integrantes da amostra foram buscadas em seus RAs, com referência ao exercício social, encerrado em 31 de dezembro de 2007, publicadas no *site* da BM&FBOVESPA.

Nos Quadros 8 e 9, apresentam-se os resultados das análises dos RAs das empresas constantes da amostra desta pesquisa, conforme metodologia de Guthrie *et al.* (1999 *apud* CARVALHO, ENSSLIN, IGARASHI, 2006). Os números atribuídos às empresas são os constantes do Quadro 2.

3.6 Espírito Empreendedor	0	1	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0
Total	19	18	14	16	4	17	11	9	18	15	8	16	13	13	12	2	10

Quadro 8: Frequência de divulgação de informações sobre Capital Intelectual – Empresas 1 a 17.

Fonte: Dados da pesquisa.

CAPITAL INTELECTUAL																
Empresas	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	Total	%	
1. Capital interno																
1.1 Propriedade Intelectual																
1.1.1 Patentes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3,33%	
1.1.2 Direitos Autorais	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00%	
1.1.3 Marcas Registradas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3,33%	
1.2 Recursos de Infra-Estrutura																
1.2.1 Filosofia Gerencial	0	0	1	1	1	0	0	1	0	0	1	1	0	13	43,33%	
1.2.2. Cultura Corporativa	0	0	1	1	1	0	1	0	0	1	1	1	1	16	53,33%	
1.2.3 Processos Gerenciais	0	0	1	1	1	0	0	1	0	1	1	1	0	19	63,33%	
1.2.4 Sistemas de Informações	0	0	1	1	1	1	0	1	0	0	0	1	0	16	53,33%	
1.2.5 Sistemas de Relacionamentos	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0	18	60,00%	
1.2.6 Relações Financeiras	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	29	96,67%	
2 Capital Externo																
2.1 Marcas	0	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	24	80,00%	
2.2 Clientes	0	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	25	83,33%	
2.3 Fidelidade de Clientes	0	0	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	15	50,00%	
2.4 Nome de Companhia	0	0	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	23	76,67%	
2.5 Canal de Distribuição	0	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	25	83,33%	
2.6 Colaboração dos Negócios	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	29	96,67%	
2.7 Acordo Licenciado	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	6	20,00%	
2.8 Contrato Favorável	0	1	1	1	0	0	0	1	0	0	1	10	0	17	56,67%	
2.9 Acordo de <i>Franchising</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3,33%	
3 Competência dos funcionários																
3.1 <i>Know-how</i>	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	23,33%	
3.2 Educação	0	0	1	0	1	0	0	1	0	1	1	1	1	20	66,67%	

3.3 Qualificação Vocacional	0	0	1	1	1	0	1	1	0	1	1	1	1	23	76,67%
3.4 Conhecimento Relacionado ao Trabalho	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10	33,33%
3.5 Competências Relacionadas ao Trabalho	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	6	20,00%
3.6 Espírito Empreendedor	0	0	1	1	0	0	1	1	0	0	1	0	0	10	33,33%
Total	0	7	20	15	15	9	10	15	2	11	15	15	5	354	49,17%

Quadro 9: Frequência de divulgação de informações sobre Capital Intelectual – Empresas 18 a 30 e totalização quadros 8 e 9.

Fonte: Dados da pesquisa.

Analisando-se os quadros 8 e 9, percebe-se que a frequência de divulgação de informações sobre Capital Intelectual, nas empresas da amostra no ano de 2007, é de 49,17%, ou seja, do total de 720 evidenciações que poderiam ocorrer, constata-se a ocorrência de 354, o que significa que praticamente a metade dos itens não foram evidenciados nas empresas pesquisadas.

De forma geral, percebe-se que apenas 3,33% das empresas da amostra não publicaram nenhuma informação sobre seu Capital Intelectual. O grande destaque entre as empresas que divulgaram informações sobre Capital Intelectual fica para a Petrobras que divulgou informações sobre 83% dos itens de Capital Intelectual pesquisados, já a Gerdau divulgou informações sobre apenas 8% dos itens pesquisados. Isso demonstra que há, por parte das empresas brasileiras, alguma preocupação em evidenciar aos seus acionistas e ao mercado em geral informações sobre seu capital que proporciona ganhos de produtividade e serve como diferencial competitivo em um mercado em que a concorrência é cada vez mais acirrada.

No Gráfico 7, apresentado a seguir, demonstra-se a frequência de divulgação dos itens de Capital Intelectual, para melhor visualização.

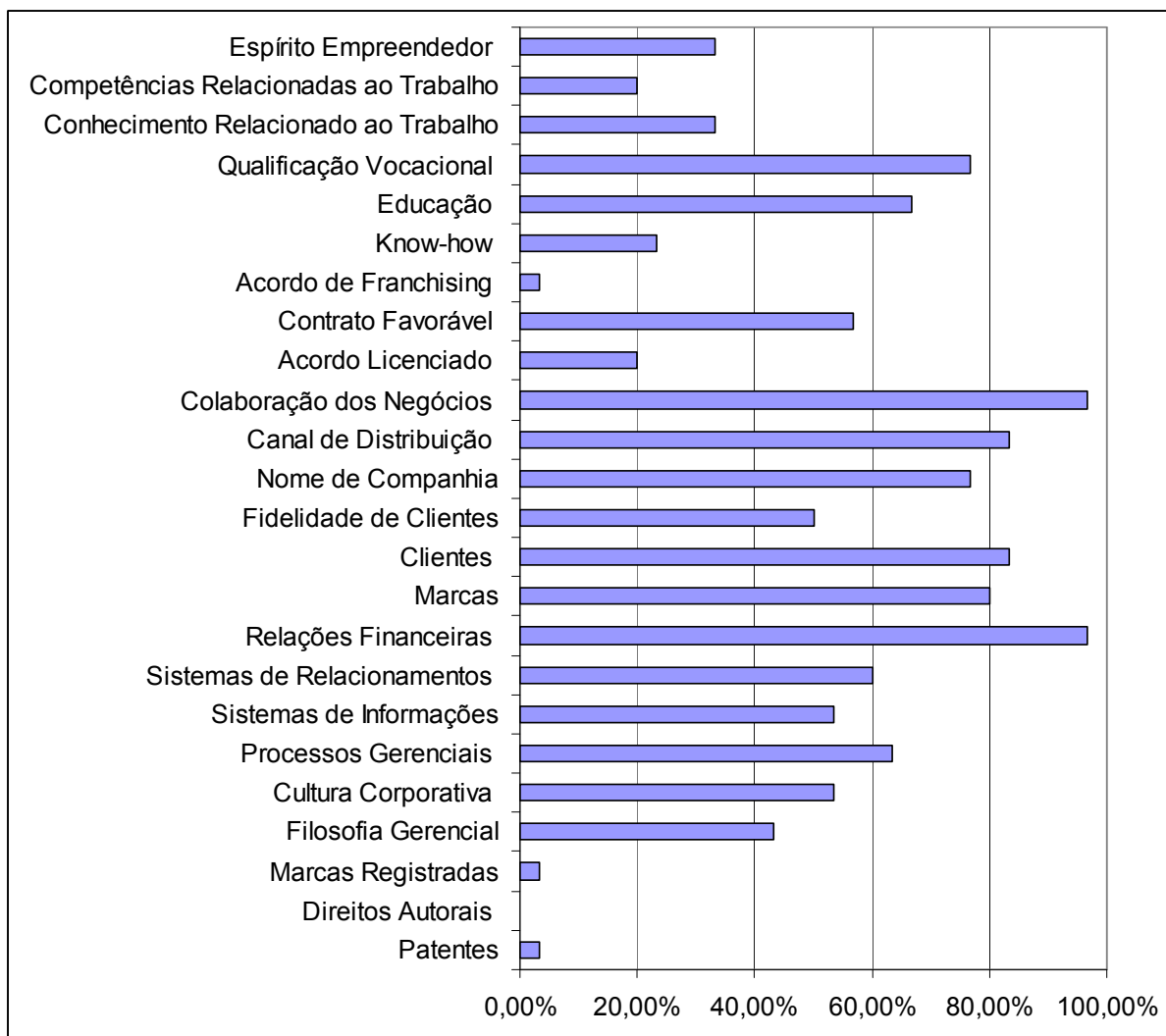


Gráfico 7: Frequência de evidenciação dos itens de Capital Intelectual.

Fonte: Dados da pesquisa.

Analisando-se o Gráfico 7, percebe-se que os itens de Capital Intelectual mais destacados pelas empresas da amostra foram as relações financeiras e a colaboração dos negócios, citados por 96,67% das empresas pesquisadas, enquanto que direitos autorais não foi citado por nenhuma das empresas.

A categoria de Capital Intelectual mais representativa nas empresas pesquisadas é o capital externo, que apresenta frequência de divulgação de 46,61%. A segunda categoria mais representativa é o capital interno representando 31,92% dos itens evidenciados enquanto que a competência dos funcionários representa 21,47% do total de itens de Capital Intelectual evidenciados, como percebe-se no Gráfico 8.

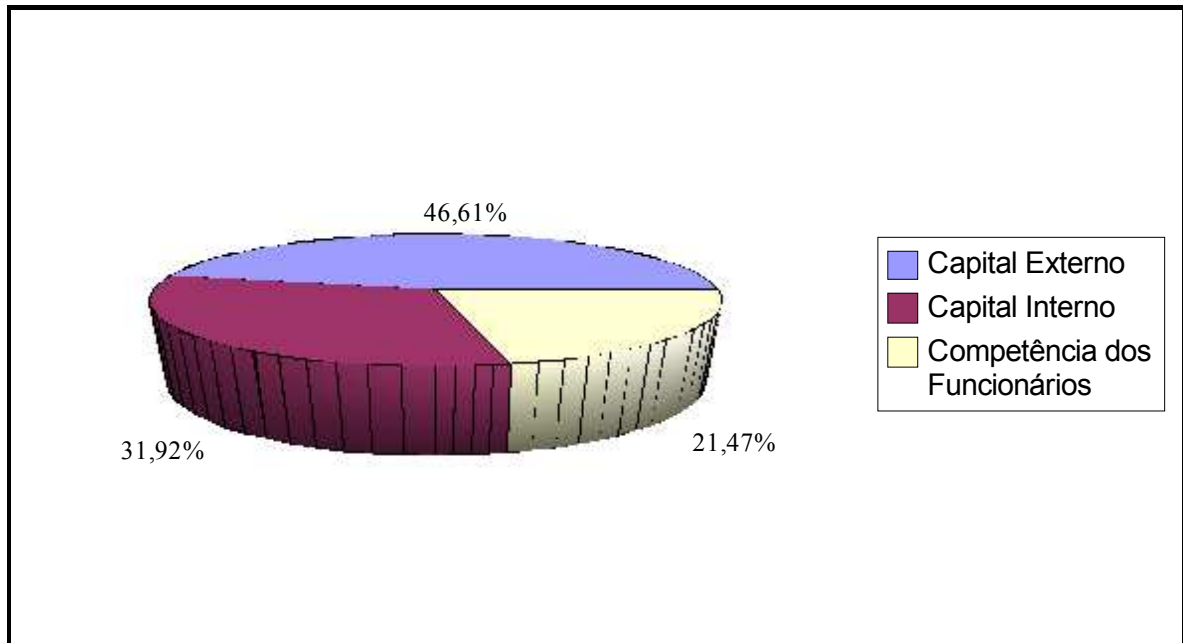


Gráfico 8: Freqüência de divulgação de cada categoria de Capital Intelectual.

Fonte: Dados da pesquisa.

Nos três setores que possuem cinco ou mais empresas na amostra (bancário, energia elétrica e telecomunicações), 100% das empresas divulgaram alguma informação sobre seu Capital Intelectual.

No Gráfico 9, percebe-se que, no setor bancário, o Banco Bradesco foi o que mais divulgou informações sobre Capital Intelectual, destacando 79% dos itens da pesquisa. Já o Unibanco *Holdings* destacou apenas 8% dos itens. Os itens mais destacados foram as relações financeiras e a colaboração dos negócios, citados por 100% das empresas do setor, enquanto que nenhuma empresa citou patentes, direitos autorais, marcas registradas e acordo de *franchising*.

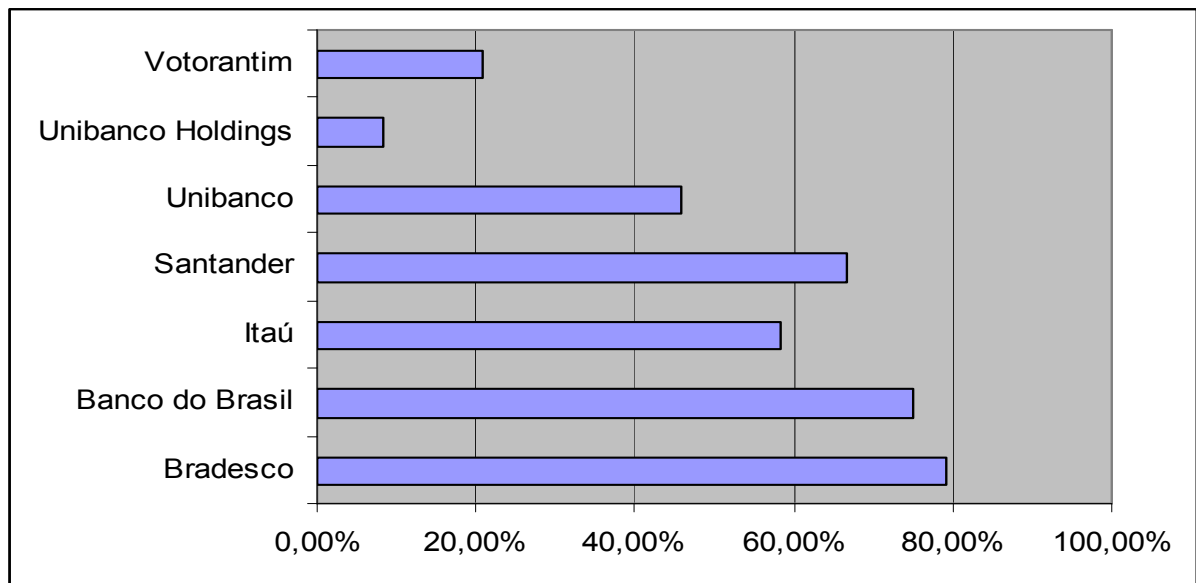


Gráfico 9: Frequência de divulgação de informações sobre Capital Intelectual no setor Bancário.

Fonte: Dados da pesquisa.

No setor de energia elétrica, conforme se percebe no Gráfico 10, o destaque fica para a CEMIG, que publicou informações sobre 75% dos itens pesquisados, enquanto que a Neoenergia destacou apenas 29% dos itens. 100% das empresas do setor destacaram sistemas de relacionamentos, relações financeiras, clientes, canais de distribuição, colaboração dos negócios e contratos favoráveis, enquanto que nenhuma delas citou patentes, direitos autorais, marcas registradas, acordo licenciado, acordo de *franchising*.

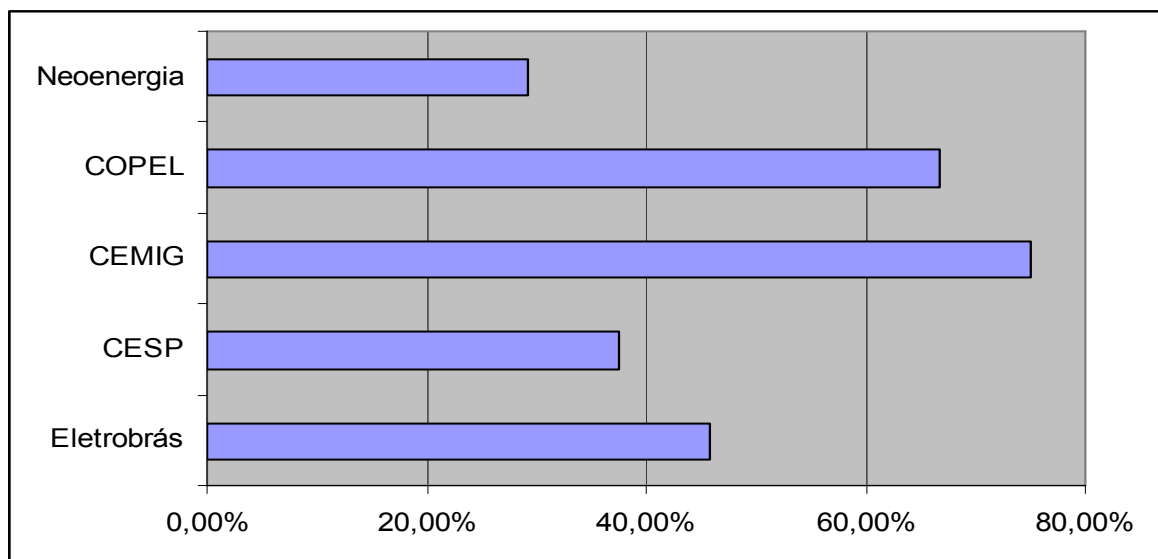


Gráfico 10: Frequência de divulgação de informações sobre Capital Intelectual no setor Elétrico.

Fonte: Dados da pesquisa

No setor de telecomunicações, por sua vez, a Tele Norte Leste Participações, a Telesp,

a Tim e a Vivo destacaram 63% dos itens de Capital Intelectual pesquisados, enquanto a Telefônica destacou 38% dos itens pesquisados, como se percebe no Gráfico 11. Os itens de Capital Intelectual mais citados pelas empresas desse setor foram as relações financeiras, as marcas, os clientes, o nome da companhia, os canais de distribuição e a colaboração dos negócios, destacados por 100% das empresas, já patentes, direitos autorais, marcas registradas, acordo de *franchising*, *know how* e competências relacionadas ao trabalho não foram citados pelas empresas desse setor.

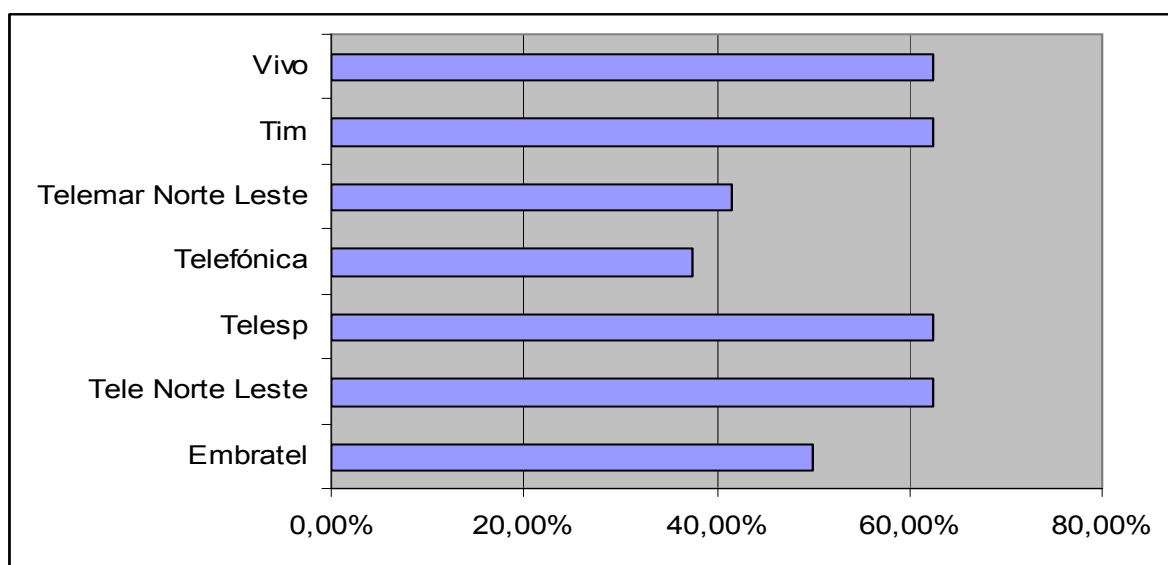


Gráfico 11: Frequência de divulgação de informações sobre Capital Intelectual no setor de Telecomunicações.

Fonte: Dados da pesquisa

4.5 Análise das informações sobre Capital Intelectual por categoria

A seguir, apresenta-se uma análise das informações sobre Capital Intelectual publicadas pelas empresas pesquisadas, de acordo com a categoria proposta na classificação de Sveiby.

4.5.1 Capital Interno

Com relação ao capital interno das organizações, constituído pelos recursos de propriedade intelectual e de infra-estrutura, apenas 3,33% das empresas não divulgaram nenhuma informação a respeito desse item de Capital Intelectual em seus RAs. Dentre os itens que compõem o capital interno, apenas 6,67% das empresas divulgaram informações a

respeito de propriedade intelectual, destacando os subitens, patentes e marcas registradas. Por outro lado, com relação aos recursos de infra-estrutura, apenas 3,33% das empresas não divulgaram nenhuma informação.

O subitem de capital interno mais destacado pelas empresas da amostra, como percebe-se no Gráfico 12, foram as relações financeiras, citadas por 96,67% das empresas pesquisadas, enquanto que nenhuma empresa destacou em seus RAs informações a respeito de direitos autorais.

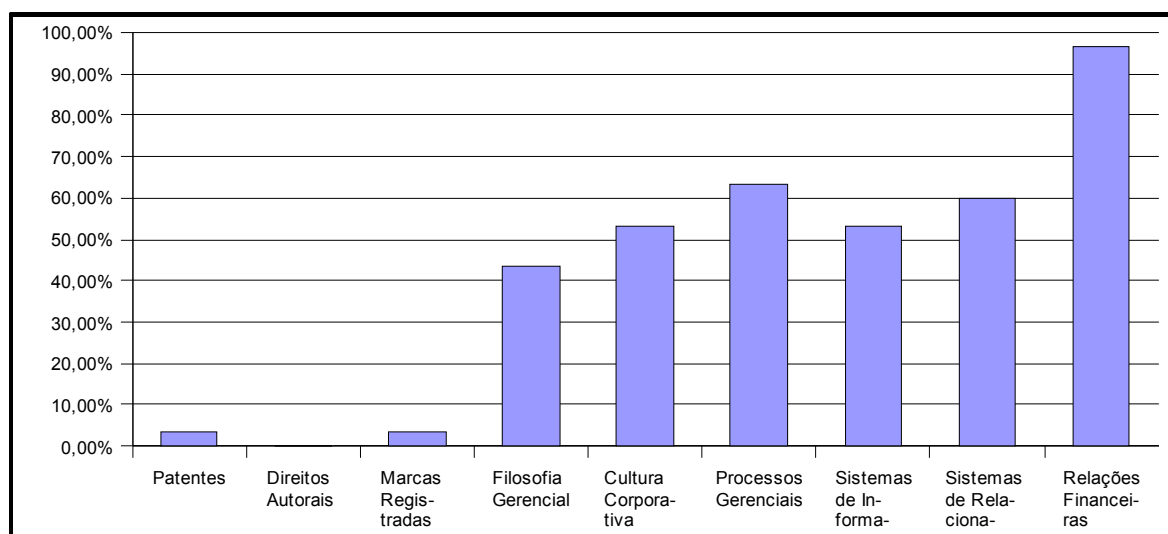


Gráfico 12: Frequência de evidenciação de informações sobre Capital Interno.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Nos setores bancário, de energia elétrica e de telecomunicações, nenhuma empresa divulgou informações sobre o item propriedade intelectual, enquanto que 100% das empresas divulgaram alguma informação sobre seus recursos de infra-estrutura.

No setor bancário, houve uma frequência de evidenciação igual a 62% dos subitens de recursos de infra-estrutura nos RAs das empresas desse setor. As empresas que mais destacaram seus recursos de infra-estrutura foram o Bradesco e o Banco do Brasil, tendo citado 100% dos subitens desse tópico, enquanto que o Unibanco *Holdings* destacou apenas 17% dos subitens desse tópico. O subitem mais destacado pelas empresas do setor bancário foram as relações financeiras, citado por 100% das empresas, enquanto que a filosofia gerencial e sistemas de informação foram destacados por 43% das empresas do setor.

No setor de energia elétrica, a frequência de evidenciação dos subitens de recursos de infra-estrutura nos RAs foi de 70%. As empresas que mais destacaram os recursos de infra-estrutura foram a CEMIG e a COPEL, que citaram 100% dos subitens deste tópico, enquanto que a Neoenergia citou apenas 33%. Os subitens mais destacados pelas empresas do setor

elétrico foram os sistemas de relacionamentos as relações financeiras, citado por 80% das empresas, enquanto que a filosofia gerencial e a cultura corporativa foram citadas por 40% das empresas do setor.

Já no setor de telecomunicações, a frequência de evidenciação dos recursos de infraestrutura foi de 74%. O subitem mais destacado pelas empresas deste setor foram suas relações financeiras, citadas por 100% das empresas do setor, e os menos destacados foram a filosofia gerencial e a cultura corporativa destacadas por 57% das empresas. As empresas que mais destacaram informações sobre seus recursos de infra-estrutura foram a Tele Norte Leste Participações, a Telesp e a Vivo, que destacaram 100% dos subitens pesquisados, enquanto que a *Telefônica* destacou apenas 33% dos subitens analisados.

4.5.2 Capital Externo

No que tange à divulgação de informações sobre o capital externo, verifica-se no Gráfico 13, que apenas 3,33% das empresas analisadas não publicaram nenhuma informação sobre este item de Capital Intelectual. O subitem de capital externo mais destacado pelas empresas foi a colaboração dos negócios, citada por 96,67% das empresas da amostra. Por outro lado, o acordo de *franchising* foi citado por apenas 3,33% das empresas. As empresas que mais destacaram itens do capital externo foram o Bradesco, a Petrobras e a Tim, que citaram em seus RAs 89% dos itens de Capital Intelectual que compõem o capital externo, enquanto que a Litel Participações não citou nenhum dos itens analisados.

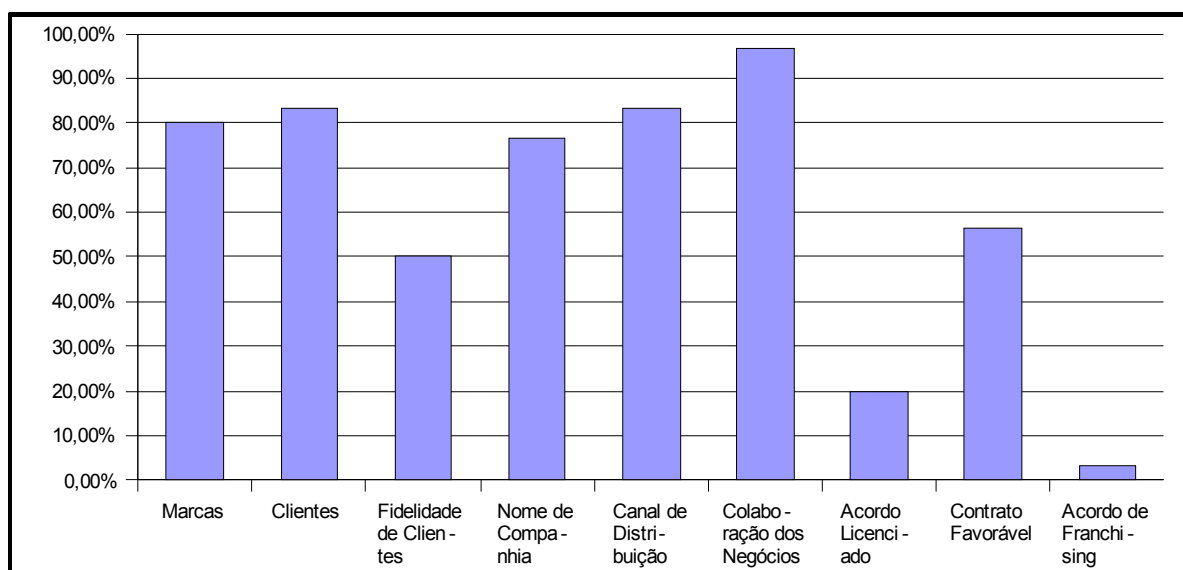


Gráfico 13: Frequência de evidenciação de informações sobre Capital Externo.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Nos setores bancário, de energia elétrica e de telecomunicações, 100% das empresas publicaram informações sobre capital externo.

No setor bancário, o item mais citado foi a colaboração dos negócios, destacado por 100% das empresas da amostra. Enquanto que acordo de *franchising* não foi citado por nenhuma das empresas. A frequência de evidenciação do capital externo pelas empresas do setor bancário foi de 59% dos itens. A empresa do setor que mais destacou capital externo foi o Bradesco que evidenciou 89% dos itens, enquanto que Unibanco *Holdings* e Votorantim Finanças evidenciaram apenas 11%.

Já no setor de energia elétrica, os itens mais citados foram clientes, canais de distribuição, colaboração dos negócios e contratos favoráveis, destacados por 100% das empresas pesquisadas. Por outro lado, nenhuma empresa do setor destacou os itens acordo licenciado e acordo de *franchising*. A empresa que mais destacou o capital externo foi a COPEL, que citou 78% dos itens do capital externo, enquanto que a CESP citou apenas 44% desses itens. A frequência de divulgação dos itens de capital externo no setor de energia elétrica foi 62%.

No setor de telecomunicações, 100% das empresas da amostra destacaram suas marcas, seus clientes, o nome da companhia, seus canais de distribuição e a colaboração de seus negócios. Da mesma forma que no setor bancário, no setor de telecomunicações nenhuma empresa destacou o item acordo de *franchising*. A empresa que mais destacou o capital externo foi a Tim, que citou 89% dos itens pesquisados, enquanto que Embratel destacou 56% desses itens. A frequência de evidenciação dos itens de capital externo pelas empresas do setor de telecomunicações foi de 73%.

4.5.3 Competência dos funcionários

Com relação à competência dos funcionários, 17% das empresas não destacaram nenhum item, o que significa que esse foi o componente de Capital Intelectual que menos empresas da amostra abordaram. Nesse sentido, o subitem mais destacado, conforme observa-se no Gráfico 14, foi a qualificação vocacional, citado por 76,67% das empresas analisadas, enquanto que o menos citado foi competências relacionadas ao trabalho, destacado por apenas 20,00% das empresas da amostra. As empresas que mais destacaram itens relacionados à competência de seus funcionários foram a CEMIG e a Petrobras, que citaram 100% dos itens. Já a Gerdau, a Litel, a Neoenergia, a *Telefônica* e o Unibanco *Holdings* não citaram nenhum

desses itens.

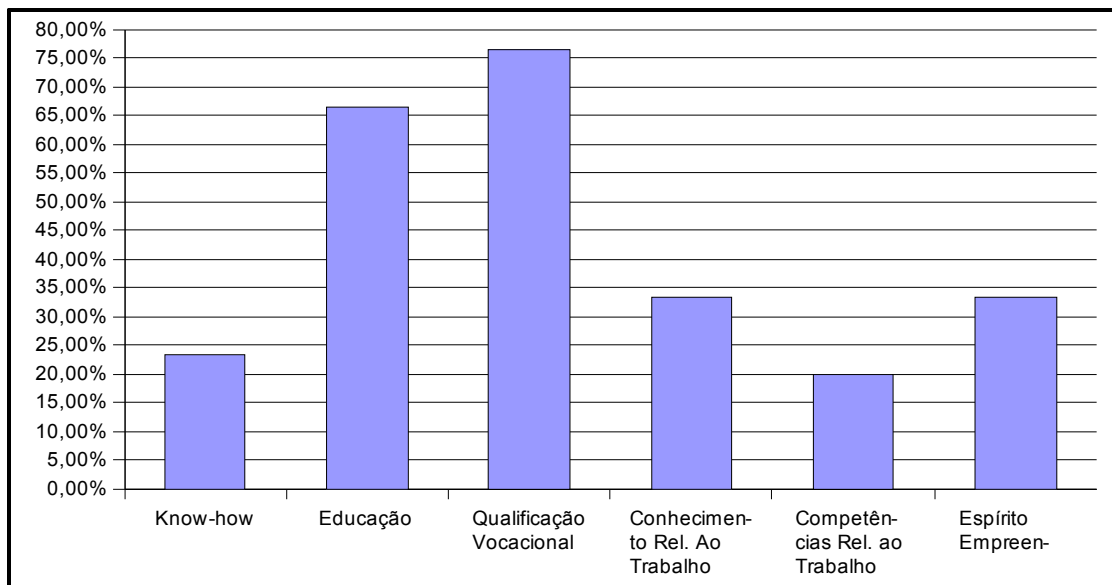


Gráfico 14: Frequência de evidência de informações sobre Competência dos Funcionários.

Fonte: Dados da Pesquisa.

No setor bancário, 86% das empresas destacaram itens relacionados à competência dos funcionários, com destaque para a qualificação vocacional, citada por 100% das empresas que divulgaram informações sobre a competência dos funcionários; por outro lado, apenas 29% das empresas destacaram competências relacionadas ao trabalho e espírito empreendedor. As empresas que mais citaram itens da competência dos funcionários foram o Bradesco, o Banco do Brasil e o Santander que destacaram 83% desses itens, enquanto que o Unibanco *Holdings* não citou nenhum deles. A frequência de divulgação de informações a respeito dos itens que compõem a competência dos funcionários no setor bancário foi de 52%.

No setor de energia elétrica, 80% das empresas da amostra divulgaram informações a respeito da competência dos funcionários, com destaque para a educação, citada por 100% das empresas que divulgaram informações sobre competência dos funcionários. Já *know how*, competências relacionadas ao trabalho e espírito empreendedor foram destacados por apenas 20% das empresas do setor elétrico. A empresa que se destacou neste item foi a CEMIG, que pontuou 100% dos itens relacionados à competência dos funcionários, enquanto que a Neoenergia não destacou nenhum desses itens. A frequência de divulgação dos itens de competência dos funcionários no setor de energia elétrica foi de 40%.

Já no setor de telecomunicações, 86% das empresas citaram algum item relacionado à competência dos funcionários. A frequência de divulgação de informações a respeito da competência dos funcionários no setor de telecomunicações foi de apenas 33% dos itens.

Todas as empresas do setor que evidenciaram informações sobre competência dos funcionários destacaram a qualificação vocacional, enquanto que nenhuma empresa evidenciou informações sobre *know how* e competências relacionadas ao trabalho. As empresas que mais citaram itens desse componente do Capital Intelectual foram a Embratel e a Tim que destacaram 50% desses itens, enquanto que a *Telefónica* não citou nenhum deles.

4.6 Comparação com os resultados de pesquisas anteriores

Comparando-se os resultados obtidos nesta pesquisa com as outras pesquisas apresentadas anteriormente, constata-se que as empresas têm se preocupado cada vez mais em evidenciar ao mercado os seus itens de Capital Intelectual, embora não se tenha utilizado as mesmas empresas nas amostras.

Percebe-se que tem havido evolução desde as pesquisas Larrán e Giner (2001) e Sierra e Rojo (2002), que constataram que a divulgação de informações sobre Capital Intelectual era baixa. Em pesquisas mais recentes, como as de Ensslin e Carvalho (2007) e Carvalho, Ensslin e Igarashi (2006), percebe-se maiores índices de evidenciação, já com maior destaque para o capital externo, como se constata também nesta pesquisa, embora outras pesquisas, como a de Amaral (2008) e a de Reina, Vicente e Ensslin (2008), tenham constatado a competência dos funcionários como a categoria mais representativa.

Nota-se, então, que as empresas têm procurado demonstrar ao mercado os mais variados itens de Capital Intelectual, porém as categorias mais destacadas variam, muito conforme a empresa pesquisada. Portanto, podem ocorrer variações nas categorias mais representativas de acordo com a amostra analisada em cada pesquisa.

4.7 Informações sobre Capital Intelectual *versus* variação entre Valor Contábil e Valor de Mercado

A seguir, apresenta-se a análise comparativa dos dados levantados durante esta pesquisa, com a finalidade de responder ao objetivo principal deste trabalho, qual seja, a influência da divulgação de informações sobre Capital Intelectual na variação entre Valor Contábil e Valor de Mercado nas empresas da amostra estudada.

Dessa análise, foram excluídas as empresas BNDES Participações, Litel Participações, Neoenergia, *Telefónica*, Unibanco *Holdings* e Votorantim Finanças, pois são empresas que não possuem ações negociadas no mercado à vista da BM&FBOVESPA e, portanto, não é

possível calcular seu Valor de Mercado conforme a metodologia adotada neste trabalho.

Pelos dados apresentados no Quadro 10, percebe-se que a variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil das empresas da amostra fica entre 32,42% na Eletrobrás e 604,29% no Unibanco, enquanto que o percentual de itens de Capital Intelectual, citados em seus RAs, fica entre 8% na Gerdau a 83% na Petrobras.

EMPRESA	VM/VC	%CI
Unibanco União Bancos Bras SA	604,29%	46%
Companhia Siderúrgica Nacional	534,25%	54%
Banco Itaú <i> Holding</i> Financeira S.A.	461,30%	58%
Companhia de Bebidas das Américas-AMBEV	454,60%	54%
CIA Vale do Rio Doce	430,03%	33%
Banco Bradesco S.A.	378,70%	79%
Banco Santander S.A.	343,94%	67%
Petróleo Brasileiro S.A - Petrobras	340,62%	83%
Banco do Brasil S.A.	317,38%	75%
Gerdau S.A.	301,49%	8%
Itaúsa – Investimentos Itaú S.A.	264,33%	42%
Telecomunicações de São Paulo S/A - Telesp	230,83%	63%
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A	217,62%	63%
CIA Energética de Minas Gerais - CEMIG	188,35%	75%
Tim Participações S.A.	183,09%	63%
Vivo Participações S/A	163,04%	63%
CESP Companhia Energética de São Paulo	137,76%	38%
Embratel Participações S.A.	126,19%	50%
Telemar Norte Leste S/A	115,32%	42%
Braskem S.A.	108,27%	71%
CIA. Paranaense de Energia - COPEL	101,35%	67%
CIA Saneamento Básico Estado de São Paulo	95,78%	63%
Tele Norte Leste Participações S.A.	48,90%	63%
Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	32,42%	46%

Quadro 10: Quadro comparativo da variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil e % percentual de evidenciação de elementos de Capital Intelectual.

Fonte: Dados da pesquisa.

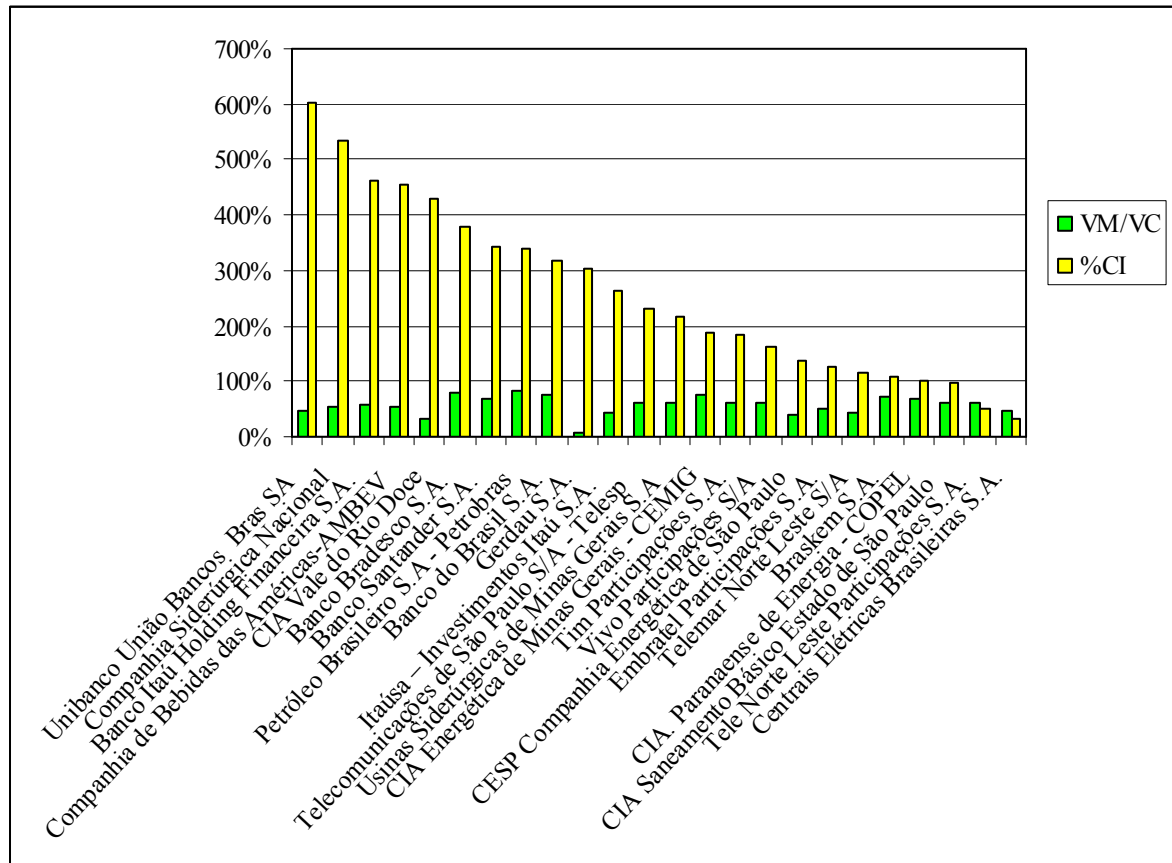


Gráfico 15: Comparativo da variação entre VM e VC e percentual de evidenciação de CI.

Fonte: Elaboração própria.

Diante dos dados levantados na pesquisa e representados nos Gráficos 15, 16 e 17, constata-se que os investidores não consideram somente as informações sobre Capital Intelectual, publicadas nos RAs, para tomada de decisões de investimentos nas empresas da amostra estudada, como podemos verificar no caso da Gerdau, que publicou informações sobre apenas 8% dos itens de Capital Intelectual em seu RA, porém apresenta uma valorização de mercado de mais de 300% de seu patrimônio líquido, enquanto a Eletrobrás, que evidenciou 46% dos itens de Capital Intelectual, apresentou variação de apenas 32,42%.

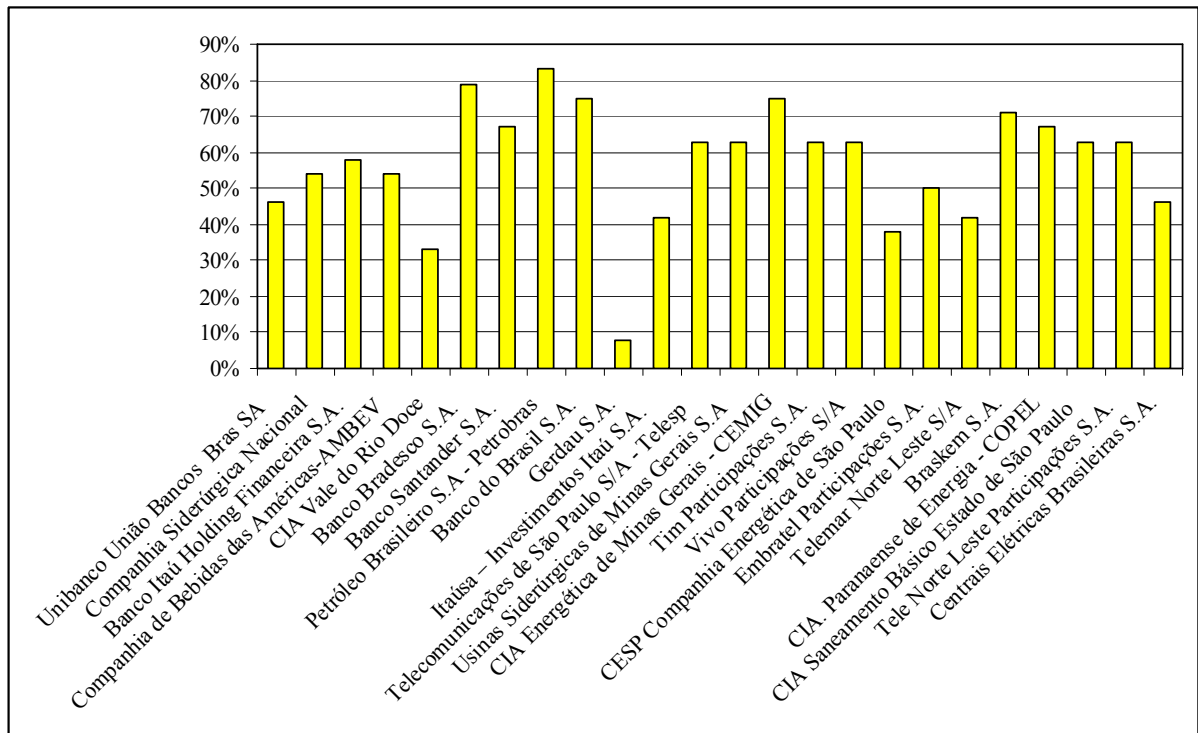


Gráfico 16: Variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil.

Fonte: Elaboração própria.

Em análise setorializada, também se constata que não há uma ordem seqüencial na variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil comparativamente com o percentual de itens de Capital Intelectual evidenciados pelas empresas.

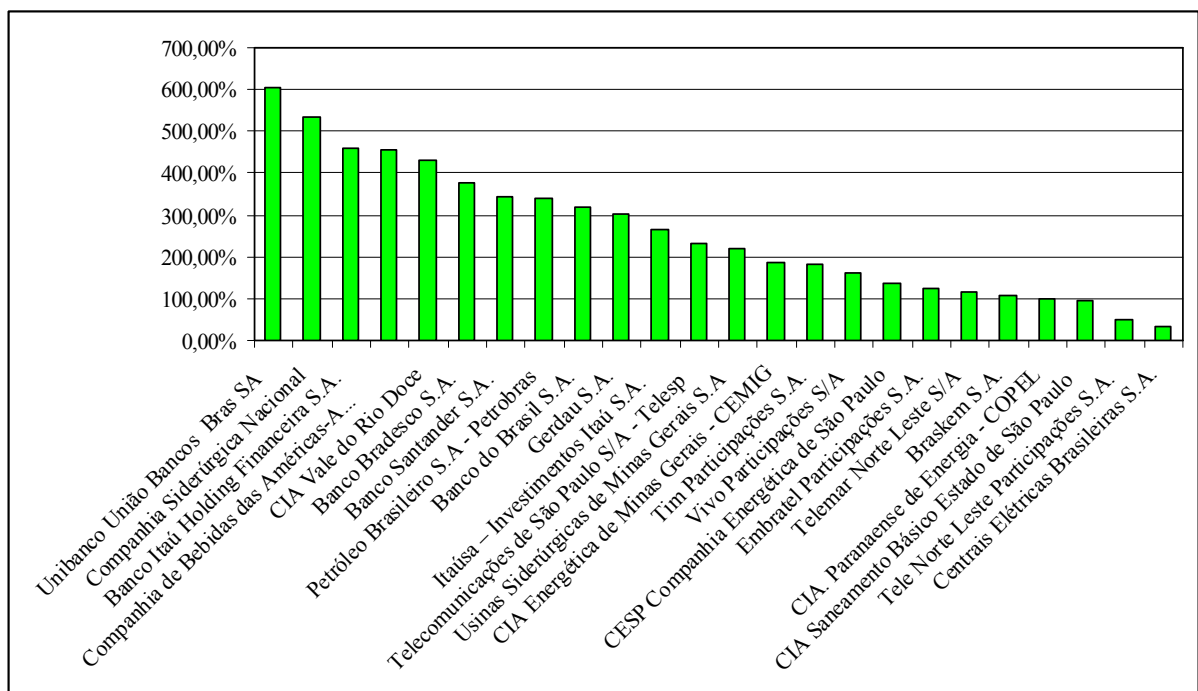


Gráfico 17: Percentual de evidência de Capital Intelectual.

Fonte: Elaboração própria.

No setor bancário, o Unibanco foi a empresa da amostra final que menos evidenciou elementos de Capital Intelectual, porém foi a que apresentou a maior variação entre os Valores de Mercado e Contábil; por outro lado, o Banco do Brasil foi a segunda empresa do setor que mais evidenciou elementos de Capital Intelectual e a que apresentou a menor variação do setor, apresentando valor muito próximo da variação do Bradesco, que foi a empresa que mais evidenciou elementos de Capital Intelectual no setor, e bem abaixo da variação apresentada pelo Unibanco.

O mesmo observa-se no setor elétrico, embora a CEMIG tenha apresentado a maior variação entre os Valores de Mercado e Contábil e o maior índice de evidenciação de elementos de Capital Intelectual. Empresas com percentuais de evidenciação abaixo de outras apresentaram variação superior, como, por exemplo, a CESP que evidenciou 38% dos elementos de Capital Intelectual e apresentou variação de 137,76%, e a COPEL que evidenciou 67% dos itens e apresentou variação de 101,35%.

No setor de telecomunicações, percebe-se que empresas com mesmo percentual de evidenciação de elementos de Capital Intelectual apresentaram variações bem diferentes, como a Telesp e Tele Norte Leste Participações, que evidenciaram 63% dos elementos de Capital Intelectual, porém a primeira apresentou variação entre os Valores de Mercado e Contábil de 230,83%, enquanto a segunda apresentou variação de apenas 48,90%.

Quando se parte da variação entre Valor de Mercado e Valor Contábil comparativamente com o percentual de itens de Capital Intelectual evidenciados, também se constata que não há relação direta entre essas variáveis no mercado de capitais, como se observa na variação apresentada pelo Unibanco de 604,29% e pela Eletrobrás de apenas 32,42%, sendo que ambos evidenciaram o mesmo percentual de itens de Capital Intelectual, seja 46%.

5 CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA FUTUROS TRABALHOS

Neste capítulo, são apresentadas as considerações finais da pesquisa, a opinião do pesquisador e as recomendações para futuros trabalhos.

5.1 Considerações Finais

O objetivo geral desta pesquisa foi verificar se a divulgação de informações sobre Capital Intelectual influencia nas diferenças observadas entre Valor de Mercado e Valor Contábil nas 30 maiores empresas em patrimônio líquido listadas na BM&FBOVESPA.

Partiu-se do conceito de Sveiby (1998) de que o Capital Intelectual é formado pelos ativos invisíveis da organização e considerou-se que a diferença entre Valor de Mercado e Valor Contábil é formada por ativos invisíveis, sendo, portanto, originada pela presença de Ativos Intangíveis na empresa.

A partir destas idéias, procurou-se verificar se o mercado realmente considera as informações sobre Capital Intelectual divulgadas nos RAs das empresas, quando da publicação das Demonstrações Contábeis Anuais, para a determinação do Valor de Mercado das ações destas empresas. Foram coletadas as informações publicadas pelas empresas componentes da amostra estudada e comparadas com as diferenças percebidas entre seus Valores de Mercado e Contábil.

Com essas comparações, verificou-se que os investidores da BM&FBOVESPA não consideram a divulgação de informações sobre Capital Intelectual como fator determinante na formação do Valor de Mercado de uma empresa, o que sugere que a diferença entre Valor de Mercado e Valor Contábil das empresas analisadas não segue de forma rígida nenhum parâmetro que possa colocar a divulgação de informações sobre Capital Intelectual como um fator preponderante na determinação do Valor de Mercado dessas empresas. Acredita-se que um dos principais fatores que faz com que a divulgação de informações sobre Capital Intelectual não seja considerada relevante na determinação do Valor de Mercado de uma empresa é a não-obrigatoriedade da divulgação dessas informações por parte das empresas. Isso que faz com que as empresas deixem de publicar esses dados, ou não os publiquem de forma adequada ou com a clareza necessária à percepção dos investidores, o que foi constatado durante a realização desta pesquisa. As empresas divulgam dados sobre o seu Capital Intelectual como informações dispersas em diversos itens de seus RAs.

Dessa forma, percebeu-se que, de acordo com os dados coletados nas empresas analisadas, o mercado brasileiro não tem considerado a divulgação de informações sobre Capital Intelectual como fator relevante para a definição do Valor de Mercado de uma companhia. Isso nos faz pensar no conceito apresentado por Sveiby (1998) e adotado por este autor para a elaboração deste trabalho: o de que o Capital Intelectual é formado pelos ativos invisíveis originados no pessoal que trabalha na organização. Ora, se o Valor de Mercado de uma empresa é maior que o valor líquido de seus ativos visíveis, essa diferença deve ser formada pelos ativos invisíveis da organização; por isso, a importância de sua divulgação para que o investidor tenha alguma noção dos valores agregados que a empresa está lhe oferecendo, além do patrimônio visível.

Esta conclusão é válida tanto quando consideramos a amostra de forma geral, quanto quando a analisamos de forma setorializada, ou seja, se as empresas estudadas forem comparadas apenas com empresas do seu setor chegar-se-á a um resultado semelhante ao da análise que considera todas as empresas da amostra independentemente de seu setor de atuação.

Em complemento ao objetivo geral, esta pesquisa apresenta quatro objetivos específicos. Todos eles foram atingidos.

Para atingir o objetivo específico – verificar se as empresas da amostra divulgam informações sobre Capital Intelectual – realizou-se a leitura dos RAs para identificação dos itens de Capital Intelectual segundo classificação proposta por Sveiby (1998), utilizando-se a metodologia de Guthrie *et al.* Nos Quadros 8 e 9, foram apresentados os dados referentes à evidência de dados sobre Capital Intelectual pelas empresas da amostra.

Quanto ao objetivo específico – analisar as informações sobre Capital Intelectual divulgadas de forma setorializada para aqueles setores que possuem cinco ou mais empresas na amostra – na seção 4, subitens 4.4, 4.5.1, 4.5.2 e 4.5.3, foram analisadas as informações sobre Capital Intelectual destacadas nos Quadros 8 e 9 para os setores bancário, de energia elétrica e de telecomunicações. Constatou-se que 100% das empresas desses setores divulgaram alguma informação sobre seu Capital Intelectual. Os itens mais evidenciados por essas empresas foram as relações financeiras e a colaboração dos negócios.

Quanto ao objetivo específico – verificar se as empresas que divulgam mais informações sobre seu Capital Intelectual, são as que apresentam maiores diferenças entre o seu Valor de Mercado e o seu Valor Contábil – no subitem 4.6 e no Quadro 10, apresentou-se um comparativo entre as variações entre Valor Contábil e Valor de Mercado e o percentual de informações sobre Capital Intelectual divulgadas pelas empresas da amostra. Verificou-se que

não há relação direta entre a divulgação de informações sobre Capital Intelectual e a variação entre Valor Contábil e Valor de Mercado das empresas da amostra. Percebeu-se que algumas empresas que divulgaram menos informações sobre Capital Intelectual apresentaram maior variação entre Valor Contábil e Valor de Mercado, enquanto outras que divulgaram mais informações apresentaram uma variação menor.

Por fim, o quarto objetivo específico – verificar quais itens de Capital Intelectual são mais destacados pelas empresas que divulgam estas informações – no subitem 4.5, apresentou-se a análise dos Quadros 8 e 9, constatando-se que os itens de Capital Intelectual mais destacados pelas empresas da amostra foram as relações financeiras e a colaboração dos negócios, citados por 96,67% das empresas.

5.2 Opinião do Autor

Em um momento de grandes transformações econômicas, quando grandes empresas procuram firmar parcerias estratégicas para obterem ganhos de produtividade, de mercado e principalmente aumentarem sua lucratividade e atratividade para os investidores, a evidenciação ao mercado das informações sobre Capital Intelectual deve ser encarada pelas organizações como um fator importante para a geração de valor à companhia.

Observou-se que algumas empresas publicaram RAs excessivamente resumidos, o que dificultou uma análise mais completa e a geração de conhecimento mais aprofundado da situação econômico-financeira e patrimonial das empresas.

Ainda, percebeu-se que a maioria das empresas da amostra priorizou a divulgação de informações referentes ao seu desempenho operacional em seus RAs, o que é compreensível, haja vista o RA ser um relatório mais flexível, ou seja, não possui nenhuma norma que discipline sua estrutura ou as informações que devem ser apresentadas.

Também se notou que grande parte das empresas abre seus RAs contextualizando a situação geral do mercado e do setor em que atua, além de introduzir os principais pontos que influenciaram os resultados do período. Essa política de divulgação de informações gerais da situação do mercado é importante para os investidores, porém muitas vezes isso pode ser utilizado para justificar eventuais resultados insatisfatórios, o que acaba sendo prejudicial, principalmente para investidores menos conhecedores do mercado.

Outro fator importante a se destacar é a forma dispersa com que os dados sobre Capital Intelectual são apresentados nos RAs. Essa condição faz com que a busca por estas informações seja bastante complexa e, por esse motivo, demanda muito tempo por parte dos

usuários, seja ele pesquisador, investidor ou simplesmente alguém interessado em conhecer melhor as empresas.

O autor entende que, como ainda não existe um modelo de demonstrativo para o Capital Intelectual, as empresas deveriam procurar divulgar essas informações da forma mais completa e uniformizada possível, oferecendo aos investidores ferramentas para analisar com maior profundidade esses dados e propiciar um alinhamento na proporção das diferenças entre Valor de Mercado e Valor Contábil com a evidenciação de dados sobre Capital Intelectual.

Com informações sobre Capital Intelectual divulgadas de forma mais homogênea e clara, os investidores perceberão de forma mais contundente as diferenças existentes entre as companhias nas quais pretendem investir e poderão tomar decisões mais seguras e próximas da realidade do mercado. Assim, não teremos empresas com o valor de seu capital invisível supervalorizado ou subvalorizado.

5.3 Recomendações para Futuros Trabalhos

Como sugestões para novos estudos, indicam-se:

- pesquisas com amostras maiores;
- estudos que considerem outras variáveis que influenciam na determinação do Valor de Mercado, que podem determinar um peso para o Capital Intelectual nas diferenças existentes entre Valor de Mercado e Valor Contábil;
- pesquisas junto a corretores da Bolsa e investidores, para se obter a percepção destes quanto à influência do Capital Intelectual no Valor de Mercado das ações.

REFERÊNCIAS

AMARAL, Marisa Natalina Gesser do. Evidenciação Voluntária do Capital Intelectual nos Maiores Bancos do Brasil: um Estudo nos Relatórios Anuais dos Anos de 2006 e 2007. Monografia (Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

ANTUNES, Maria Thereza Pompa; MARTINS, Eliseu. O Capital Intelectual integra o Goodwill. Manual de Procedimentos IOB, Fascículo 09, Fev/2008.

_____. Capital Intelectual: seu Entendimento e seus Impactos no Desempenho de Grandes Empresas Brasileiras. Base – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos. São Leopoldo, RS, n.4, p. 5-21, jan/abr. 2007.

ANTUNES, Maria Thereza Pompa, LEITE, Rafael Soares, GUERRA, Luis Francisco. Divulgação das Informações sobre Ativos Intangíveis e sua utilidade para avaliação de Investimentos: um estudo exploratório baseado na percepção dos analistas de investimentos. 7º Congresso USP Controladoria e Contabilidade. São Paulo, 2007.

BEUREN, I.M.. Trajetória da construção de um trabalho monográfico em contabilidade. In: BEUREN, I.M., (Org.) et al. Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e pratica. São Paulo, Atlas, 2006.

BEUREN, I.M., RAUPP, F.M. Metodologia da pesquisa aplicada às Ciências Sociais. In: BEUREN, I.M., (Org.) et al. Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e pratica. São Paulo, Atlas, 2006.

BOLETIM-IOB. Goodwill (Fundo de Comércio) – Um campo fértil para o avanço da Contabilidade. Manual de Procedimentos IOB, Fascículo 10, Mar/2008.

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 2 jun. 2008.

BRASIL. Lei das Sociedades por Ações. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>. Acesso em 07 dez. 2008.

_____. Parecer de Orientação CVM nº 15, de 28 de dezembro de 1987. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=P&File=%5Cpare%5Cpare015.doc>. Acesso em 07 dez. 2008.

CARVALHO, Fernando Nitz de; ENSSLIN, Sandra Rolim, GALLON, Alessandra Vasconcelos. Uma Metodologia Multicritério (MCDA-C) para apoiar o Gerenciamento do Capital Intelectual Organizacional: Proposta de Construção de um Modelo. I Encontro de Administração da Informação. Florianópolis, 2007

CARVALHO, Fernando Nitz de; ENSSLIN, Sandra Rolim; IGARASHI, Deisy Cristina Corrêa. Evidenciação Voluntária do Capital Intelectual no Contexto Brasileiro: Cotejamento com os Contextos Internacional e Australiano. In: ENANPAD, 30, 2006, Curitiba. Anais... Salvador: ANPAD, 2006. CD-ROM.

COUTINHO, Eduardo Senra. O Impacto da Estrutura de Propriedade no Valor de Mercado de Empresas Brasileiras. Dissertação (Mestrado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2003. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/m20012003esc.pdf>> Acesso em 15 out. 2007.

CUNHA, Sudário de Aguiar. Incorporação dos Ativos Intangíveis na determinação do Valor de Mercado das Ações de uma Empresa: o caso Braskem. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2006. Disponível em: <<http://www.tede.ufsc.br/teses/PEPS4974.pdf>> Acesso em 17 jun. 2008.

ENSSLIN, Sandra Rolim; GALLON, Alessandra Vasconcelos; HAIDAR, Suelen; NASCIMENTO, Sabrina do. A Gestão do Capital Intelectual em Grandes Empresas Brasileiras. 5º Contecsi. São Paulo, 2008.

ENSSLIN, Sandra Rolim; GALLON, Alessandra Vasconcelos; SOUZA, Flávia Cruz de; ROVER, Suliani. Um Estudo Reflexivo da Produção Científica em Capital Intelectual. RAM – Revista de Administração Mackenzie. São Paulo, Vol. 9, n.4, edição especial, p. 142-172, 2008.

ENSSLIN, Sandra Rolim; REINA, Donizete; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. Capital Intelectual: uma Análise Comparativa de Evidenciação Voluntária em Empresas de Governança Corporativa no Ano de 2006. 18º Congresso Brasileiro de Contabilidade. Anais dos Trabalhos Científicos. Gramado, RS, 2008.

FAMÁ, Rubens; PEREZ, Marcelo Monteiro. Ativos Intangíveis e o Desempenho Empresarial. Revista de Contabilidade & Finanças, São Paulo, n.40, p.7-24, jan/abr. 2006. Disponível em <<http://www.eac.fea.usp.br>>. Acesso em 10 jun. 2008.

FREZATTI, Fábio. Gestão de Valor na Empresa: uma abordagem abrangente do valuation a partir da contabilidade gerencial. - São Paulo, Atlas, 2003.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. Contabilidade Gerencial. 6 ed. São Paulo: Atlas, 1998.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações: aplicável às demais sociedades – suplemento. São Paulo, Atlas S.A, 2008.

MATHEUS, Leandro de Freitas. Uma Análise da identificação e da gestão do Capital Intelectual nas Usinas Sucroalcooleiras e da prática dos Princípios delineadores do conceito de Avaliação de Empresas na sua gestão econômico-financeira: um estudo exploratório em dez usinas paulistas. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2003. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/18/18140/tde-14112003-183751/publico/LeandroFMatheus.pdf>> Acesso em 15 out. 2007.

OLIVEIRA, Ademir Machado de. Formação do Valor Econômico em Empresas da Economia Digital. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003. Disponível em: <<http://teses.eps.ufsc.br/defesa/pdf/9610.pdf>> Acesso em 15 nov. 2008.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. Avaliação de Ativos Intangíveis. São Paulo, Atlas, 2002.

SCHNORRENBURGER, Darci. Identificando e Avaliando os Ativos Tangíveis e Intangíveis de uma Organização Visando seu Gerenciamento: uma Ilustração na Área Econômico-Financeira. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2005. Disponível em <<http://www.tede.ufsc.br/teses/PEPS4847.pdf>> Acesso em 16 jun. 2008.

SILVA, Silvio José Moura e; ROBLES JUNIOR, Antônio. Os Ativos Intangíveis e sua Influência no Valor Econômico e de Mercado da Empresa. In: ENANPAD, 31, 2007, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. CD-ROM

STEWART, Thomas A. Capital Intelectual: A Nova Vantagem Competitiva das Empresas. 3 ed. Rio de Janeiro, Campus, 1998.

SVEIBY, Karl Erik. A nova riqueza das organizações. Rio de Janeiro, Campus, 1998.