



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO

JOYCE MARIELLA MEDEIROS CAVALCANTI

**A INFLUÊNCIA DOS ATIVOS INTANGÍVEIS NAS AVALIAÇÕES DE
ANALISTAS FINANCEIROS: UMA INVESTIGAÇÃO NO MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO**

BELO HORIZONTE

JUNHO DE 2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO

**A INFLUÊNCIA DOS ATIVOS INTANGÍVEIS NAS AVALIAÇÕES DE
ANALISTAS FINANCEIROS: UMA INVESTIGAÇÃO NO MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO**

Tese apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração - CEPEAD da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutora em Administração.

Linha de Pesquisa: Finanças

Aluna: Joyce Mariella Medeiros Cavalcanti, Ms.

Orientador: Hudson Fernandes Amaral, Dr.

Coorientadora: Laise Ferraz Correia, Dra.

BELO HORIZONTE

JUNHO DE 2018

C376i
2018

Cavalcanti, Joyce Mariella Medeiros.
A influência dos ativos intangíveis nas avaliações de analistas financeiros [manuscrito] : uma investigação no mercado acionário brasileiro / Joyce Mariella Medeiros Cavalcanti. - 2017.
184 f. : il.

Orientador: Hudson Fernandes Amaral
Coorientadora: Laise Ferraz Correia.
Tese (doutorado). Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração.
Inclui bibliografia (f. 162-176)

1. Finanças – Teses. 2. Administração financeira – Teses. I. Amaral, Hudson Fernandes. II. Correia, Laise Ferraz. III. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração. IV. Título.

CDD: 658.15



Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Departamento de Ciências Administrativas
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração

A DESPESA DE TESE DE DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO da Senhora JOYCE MARIELLA MEDEIROS CAVALCANTI, REGISTRO N° 205/2018. No dia 25 de junho de 2018, às 14:00 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, a Comissão Examinadora de Tese, indicada pelo Colegiado do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração do CEPEAD, em 23 de maio de 2018, para julgar o trabalho final intitulado "A Influência dos ativos intangíveis nas avaliações de analistas financeiros: Uma investigação no mercado acionário brasileiro", requisito para a obtenção do Grau de Doutor em Administração, linha de pesquisa: Finanças. Abrindo a sessão, o Senhor Presidente da Comissão, Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral, após dar conhecimento aos presentes o teor das Normas Regulamentares do Trabalho Final, passou a palavra à candidata para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores com a respectiva defesa da candidata. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença da candidata e do público, para julgamento e expedição do seguinte resultado final:

APROVAÇÃO;

() APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA (NÃO SUPERIOR A 90 NOVENTA DIAS);

() REPROVAÇÃO.

O resultado final foi comunicado publicamente à candidata pelo Senhor Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 25 de junho de 2018.

NOMES

Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral ASSINATURAS
ORIENTADOR (CEPEAD/UFMG)

Prof. Dr. Márcio André Veras Machado
(PPGA/UFPB)

Prof. Dr. Haroldo Guimarães Brasil
(Fac. Ciências Humanas Pedro Leopoldo/MG)

Prof. Dr. Antônio Artur de Souza
(CEPEAD/UFMG)

Prof. Dr. Eduardo José Zanotelli
(PPGECON/UFES)

Prof. Dr. José Roberto de Souza Francisco
(CIC/UFMG)

Profa. Dra. Laise Ferraz Correia
(PPGA/CEFET-MG)

AGRADECIMENTOS

Chegada a versão final da tese, olho para trás e percebo o quanto essa jornada foi longa e cheia de obstáculos. Entretanto, com o apoio de pessoas maravilhosas que apareceram na minha vida nesses últimos quatro anos, e daquelas que já fazem parte dela há anos, tudo foi muito mais fluido, natural e proveitoso. Portanto, não posso deixar de homenageá-las, pois acredito piamente que as relações construídas e fortalecidas durante todo esse tempo foram essenciais para que eu chegasse até aqui.

Por isso, família e amigos(as), apesar do esforço dedicado a agradecer a todos vocês, eu sei que não farei jus a ajuda que todos me deram e também sei que não conseguirei expressar em palavras minha gratidão. Ainda assim, com a devida licença e pedidos de desculpas antecipados, tentarei fazer ao menos o mínimo, que é registrá-la aqui.

Primeiramente, agradeço enormemente ao meu orientador, professor Hudson Amaral, por todos os conselhos e as oportunidades que me concedeu. Meu crescimento não teria sido o mesmo sem a sua ajuda e confiança. Por intermédio dele tive a chance de conhecer e poder trabalhar com a professora Laise Ferraz, que foi a co-orientadora desta pesquisa. Longas reuniões no *Skype* às Sextas-feiras e aos Sábados são pequenas demonstrações da dedicação para com os(as) seus(as) discentes. Muito obrigada, mesmo, aos dois.

Quero agradecer a todas as amigas construídas durante o doutorado. Expresso com profundo carinho toda a minha gratidão pelas horas de estudos, de pesquisas, pelas nossas conversas, risadas e períodos de lamentações. Em especial, gostaria de registrar minha enorme gratidão a Tatielle, Camila, Luciana, Thaís, Sarah, Flávia, Renato, Ewerton, Louzada, Dani, Sérgio, Jefferson e todos(as) os(as) companheiros(as) de turma do doutorado 2014.1. Muito obrigada também pela compreensão, presencial e à distância, que Kenyth dedicou a mim ao longo deste percurso, assim como toda a sua família. Em especial, quero agradecer enormemente ao auxílio que a Carol me deu durante todo o último ano de doutorado, e ao Giovani, pela consultoria em programação.

Gostaria, igualmente, de explicitar minha gratidão a todas as relações construídas durante o doutorado sanduíche. Primeiramente, agradeço ao professor Ahmed Bounfour, pela grande oportunidade que me concedeu ao me receber na *Université Paris-Sud*, por me integrar ao grupo de pesquisa *RITM*, bem como pela concessão de acesso à infraestrutura das universidades participantes do grupo *Paris-Saclay*, principalmente a HEC Paris. Também não posso me esquecer de agradecer às amigas e amigos Sarah, Laura, Sabrine, Serge, Gustavo, Héli, Noëlle, Arielle, Flávia, Nathalia, Reinaldo, Leslie e Najma.

Assim como no mestrado e na graduação, gostaria de agradecer novamente aos amigos e amigas de longa data. Desse modo, não posso deixar de enaltecer a ajuda constante que Nyalle, Vanessa, Gutierrez, Jarline, Amanda e sua mãe, Márcia, Harada, Anna Cecília e Fernanda, sempre me deram, sem hesitar. Marke e Enzo continuam me auxiliando em plantões de dúvidas pelas redes sociais. Obrigado a todos!

Aos professores doutores membros da banca de qualificação e da defesa da tese, muito obrigada pelas sábias contribuições dedicadas a esta pesquisa. Agradeço também ao corpo docente da pós-graduação em administração da UFMG, pelo conhecimento compartilhado com grande propriedade e dedicação, assim como à equipe da secretaria, pelo auxílio constante nas formalidades do curso, especialmente a Érika. Aproveito a chance para agradecer à FAPEMIG, pelo financiamento concedido para o desenvolvimento desta pesquisa em território nacional e internacional. Em especial, agradeço a Waldênia, pelo constante amparo antes, durante e depois da realização do doutorado sanduíche.

Por fim, e não menos importante, serei eternamente grata a toda a minha família pelo suporte permanente e amor incondicional. À mainha, painho, minhas irmãs Dani e Dali, meu cunhado Beto, vovó, tia Preta e Jeffinho, assim como todos os membros da minha família. Muito obrigada!

Knowledge is the only instrument of production that is not subject to diminishing returns.

John Clarke.

RESUMO

No século XXI, os ativos intangíveis são os principais direcionadores de valor corporativo. Entretanto, a despeito de sua relevância, avaliá-los constitui uma tarefa complexa, que envolve o debate acerca das atribuições da Contabilidade e das Finanças. De um lado, argumenta-se que a Contabilidade deveria avaliar os ativos intangíveis e evidenciá-los integralmente em suas demonstrações financeiras; de outro, defende-se que metodologias financeiras auxiliariam nessa avaliação, uma vez que se trata de valores incertos. Por isso, a Contabilidade deveria evidenciar apenas o que se sabe, de fato, do valor dos ativos intangíveis. Em consonância com a segunda corrente teórica, assume-se que os analistas financeiros são agentes capazes de fazer com que essas duas perspectivas convirjam. Isso se torna possível em decorrência da sua função de intermediadores de informações no Mercado de Capitais. Nesse sentido, o objetivo geral desta tese consistiu em investigar como e em que medida os ativos intangíveis influenciam as avaliações dos analistas financeiros que realizam a cobertura de companhias brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2010 a 2016. Para alcançar o objetivo geral, foi conduzida uma pesquisa descritiva composta de duas etapas de abordagens quantitativas, em que a primeira foi desenvolvida por meio de análise de conteúdo; e a segunda, por meio de análise de regressão de dados em painel. Inicialmente, foram elaboradas as taxonomias dos ativos intangíveis para proceder à análise de conteúdo por meio da contagem de repetições dos termos-chave relacionados aos ativos intangíveis mencionados nos relatórios dos analistas financeiros. Os resultados encontrados revelaram que os analistas enfatizam os ativos intangíveis estruturais, principalmente a estratégia e a missão das empresas. Em seguida, foi analisada a influência de variáveis *proxy* de ativos intangíveis sobre características-chave dos analistas financeiros, quais sejam: cobertura, erro e acurácia das previsões de lucro por ação. Na análise de dados em painel, os resultados obtidos sugerem ausência de relações estatisticamente significantes entre as variáveis pesquisadas. Desse modo, conclui-se que, embora os analistas financeiros que atuam no mercado acionário brasileiro façam referências aos ativos intangíveis em seus relatórios – o que indica a relevância desses ativos –, a dificuldade de avaliá-los, a escassez de informações de qualidade sobre o desenvolvimento desses ativos e problemas de incentivos desencorajam, ou mesmo impedem, suas avaliações.

Palavras-Chave: Ativos Intangíveis; Perspectiva da Contabilidade; Perspectiva das Finanças; Analistas Financeiros.

ABSTRACT

In the 21st century, intangible assets are the primary drivers of corporate value. However, despite their relevance, evaluating them is a complex task involving the debate about the responsibilities of Accounting and Finance. On the one hand, it is argued that Accounting should assess the intangible assets and fully disclose them in financial statements; on the other, it is argued that financial methodologies could help such evaluation since the asset values are uncertain. Therefore, Accounting should only highlight what is actually known about the value of intangible assets. In line with the second theoretical trend, it is assumed that financial analysts are agents capable of making these two perspectives converge. This becomes possible because of their role as information intermediaries in the Capital Market. Along these lines, the general objective of this thesis was to investigate how and to what extent intangible assets influence the evaluations of financial analysts who cover Brazilian companies listed in Brasil, Bolsa, Balcão (B3), from 2010 to 2016. To achieve the general objective, descriptive research was conducted, consisting of two stages of quantitative approaches. The first was carried out through content analysis and the second through panel data regression. Initially, the taxonomies of intangible assets were developed for content analysis by counting the repetition of the key terms pertaining the intangible assets mentioned in the financial analysts' reports. The results revealed that analysts emphasize the structural intangible assets, particularly the corporate strategy and mission of companies. Next, we analyzed the influence of proxy variables on intangible assets on critical characteristics of financial analysts, such as coverage, error, and accuracy of the earnings per share forecasts. The results obtained through panel data analysis suggest the absence of statistically significant relationships between the variables studied. Thus, it is concluded that although financial analysts working in the Brazilian stock market make references to intangible assets in their reports – which points to the relevance of these assets – the difficulty of evaluating them, the scarcity of quality information about the development of such assets, and incentive problems discourage or even prevent their evaluations.

Keywords: Intangible Assets; Accounting Perspective; Finance Perspective; Financial Analyst.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 - Gráfico de tendência de depósitos de patentes	18
FIGURA 2 - Apresentação do design da tese	23
FIGURA 3 - Desenho do constructo teórico referente às abrangências, limitações e intersecções das perspectivas contábil e financeira dos ativos intangíveis	60
FIGURA 4 - Desenho do Processo Decisórios dos Analistas Financeiros.....	70
FIGURA 5 - Modelo teórico da pesquisa.....	109
FIGURA 6 - Modelo Empírico da pesquisa	111
FIGURA 7 - Nuvens de Palavras no Total	179
QUADRO 1 - Conceitos históricos dos ativos intangíveis.....	33
QUADRO 2 - Tipologia dos ativos intangíveis.....	37
QUADRO 3 - Relação de pesquisas anteriores e evidências empíricas internacionais (Analistas Financeiros x Ativos Intangíveis).....	83
QUADRO 4 - Relação de pesquisas anteriores e evidências empíricas internacionais (Ativos Intangíveis, Analistas Financeiros e seus Relatórios)	89
QUADRO 5 - Pesquisas Empíricas Nacionais sobre Ativos Intangíveis e Desempenho Corporativo.....	93
QUADRO 6 - Estudos anteriores nacionais sobre analistas financeiros	97
QUADRO 7 - Amostra dos termos chaves das categorias de ativos intangíveis.	123
QUADRO 8 - Resumo das relações previstas	131
QUADRO 9 - Resumo dos objetivos específicos, dos pressupostos e das hipóteses, das categorias e variáveis de análise, e principais autores	133
QUADRO 10 - Termos-Chave das Categorias de Ativos Intangíveis	177
GRÁFICO 1- Descrição Relativa da Análise de Conteúdo por Categoria e por Ano	136
GRÁFICO 2 - Descrição Relativa da Análise de Conteúdo por Palavra-Chave mais significativa	137
GRÁFICO 3 - Descrição da Análise de Conteúdo Setorial por Categoria e por Ano	141
GRÁFICO 4 - Descrição Relativa Setorial da Análise de Conteúdo por Palavra-Chave mais significativa	144

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Estatística Descritiva dos Analistas Financeiros	145
TABELA 2 - Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes e Independentes.	148
TABELA 3 - Análises dos Modelos de Regressão para todas as empresas da amostra	151
TABELA 4 - Análises dos Modelos de Regressão para empresas intangível-intensas.....	154
TABELA 5 - Testes de Robustez	156
TABELA 6 - Matriz de Correlação	181

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA.....	12
1.2 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA.....	17
1.3 OBJETIVOS.....	20
1.3.1 Objetivo geral	20
1.3.2 Objetivos específicos	21
1.4 <i>DESIGN</i> DA PEQUISA	22
2 REVISÃO DA LITERATURA	25
2.1 ATIVOS INTANGÍVEIS: ORIGEM, DESENVOLVIMENTO E CONCEITOS	25
2.2 TAXONOMIAS DOS ATIVOS INTANGÍVEIS.....	36
2.2.1 Capital humano	38
2.2.2 Capital estrutural	38
2.2.3 Capital relacional.....	39
2.3 PERSPECTIVAS DOS ATIVOS INTANGÍVEIS	40
2.3.1. Perspectiva contábil.....	41
2.3.1.1 Reconhecimento dos ativos intangíveis no Brasil.....	46
2.3.1.2. Críticas à evidenciação contábil dos ativos intangíveis.....	48
2.3.2 Perspectiva financeira	50
2.3.2.1 Modelos de avaliação de ativos intangíveis	52
2.3.2.2 Limitações dos modelos de avaliação dos ativos intangíveis.....	57
2.3.3 Proposta de convergência das perspectivas contábil e financeira	59
2.4 AVALIAÇÕES DE ANALISTAS FINANCEIROS	67
2.4.1 Intermediadores de informação	67
2.4.2 Conflitos de interesse	73
2.4.3 Atuação no Brasil	75
2.4.4 Influência dos ativos intangíveis nas avaliações de analistas financeiros	77
2.5 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS.....	80
2.5.1 Estudos anteriores internacionais	80
2.5.1.1 Ativos intangíveis e analistas financeiros: abordagem econométrica.....	81
2.5.1.2 Ativos intangíveis e relatórios dos analistas financeiros: abordagem por análise de conteúdo	87
2.5.2 Estudos anteriores nacionais	92
2.5.2.1 Ativos Intangíveis e Performance Corporativa.....	92

2.5.2.2 Analistas financeiros.....	95
2.5.2.3 Ativos intangíveis e analistas	102
2.6 PROPOSIÇÃO E HIPÓTESES DE PESQUISA.....	104
3 METODOLOGIA	107
3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA	107
3.2 MODELOS TEÓRICO E EMPÍRICO	108
3.3 DELIMITAÇÃO DA AMOSTRA.....	112
3.3.1 Fonte de dados para abordagem quantitativa por análise de conteúdo	112
3.3.2 Fonte de dados para abordagem quantitativa econométrica	114
3.4 DESCRIÇÃO DOS MÉTODOS APLICADOS NA PESQUISA	116
3.4.1 Análise de conteúdo.....	116
3.4.2. Modelo econométrico: dados em painel.....	121
3.5 DEFINIÇÕES DAS CATEGORIAS E DAS VARIÁVEIS	122
3.5.1 Categorias de análise	123
3.5.2 Variáveis dependentes	124
3.5.3 Variáveis independentes	126
3.5.4 Modelo econométrico	130
4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS.....	133
4.1 RESULTADOS DA ABORDAGEM QUANTITATIVA POR ANÁLISE DE CONTEÚDO .	134
4.1.1 Análise de conteúdo em termos gerais.....	135
4.1.2 Análise de conteúdo em termos setoriais	141
4.1.3 Repetição das etapas anteriores.....	143
4.2 RESULTADOS DA ABORDAGEM QUANTITATIVA ECONÓMETRICA	145
4.2.1 Estatística descritiva	145
4.2.2 Análise de Regressão por dados em painel	149
4.2.3 Testes de robustez	155
5 CONCLUSÕES	157
REFERÊNCIAS.....	162
APÊNDICE 1 - Termos-chave das categorias de ativos intangíveis.....	177
APÊNDICE 2 - Nuvens de palavras dos termos-chave de ativos intangíveis.....	179
APÊNDICE 3 - Matriz de correlação	181

1 INTRODUÇÃO

A introdução desta tese está organizada em cinco seções. Em ordem crescente, na seção 1.1 discorre-se sobre a contextualização e a problematização da pesquisa, enquanto na 1.2 argumenta-se sobre as justificativas e motivações deste estudo; em 1.3 apresentam-se os objetivos gerais e específicos para tentar responder à pergunta de pesquisa proposta e, por fim, na seção 1.4 ilustra-se o *design* da tese na forma de uma estrutura lógica que relaciona os objetivos, a revisão de literatura e a metodologia que entrelaçam esses tópicos e exibem, visualmente, a estrutura adotada na presente pesquisa.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA

Em essência, as Finanças buscam atribuir valor a ativos. Essa atribuição de valor decorre da expectativa da realização de fluxos de caixa futuros que são gerados por meio da utilização eficaz, eficiente e efetiva de ativos corporativos. Ao longo do tempo, esses ativos têm mudado de características, impondo às Finanças a adequação de suas metodologias de atribuição de valor de acordo com as necessidades contemporâneas requeridas para avaliá-los satisfatoriamente.

Uma das grandes mudanças ocorridas na forma de atribuir valor a empresas ocorreu durante a segunda metade do século XX. Com as publicações dos artigos seminais de Markowitz (1952), Modigliani e Miller (1958) e outros, o paradigma dominante das “Finanças Tradicionais” foi transformado pela “Moderna Teoria Financeira” (IQUIPAZA; AMARAL; BRESSAN, 2009). Para esses autores, conceitos básicos em Finanças foram reescritos com base no paradigma funcionalista, positivista e do *homo economicus*, sendo também desenvolvidas, nessa época, inúmeras ferramentas quantitativas que são amplamente utilizadas para a avaliação de empresas até os dias atuais.

Em paralelo às mudanças ocorridas nas Finanças, no período entre 1950 e 1970, o ambiente empresarial passava pelo desenvolvimento das firmas dos setores industrial e manufatureiro. Nesse estágio de progresso econômico, denominado de Era Industrial, o valor das empresas tinha como fator crítico os ativos fixos (DEAN; KRETSCHMER, 2007). Sobre isso, Zingales (2000) explica que os modelos desenvolvidos nesse ínterim conseguiam explicar satisfatoriamente o desempenho desse tipo de firma, uma vez que, em sua estrutura de valor, a proporção dos ativos fixos era maior e, por isso, passível de mensuração em bases consistentes, ao passo que a economia era pouco dinâmica.

Nos últimos 20 anos vem ocorrendo uma mudança desse cenário, visto que o ambiente econômico e as Finanças estão se transformando mais uma vez (AMARAL; PEDRO, 2004), porém, de maneira essencialmente reformista. Em outros termos, considera-se que as transformações reformistas

promovem alterações acerca da compreensão de um determinado fenômeno com base no paradigma dominante, sendo este fundamentado no positivismo e no funcionalismo, predominantes na década de 1950 (JENSEN; SMITH JR, 2000).

Assim, ao definir paradigma como um consenso compartilhado por várias pessoas que modificam sua compreensão acerca de um determinado assunto, a informação e o conhecimento em suas formas mais amplas despontaram como os fatores mais importantes para descrever a nova sociedade que está sendo criada, em que o foco é o conhecimento e sua geração de valor (SVEIBY, 1997). Assim, as denominações dadas para este novo tempo, como “Nova Economia” ou “Era do Conhecimento”, refletem que os ativos intangíveis têm ditado a nova forma predominante de geração de valor corporativo, sendo imposto novamente às Finanças o desenvolvimento de metodologias de atribuição de valor que avaliem adequadamente esses ativos corporativos.

A “Nova Economia”, conforme Lev (2001), é definida como o período em que a riqueza e o crescimento econômico são direcionados principalmente pelos ativos intangíveis. Lev (2001, p. 1, tradução nossa) defende que “os ativos físicos e financeiros estão se transformando rapidamente em *commodities*, cujo rendimento é, na melhor das hipóteses, um retorno médio. Retornos anormais, posição competitiva dominante e, às vezes, monopólio temporário são alcançados por meio dos ativos intangíveis em conjunto com outros tipos de ativos”.

No mesmo sentido, Sveiby (1997) já postulava sobre a mudança da Era Industrial para uma nova Era, denominada Era do Conhecimento. Stewart (1998) também compartilhava opinião semelhante: o conhecimento, que é um tipo de ativo intangível, dita a nova forma de direcionar a Economia, a Contabilidade, as Finanças e a Gestão Estratégica no ambiente corporativo.

No início do século XXI, os ativos intangíveis impulsionaram uma série de acontecimentos que forçaram o Mercado de Capitais, e seus participantes, a se adequarem a um novo modelo econômico de gestão corporativa que acabara de emergir. Especificamente no ano de 2001, Marr (2005) comentava que o mundo presenciou a ocorrência de grandes eventos econômicos que questionaram a ênfase do objetivo precípua da gestão empresarial de otimizar valor corporativo apenas aos *shareholders*.

Dentre os eventos descritos por Marr (2005), destacam-se: o fim do *boom* das empresas de telecomunicações, de mídias e de tecnologia, assim como o surgimento de um grande *déficit* de mercado provocado por vários escândalos corporativos que destruíram grandes corporações. Em meio a isso, esse autor afirma que tais episódios contribuíram para o desenvolvimento de um ambiente complexo, dinâmico e turbulento, em que antigas certezas foram minando e a necessidade de explorar novas formas de gerar valor foram sendo criadas. E, nesse contexto, os ativos intangíveis revelaram-se como os principais direcionadores de valor corporativo.

Ao seguir essa ordem cronológica de acontecimentos, tem-se que o período entre a virada para o século XXI até os dias atuais é conhecida como a Era da Informação ou a Era do Conhecimento (STEWART, 1998; SVEIBY, 1997), também denominada Nova Economia (LEV, 2001). Nesse contexto, os ativos intangíveis, também chamados “ativos do conhecimento”, “capital intelectual”, “ativos invisíveis”, dentre outras terminologias, são os principais direcionadores de valor das firmas (SULLIVAN, 2000; BOUNFOUR, 2003; TSAI; LU; YEN, 2012), considerando que o cálculo do valor corporativo pode ser obtido pela soma de todos os seus ativos tangíveis e intangíveis (PEREZ; FAMÁ, 2006).

Existem várias definições para ativos intangíveis, principalmente por se tratar de um tema multidisciplinar. De modo geral, define-se ativo intangível como o conjunto de ativos incorpóreos do qual se espera obter benefícios econômicos futuros por meio de entradas de fluxo de caixa que são obtidas a partir da utilização exclusiva das empresas que detêm controle sobre eles (SKINNER, 2008a; ZÉGHAL; MAALLOUL, 2011). Para Kayo, Kimura e Basso (2005), essa definição se aproxima do conceito de fluxo de caixa descontado, em que o valor de um ativo é a soma dos seus benefícios líquidos descontados a uma taxa de retorno ajustada ao risco. Em uma listagem não exaustiva de exemplos de ativos intangíveis, Kayo (2002) cita ativos humanos (conhecimento, talento, etc), ativos estruturais (*softwares*, banco de dados, etc.), ativos de relacionamento (marcas, *trademarks*, etc.) e ativos de inovação (pesquisa & desenvolvimento, etc.).

A fim de exemplificar a relevância dos ativos intangíveis, Tsai, Lu e Yen (2012) comentam que, em meados da década de 1950, as empresas do setor industrial obtiveram grande desenvolvimento, em que os principais direcionadores de valor eram os ativos fixos. Contudo, isso mudou na Nova Economia. Ciprian et al (2012), por exemplo, afirmam que, em 1998, cerca de 72% do valor da firma eram provenientes dos ativos intangíveis, ao passo que esse percentual, na Era Industrial, era de apenas 5%. Sobre isso, Lev (2005) discute que, em outubro de 2003, o valor de mercado das companhias americanas negociadas em bolsa foi cinco vezes maior do que o valor contábil registrado em suas demonstrações financeiras. Para Lev e Gu (2016), o aumento do índice *market-to-book* é o principal indicativo de valor criado pelos ativos intangíveis no Mercado de Capitais.

Apesar da relevância dos ativos intangíveis, avaliá-los é uma tarefa complexa. Em linhas gerais, a literatura sobre o tema apresenta duas correntes de pensamento que discutem sobre como os ativos intangíveis deveriam ser avaliados. São elas: 1) por meio das demonstrações financeiras, elaboradas de acordo com normas e princípios adotados pela contabilidade; e 2) por meio de modelos de atribuição de valor a empresas, desenvolvidos pelas Finanças, conhecidos como modelos de *valuation*.

De um lado, acredita-se que a Contabilidade deveria registrar o valor dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras, uma vez que parte do valor corporativo é obtida por meio desses ativos,

principalmente no atual contexto econômico (LEV, 2001; 2005; 2008). No entanto, normas e procedimentos contábeis criam regras que dificultam a mensuração ou, mesmo, impedem a evidenciação desses ativos, tendo em vista que são difíceis de calcular porque não possuem mercado secundário ativo, porque é mais crítica a atribuição direta dos fluxos de caixa proporcionados por eles e porque é complexo atrelar os custos específicos para a sua formação, principalmente quando se trata dos ativos intangíveis gerados internamente, a exemplo de pesquisa e desenvolvimento de patentes (HUNTER; WEBSTER; WYATT, 2005). Portanto, o valor desses ativos se torna mais impreciso, em comparação com os valores dos ativos fixos.

Dessa forma, discute-se que o valor crescente do índice *market-to-book* pode refletir uma suposta limitação da Contabilidade em não evidenciar inteiramente os ativos intangíveis nas demonstrações financeiras, contribuindo para que esses relatórios possam ter seu poder explicativo diminuído para a tomada de decisão (LEV, 2001; LOPES, 2001; OLIVEIRA; BEUREN, 2003; LEV, 2008).

De outro lado, há uma segunda abordagem em que os pesquisadores defendem que metodologias financeiras compensariam essa falta de informação e a Contabilidade não deveria especular em torno do valor dos ativos intangíveis, uma vez que são imprecisos. Nessa vertente, entende-se que evidenciar ativos intangíveis de forma inconsistente seria especular sobre o seu valor, o que acabaria por contaminar a qualidade das informações das demonstrações financeiras, prejudicando sua utilidade no processo da tomada de decisão por parte dos fornecedores de recursos às empresas, isto é, investidores e outros *stakeholders* (PENMAN, 2009). Portanto, nessa perspectiva, defende-se que as ferramentas de tomada de decisão utilizadas em Finanças complementariam as informações proporcionadas pela Contabilidade para avaliação de ativos intangíveis (ZÉGHAL; MAALOUL, 2011; SKINNER, 2008a).

Para Penman (2013), as informações contidas nas demonstrações financeiras são âncoras para que os investidores, em particular os fundamentalistas, tomem suas decisões e, considerando que foram desenvolvidas em bases consistentes e verificáveis, pode-se complementá-las de acordo com a expectativa de retorno dos investidores quanto ao valor futuro da firma. Adicionalmente, metodologias desenvolvidas pelas Finanças podem contribuir para atribuir valor aos ativos intangíveis, uma vez que esses cálculos lidam com valores especulativos por meio de modelos que incorporam as expectativas do tomador de decisão (PENMAN, 2009; DAMODARAN, 2009).

Consistente com a segunda abordagem, pode-se considerar que as perspectivas da Contabilidade e das Finanças, à luz de suas teorias normativas e, sobretudo, positivas, podem convergir na avaliação dos ativos intangíveis ao definir suas abrangências e limitações. Nesse sentido, a Contabilidade deve fornecer informações desenvolvidas em bases consistentes e verificáveis nas demonstrações financeiras

das empresas, enquanto a área de Finanças deve utilizar as informações como insumos para desenvolver modelos de avaliação de ativos, dentre eles o intangível, com base na expectativa de geração de fluxo de caixa proveniente do desempenho corporativo futuro.

Como consequência dessa convergência, presume-se que uma possível forma de conciliar essas duas perspectivas seja por intermédio trabalho dos analistas financeiros. Como esses profissionais são considerados como *gatekeepers* (MARTINEZ, 2011), ou seja, são intermediários de informação entre empresas e investidores (STICKEL, 1995; WOMACK, 1996; LANG; LUNDHOLM, 1996; McNICHOLS; O'BRIEN, 1997; MICHAELY; WOMACK, 1999; LJUNGQVIST et al, 2007; KOTHARI; SO; VERDI, 2016), considera-se que eles sejam usuários sofisticados de informações contábeis, financeiras, de mercado, de economia, dentre outras. Portanto, os analistas constituiriam atores capazes de complementar as informações sobre ativos intangíveis para os participantes do Mercado de Capitais ao incorporá-las em suas avaliações de investimento (BESSIEUX-OLLIER et al, 2008; GU; WANG, 2005; AMIR; LEV; SOUGIANNIS, 2003; BARRON ET AL, 2002).

Para Barth, Kasznik e McNichols (2001), uma das especialidades dos analistas financeiros é identificar oportunidades de investimentos com base em títulos mal precificados no Mercado de Capitais. Essa identificação é incorporada à suas avaliações, que assumem a forma de recomendação de investimento. Essa detecção de títulos subavaliados ocorre sobretudo em empresas com maior proporção de ativos intangíveis em sua estrutura de valor, também conhecidas como intangível-intensivas (AMIR; LEV; SOUGIANNIS, 2003; GU; WANG, 2005), uma vez que seus principais ativos não estão evidenciados inteiramente nas demonstrações financeiras e que os modelos de avaliação de empresas desenvolvidos pelas Finanças utilizam metodologias antigas (DAMODARAN, 2009), oriundas da Era Industrial, para avaliar ativos que foram propostos como principais direcionadores de valor principalmente durante a Era da Informação.

Apesar da aparente vantagem que um analista pode ter em realizar recomendações de investimento para empresas intangível-intensivas, resumidamente há três fatores que desequilibram essa tendência. São eles: 1) como os ativos intangíveis têm valores imprecisos (PENMAN, 2009), os analistas financeiros podem incorrer em maior erro em suas recomendações ao tentar avaliá-los (BARRON ET AL, 2002; GU; WANG, 2005); 2) como o ambiente em que os analistas atuam apresenta, por vezes, conflitos de interesse, esses profissionais apresentam tendência ao otimismo em suas recomendações e têm preocupações com sua carreira (BRADSHAW, 2011), o que os desencoraja a seguir ou a avaliar empresas intangível-intensivas; 3) como os analistas sofrem pressão por boas recomendações de investimentos por parte de seus clientes e de seus empregadores, eles acabam por repassá-las à gestão das empresas analisadas por meio da busca por resultados de curto prazo, o que

torna a gestão corporativa míope para perceber que investimentos de longo prazo, e tolerância ao fracasso, são fatores fundamentais para que ativos intangíveis sejam desenvolvidos (HE; TIAN, 2013).

O cenário anterior pode assumir contornos ainda mais complexos em Mercados Emergentes, a exemplo do Brasil. Isso porque a assimetria de informação é mais acentuada nesses mercados (LEAL, 2008), contribuindo para o protagonismo despontado pelos analistas como intermediadores de informação entre investidores e empresas (BRETON; SCHATT, 2000; SALAMUDIN, 2010; MARTINEZ, 2011; ELBANNAN, 2013; SAYED, 2015; BELLANDO; BRAHAM; GALANTI, 2016).

Sobre isso, é possível considerar dois cenários para empresas intangível-intensivas em Mercados Emergentes, que são: 1) os analistas tenderiam a ter menos incentivos em recomendá-las e 2) os analistas as considerariam como boas opções para recomendação de investimentos, haja vista que há maior probabilidade de que o valor dos títulos dessas empresas esteja subavaliado.

Em torno da contextualização apresentada, que envolve a complexidade multifacetada da influência dos ativos intangíveis nas análises de investimento desenvolvidas pelos *experts* de mercado, propôs-se, como problema de pesquisa desta tese, a seguinte questão: **os ativos intangíveis influenciam as recomendações de investimentos dos analistas financeiros no mercado acionário brasileiro?**

1.2 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

Nos últimos anos, o governo brasileiro tem reconhecido a importância do conhecimento, da inovação e da tecnologia para fomentar o crescimento econômico de forma sustentável. Apesar de sua industrialização tardia, percebe-se uma tendência do governo em criar políticas públicas que tenham como objetivo posicionar o país de forma estratégica na atual Era do Conhecimento.

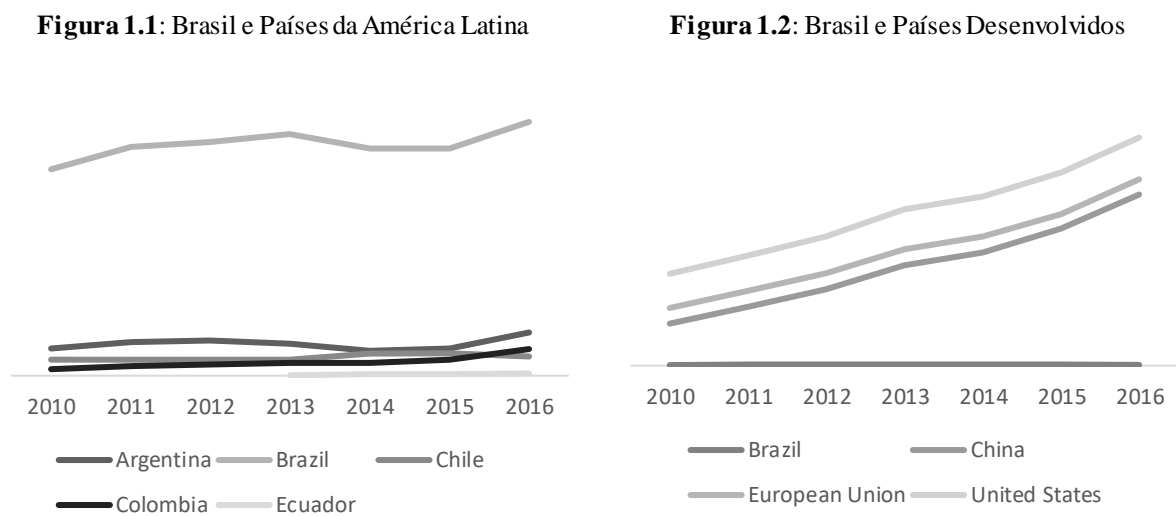
Dentre as iniciativas promovidas, foi apresentada a Estratégia Nacional de Ciência, Tecnologia e Inovação (Encti). Por meio dessa iniciativa foram propostas, para os anos de 2016 a 2022, diretrizes que têm como finalidade desenvolver atividades, acordos e regulamentações que promovam a inovação no Brasil por meio da atuação de três atores principais: políticos, agências de fomento e operadores do Sistema Nacional de Ciência e Tecnologia para promoção da inovação - CT&I (MINISTÉRIO DA CIÊNCIA, TECNOLOGIA, INOVAÇÕES E COMUNICAÇÕES, 2016).

Além dessa iniciativa, há outras sinalizações emitidas pelo governo que parecem indicar uma tendência em tentar se adequar às alterações impostas pelas novas práticas empresariais desenvolvidas na Era do Conhecimento. Por exemplo, por meio da Lei Complementar nº 155 de 2016, que entrou em vigor em 1º de Janeiro de 2018, foi admitida a possibilidade de que empresas enquadradas no Simples

Nacional possam captar recursos por meio de investimentos adquiridos de investidor-anjo, de modo que esse montante não fará parte de seu capital social. Essa estratégia tem o objetivo de incentivar investimentos em atividades de inovação para micro e pequenas empresas.

Na contramão dessa tendência, dados do The World Bank (2018), para o período de 2010 a 2016, mostram que, apesar de o Brasil ser líder em número de depósitos de patentes em comparação aos demais países da América Latina, ainda assim está muito abaixo do desempenho apontado por outros países de mercado desenvolvidos, a exemplo dos Estados Unidos e da China, ou em relação aos países que compõem a União Europeia. Sobre isso, na Figura 1 ilustra-se, à esquerda, o número de patentes depositadas no Brasil em comparação com os países da América Latina e, à direita, em relação aos Estados Unidos, à China e à União Europeia.

FIGURA 1 - Gráfico de tendência de depósitos de patentes



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da The World Bank (2018).

Apesar de alguns esforços empreendidos pelo governo federal brasileiro, a dissonância entre as características de incentivo à inovação local, frente às internacionais, é elevada. Isso, possivelmente, é refletido nas divergências encontradas nas evidências empíricas acerca da influência dos ativos intangíveis na performance corporativa de companhias brasileiras.

Ao revisar essas evidências empíricas foi identificado que os resultados são divergentes entre si (ver Kayo e Famá, 2004; Kayo et al, 2006b; Santos et al, 2014), o que impossibilita apontar algum direcionamento comum nelas reportado. Além disso, os resultados de evidências empíricas nacionais não convergem com os encontrados no contexto de países desenvolvidos, conforme discussão dos artigos citados anteriormente. Dessa forma, deduz-se que essas características parecem sinalizar que o Brasil possui atributos singulares quanto à relação entre ativos intangíveis e criação de valor corporativo.

Seria contra-intuitivo afirmar que os ativos intangíveis não criam valor no Brasil, uma vez que, internacionalmente, eles têm sido, nos últimos 20 anos, a nova e a principal forma de maximizar o valor corporativo (LEV, 2001). Contudo, reconhece-se que estimar o seu valor é uma tarefa complexa por diversos motivos.

A Contabilidade, por exemplo, não demonstra inteiramente os ativos intangíveis em suas demonstrações financeiras, o que contribui para que seus relatórios possam se tornar obsoletos para a tomada de decisão (SVEIBY, 1997; STEWART, 1998; LEV, 2001, 2005). A informação sobre formação e desenvolvimento desses ativos é pouco divulgada em demonstrações voluntárias (SKINNER, 2008a), tampouco existe um relatório uniformizado para evidenciar esses ativos (LEV; GU, 2016). As Finanças, por seu turno, têm aplicado modelos de avaliação de ativos que apresentam limitações em encontrar um valor monetário confiável e consistente para os ativos intangíveis (DAMODARAN, 2009; HUNTER; WEBSTER; WYATT, 2005; GARCÍA-AYUSO, 2003).

Nesse contexto, o analista financeiro desponta como um ator capaz de complementar as informações sobre ativos intangíveis e de incorporá-las às suas recomendações de investimento, na medida em que consegue coletar, processar, analisar e divulgar para os participantes do Mercado de Capitais, informações sobre esses ativos (BESSIEUX-OLLIER et al, 2008; GU; WANG, 2005; AMIR; LEV; SOUGIANNIS, 2003; BARRON ET AL, 2002; BARTH; KASZNIK; MCNICHOLS, 2001). Em Mercados Emergentes, a exemplo do Brasil, em que a assimetria de informação pode ser mais acentuada (LEAL, 2008), é possível que as recomendações de investimento desses profissionais sejam ainda mais relevantes para complementar as informações sobre ativos intangíveis (BRETON; SCHATT, 2000; SALAMUDIN, 2010; MARTINEZ, 2011; ELBANNAN, 2013; SAYED, 2015; BELLANDO; BRAHAM; GALANTI, 2016).

Na revisão de literatura realizada nesta tese, foi encontrada apenas uma pesquisa que investigou a influência dos ativos intangíveis nas recomendações dos analistas financeiros no cenário brasileiro. Nesse estudo, Antunes e Leite (2008) verificaram que os analistas consideram que as informações financeiras divulgadas pelas empresas são insuficientes para avaliar esses ativos, sendo o capital humano o mais relevante deles.

É interessante ressaltar que, internacionalmente, esse tema é objeto de pesquisa há quase 20 anos. O artigo seminal de Barth, Kasznik; e McNichols (2001), por exemplo, foi publicado há 17 anos e o de Barron et al (2002), há 16 anos. Dessa forma, identifica-se um importante corpo de evidências empíricas sobre a influência dos ativos intangíveis nas recomendações de investimento dos analistas financeiros em Mercados Desenvolvidos. Em geral, essas evidências empíricas estão pautadas em abordagens metodológicas de cunho quantitativo. Dentre as pesquisas consultadas, destacaram-se, na abordagem quantitativa por análise de regressão, as de Barth, Kasznik; e McNichols (2001), Barron et al

(2002) e Gu e Wang (2005), e, na abordagem quantitativa por análise de conteúdo e regressão, as de García-Meca e Martínez (2007), Petty, Ricceri e Guthrie (2008) e Abhayawansa e Guthrie (2012; 2016). Em Mercados Emergentes, apenas três pesquisas foram encontradas, contextualizadas para Taiwan (ver Ghosh e Wu, 2007, e Hsu e Chang, 2011) e Egito (ver Elbannan, 2013), de modo que os resultados encontrados convergiram com as evidências empíricas de Mercados Desenvolvidos.

De modo geral, essas pesquisas apontaram que analistas financeiros são capazes de complementar informações sobre ativos intangíveis no Mercado de Capitais em que atuam, contribuindo para diminuir a assimetria de informação local. Apesar disso, os analistas que recomendam empresas que investem em ativos intangíveis tendem a errar mais em suas recomendações de investimento, uma vez que a avaliação desse tipo de ativo é mais desafiante para esses profissionais.

Diante disso, questiona-se: os ativos intangíveis influenciam nas recomendações de investimentos de analistas financeiros que recomendam companhias abertas brasileiras? Como o cenário brasileiro que, por vezes, sinaliza ser um ambiente desafiador para investimentos em inovação, pode influenciar essa relação?

Esses questionamentos consistem na lacuna teórica e empírica encontrada pela presente pesquisa. Ao investigá-la, pretende-se contribuir e avançar com a literatura sobre o tema de quatro formas, que são: 1) colaborar com as áreas de pesquisa de contabilidade e finanças ao propor que essas perspectivas convergem na avaliação de ativos intangíveis; 2) compreender as características gerais dos analistas financeiros, em particular em relação à influência que os ativos intangíveis exercem em suas análises; 3) evidenciar quais categorias de ativos intangíveis os analistas levam mais em consideração ao procederem com suas recomendações; e 4) demonstrar quantitativamente de que maneira os ativos intangíveis influenciam as avaliações dos analistas em termos de cobertura, erro de previsão e acurácia de suas previsões de investimentos.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo geral

Com a finalidade de nortear uma investigação sobre possíveis respostas ao problema de pesquisa proposto nesta tese, que busca examinar a relação entre ativos intangíveis e analistas financeiros, o **objetivo geral foi o de examinar como e em que medida os ativos intangíveis influenciam as avaliações de investimento dos analistas financeiros no mercado acionário brasileiro.** Nesse sentido, explica-se que este objetivo geral segue um segmento de análise que subdivide-se em dois: o “como”, que dialoga com uma abordagem quantitativa, foi desenvolvido por meio da análise dos

relatórios dos analistas financeiros e, para isso, utilizou-se o método de análise de conteúdo, enquanto o “em que medida” dialoga também com uma abordagem quantitativa, que foi desenvolvida por meio de análises de regressão de dados em painel, que buscaram examinar a relação da influência dos ativos intangíveis na cobertura, no erro de previsão e na acurácia das previsões dos analistas financeiros.

1.3.2 Objetivos específicos

Para atender ao objetivo geral apresentado, foram desenvolvidos os seguintes objetivos específicos:

- 1) relacionar as categorias de análises relacionadas à ativos intangíveis com base na literatura sobre o tema;
- 2) discutir sobre as perspectivas teóricas da Contabilidade e das Finanças acerca da avaliação dos ativos intangíveis;
- 3) buscar a convergência das perspectivas da Contabilidade e das Finanças, fundamentando-as na contribuição do papel desempenhado pelos analistas financeiros na avaliação de ativos intangíveis;
- 4) analisar o conteúdo dos relatórios de recomendação de investimento dos analistas financeiros; e
- 5) propor modelos empíricos estimáveis para investigar a influência dos ativos intangíveis na cobertura dos analistas financeiros, assim como em erros de previsão e acurácia de suas recomendações.

Ao discutir cada um dos objetivos específicos, assume-se que, inicialmente, pretendeu-se apresentar as categorias de análise relacionadas a ativos intangíveis como forma de subsidiar as análises de conteúdo que foram desenvolvidas com base nos relatórios dos analistas financeiros. Nesse sentido, defendem-se e apresentam-se, nesta tese, as categorias que foram amplamente utilizadas na literatura deste tema, assim como as palavras-chaves relacionadas a cada uma delas, como forma de seguir rigorosamente as evidências empíricas internacionais da área.

O segundo e o terceiro objetivos específicos são complementares e foram atendidos na Revisão de Literatura. Com o segundo objetivo, foram discutidas as perspectivas teóricas da Contabilidade e das Finanças Corporativas e de Mercado (ou simplesmente Finanças) para que suas finalidades fossem identificadas durante o processo de avaliação dos ativos intangíveis, de modo que fossem estabelecidas as abrangências e limitações de cada uma delas. O terceiro objetivo específico buscou unir essas

perspectivas, de modo a definir suas abrangências e suas limitações com a finalidade de propor uma convergência dessas duas áreas no que concerne à avaliação dos ativos intangíveis. A possibilidade dessa conversão teórica pôde ser obtida por meio do pressuposto de que as recomendações de investimentos dos analistas financeiros podem ser caracterizadas como aproximações consistentes entre essas duas perspectivas para que sejam avaliados os ativos intangíveis. Esse argumento parte do pressuposto de que esses agentes econômicos possuem a *expertise* e o acesso a informações adicionais sobre a geração de valor futuro da empresa e, na composição do valor corporativo, tem-se, conseqüentemente, o valor dos ativos intangíveis.

O quarto e o quinto objetivos específicos têm cunho empírico e buscam analisar a influência dos ativos intangíveis nas avaliações dos analistas financeiros, valendo-se, para isso, de uma investigação por meio de uma abordagem quantitativa. A estratégia dessa abordagem tem como fim encontrar pontos de intersecção entre a discussão teórica apresentada – definição das categorias de análise - e da investigação empírica – estimação de modelos econométricos - da relação entre a influência dos ativos intangíveis nas recomendações de investimentos dos analistas financeiros.

1.4 DESIGN DA PEQUISA

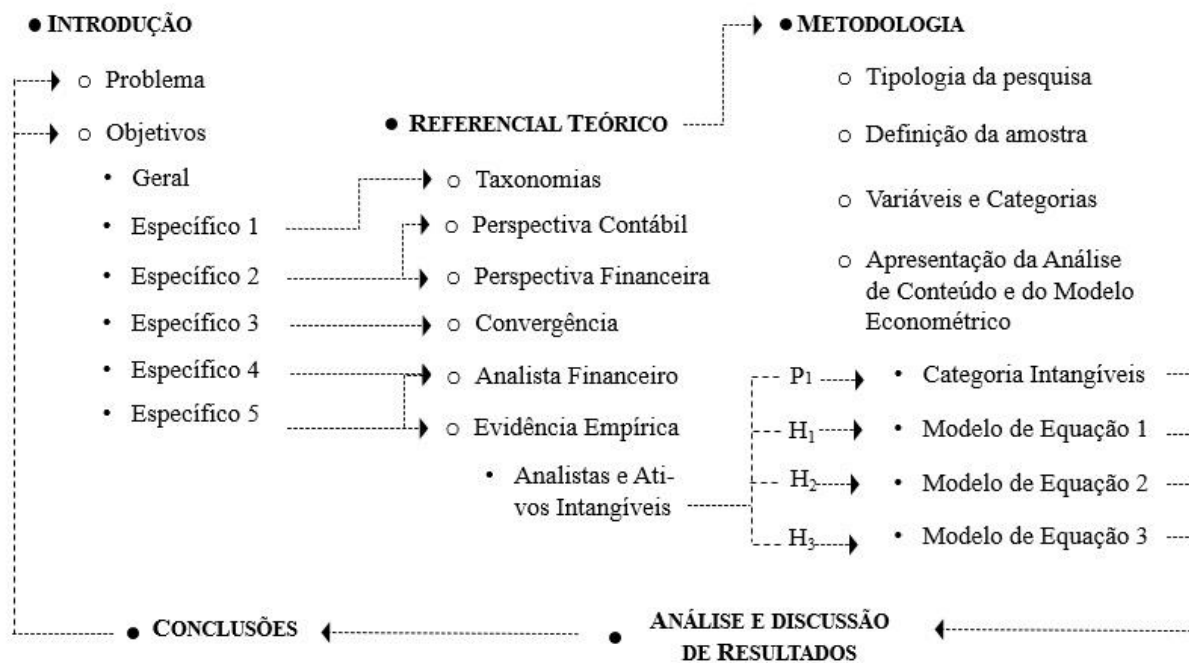
Para facilitar a estruturação da tese, na Figura 1 apresenta-se o *design* adotado, sendo possível identificar os pontos principais da Introdução, da Revisão de Literatura, da Metodologia, da Análise e Discussão de Resultados e das Conclusões.

Para atender ao objetivo geral proposto foram apresentados cinco objetivos específicos, os quais estão ilustrados na Figura 1. Cada um dos cinco objetivos específico está articulado com um ou mais tópicos da Revisão de Literatura. Assim, é possível identificar que o primeiro objetivo específico está vinculado às taxonomias dos ativos intangíveis, que são discutidos na Revisão de Literatura. A motivação em proceder dessa maneira partiu do pressuposto de que as categorias de análise relacionadas aos ativos intangíveis devem ser embasadas em suas taxonomias, estando estas, por sua vez, divididas em capital humano, capital estrutural e capital relacional. Essas taxonomias foram amplamente empregadas em pesquisas anteriores sobre o tema, portanto, fundamentar as categorias de análise em sólido embasamento teórico é essencial para construí-las consistentemente.

O segundo objetivo específico está atrelado aos tópicos das Perspectivas Contábil e Financeira dos ativos intangíveis. É importante definir a perspectiva adotada na pesquisa porque ela impacta na conceituação de ativos intangíveis. Conforme Marr (2005), existem diversas perspectivas sobre ativos intangíveis, dentre elas a financeira e a contábil. Nesta tese optou-se por essas duas perspectivas, por

considerá-las mais relevantes para desenvolver análises a respeito da influência que os ativos intangíveis podem exercer nas recomendações de investimento dos analistas financeiros. Isso se justifica à medida que, para Damodaran (2009), os modelos de *valuation* utilizam, principalmente, dados contábeis e financeiros para desenvolver suas análises. Os analistas financeiros, por sua vez, fazem uso desses modelos para embasar suas recomendações.

FIGURA 2 - Apresentação do design da tese



Fonte: Elaborado pela autora.

O terceiro objetivo específico é o de desenvolver um desenho teórico desta pesquisa por meio da conversão das perspectivas adotadas e relacionando-as com as atribuições conferidas ao analista financeiro no Mercado de Capitais. Essa discussão é contextualizada para a avaliação de ativos intangíveis apenas. Portanto, o tópico correspondente na Revisão de Literatura é o da Conversão. Nele foram discutidas as principais abrangências e limitações da Contabilidade e das Finanças na avaliação de ativos intangíveis e em que medida os analistas financeiros poderiam contribuir para o aprimoramento desse processo. Assim como procedido nos objetivos específicos anteriores, eles foram apresentados e discutidos na Revisão de Literatura.

O quarto e o quinto objetivos específicos estão vinculados aos tópicos de Analistas Financeiros e de Evidências Empíricas. Tal procedimento foi seguido uma vez que o quarto objetivo específico busca desenvolver análises de conteúdo nos relatórios dos analistas financeiros por meio de uma abordagem quantitativa, portanto, sua fundamentação é oriunda da discussão teórica do papel desses analistas e das

evidências empíricas relacionadas ao tema no contexto nacional e internacional. De forma similar, o quinto objetivo específico é o de especificar modelos estimáveis para investigar a influência dos ativos intangíveis nas recomendações dos analistas financeiros, estando também relacionado aos tópicos dos analistas financeiros e das evidências empíricas. A abordagem para investigar esse objetivo específico também foi a quantitativa.

Ao mencionar a abordagem quantitativa no quarto e no quinto objetivos específicos, buscou-se direcionar o modo pelo qual foi perseguida a estratégia metodológica desta pesquisa. Por isso, o tópico da Revisão de Literatura está vinculado ao tópico da Metodologia porque é a partir daquela que esta foi especificada. Em particular, foi a partir das lacunas identificadas nas evidências empíricas abordadas na Revisão de Literatura que a proposição e as hipóteses de pesquisas foram formuladas.

A proposição de pesquisa corresponde à abordagem quantitativa porque é a partir dela que as categorias de análise de ativos intangíveis, fundamentadas em suas taxonomias, foram definidas para que fossem identificadas nos relatórios dos analistas financeiros por meio do método de análise de conteúdo. Ao utilizar esse método, foram analisadas a relevância dos termos relacionados aos ativos intangíveis por meio da contagem de vezes em que os mesmos foram encontrados nos relatórios desses analistas. As hipóteses de pesquisa, por sua vez, também correspondem à abordagem quantitativa porque é a partir dela que foram especificadas as variáveis utilizadas nos modelos econométricos propostos para testar a relação entre ativos intangíveis e analistas financeiros, em termos de cobertura, erro de previsão e acurácia de suas previsões de investimentos.

Em seguida, a proposição e cada uma das hipóteses de pesquisas foram analisadas para que as conclusões pudessem ser delineadas. Esse processo se caracteriza como um *feedback* na medida em que, para se chegar às conclusões, é necessário verificar se o objetivo geral foi atendido e qual é a resposta ou quais são as respostas para a pergunta de pesquisa elaborada inicialmente nesta tese.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Nesta seção, apresenta-se a revisão de literatura desta pesquisa, a qual está organizada em seis subseções. Na primeira abordam-se a origem, o desenvolvimento e os conceitos de ativos intangíveis; na segunda elencam-se as taxonomias dos ativos intangíveis comumente referidas na literatura e na terceira discorre-se sobre as perspectivas dos ativos intangíveis, enfatizando dois segmentos de análise, isto é, as perspectivas da Contabilidade e das Finanças. Em seguida, buscou-se convergir essas perspectivas no contexto da avaliação dos ativos intangíveis. Na quarta subseção descrevem-se as características dos analistas financeiros e na quinta esquematizam-se as evidências empíricas que investigaram a influência dos ativos intangíveis nas recomendações de investimento dos analistas financeiros. Essas pesquisas estão fundamentadas em evidências empíricas nacionais e internacionais. Por fim, na sexta subseção descrevem-se a proposição e as hipóteses de pesquisa testadas nesta tese.

2.1 ATIVOS INTANGÍVEIS: ORIGEM, DESENVOLVIMENTO E CONCEITOS

Para compreender a relevância protagonizada pelos ativos intangíveis na atual Era da Informação, um breve resgate histórico se torna necessário para pontuar como ocorreu o seu desenvolvimento, em termos econômicos e científicos, assim como sua evolução conceitual. Portanto, acompanhar a forma pela qual se deu a criação de valor, em termos de acumulação de riqueza ao longo da história, bem como os principais ativos e os meios de produção que foram transformados, auxilia a compreensão de seu desenvolvimento. Dessa forma, torna-se possível identificar e sugerir aprimoramentos teóricos e empíricos sobre esta temática (GUTHRIE; RICCERI; DUMAY, 2012).

Para Standfield (2002), os sistemas econômicos são moldados em resposta às necessidades demandadas pelos consumidores e pela sociedade. Como exemplo, este autor cita que, há milhares de anos, a Revolução Agrícola forçou as pessoas a mudarem seu estilo de vida nômade para a vida em sociedade, sendo as terras os principais ativos de geração de valor, e a agricultura o setor dominante da atividade econômica. Essa revolução se estendeu por milhares de anos, até a Revolução Industrial.

De maneira mais detalhada acerca da evolução dos principais ativos direcionadores de valor, Dean e Kretschmer (2007) explicam que as transformações históricas das definições de capital¹, utilizadas aqui como próximas à ideia de ativos como geradores de valor, passaram por cinco fases

¹ Definição de capital em termos econômicos: “Capital was generally held to comprise a *stock* of durable (usually tangible) assets, themselves often the result of past production, put to use in the production process, and thereby generating a flow of goods and services over time” (DEAN; KRETSCHMER, 2007, p. 575).

evolutiva, que são: 1) pré-capitalista, 2) mercantilista, 3) fisiocrata, 4) economia moderna e 5) economia neoclássica.

Em economias pré-capitalistas, a exemplo da romana e da grega, a terra era o principal ativo e a principal fonte de riqueza. Além disso, considera-se que, nesse período, o dinheiro era utilizado apenas para satisfazer às necessidades pessoais (DEAN; KRETSCHMER, 2007). Na Era Mercantilista, os bens obtidos por meio de trocas se tornaram as principais fontes de riqueza. Nesse período o dinheiro começou a ser concebido também como suporte à atividade econômica, na forma de investimentos (DEAN; KRETSCHMER, 2007).

A fase fisiocrata se desenvolveu concomitantemente com a fase mercantilista. Nesse estágio de desenvolvimento econômico, a fonte primordial de riqueza era a produção agrícola e toda a riqueza, assim como o seu excedente, era proveniente da combinação dos elementos terra e trabalho (DEAN; KRETSCHMER, 2007). Especificamente em relação à geração de excedente de produção, considerava-se que ela era proveniente da produção passada e se esperava que o fluxo de produção continuasse ao longo do tempo.

Durante os séculos XVII e XVIII se desenvolveu a fase denominada de Economia Moderna, em que as trocas de bens, o excedente de capital e a durabilidade desse fluxo ao longo do tempo foram algumas das principais formas de atividade econômica (DEAN; KRETSCHMER, 2007). Nesse período ocorreu uma crescente demanda pelo desenvolvimento da economia e da noção de exclusividade da propriedade privada pelos indivíduos e pelas empresas. Soma-se a essas transformações a transição de fonte de riqueza para a produção industrial (DEAN; KRETSCHMER, 2007). Finalmente, na Economia Neoclássica, que ocorreu por volta do século XIX, a ideia de que a propriedade e os ativos podem ser expressos em termos monetários e/ou financeiros foi adicionada aos conceitos de ativo que vinham sendo desenvolvimentos até então (DEAN; KRETSCHMER, 2007).

Resumidamente, Dean e Kretschmer (2007, p. 576, tradução nossa) afirmam que o conceito de ativo fora desenvolvido de modo que as “[...] características-chave relacionadas ao termo permaneceram essencialmente as mesmas: ativos são tangíveis, podem ser avaliados e mensurados, e sua propriedade pode ser inequivocamente determinada quando seu valor é, *ceteris paribus*, independentemente dessa estrutura”. Adicionalmente, que o seu valor possa ser expresso em termos monetários.

Após os períodos descritos por Dean e Kretschmer (2007), na segunda metade do século XX iniciou-se a Era Industrial, que foi o período conhecido pelo desenvolvimento econômico das empresas do setor manufatureiro, bem como do protagonismo dos três principais elementos para criação de valor, que são terra, capital e trabalho (SVEIBY, 2007; MARR, 2005; TSAI; LU; YEN, 2012). É também nesse íterim que a gestão da riqueza se tornou um fator importante para a sua manutenção ao longo do tempo, em específico para os detentores do capital, e.g., as empresas e os investidores.

Nesse período o setor manufatureiro foi a principal atividade econômica que gerou valor para organizações e para países em termos de riqueza, bem como foi a principal fonte de emprego e renda para a sociedade, sendo os ativos tangíveis (e.g. máquinas e equipamentos) os principais geradores dessa cadeia de valor (GOLDFINGER, 1997; SVEIBY, 1997; STEWART, 1998; BONTIS, 2001; 2003; BOUNFOUR, 2003; ANDRIESSEN, 2004a). Ciprian et al (2012) estimaram que, nesse período, o valor corporativo era proveniente dos ativos tangíveis em cerca de 95%.

Para Iquiapaza, Amaral e Bressan (2009), nesse período, as Finanças Corporativas, uma das principais áreas da gestão empresarial, passaram por uma grande transição, que partiu das Finanças Tradicionais, que buscavam lidar com situações práticas para soluções de problemas pontuais e específicos de cada firma, para a Moderna Teoria Financeira. Nesse contexto, estes autores explicam que o então paradigma positivista, fundamentado no conceito de *homo economicus*, serviu como base para o desenvolvimento de diversos modelos quantitativos de avaliação de ativos empregados como suporte para tomada de decisão acerca da gestão da riqueza gerada no ambiente corporativo e, também, no contexto individual. A capacidade preditiva dessas ferramentas de gestão representou uma de suas principais vantagens, que permitiriam a manutenção da riqueza ao longo do tempo de forma sustentável.

O ambiente econômico da Era Industrial e a transição para a Moderna Teoria Financeira podem ser combinados como forma de compreender as necessidades das empresas e dos investidores por respostas mais robustas quanto à tomada de decisão a respeito de suas riquezas no futuro e acúmulos de capital. Nesse sentido, os modelos quantitativos desenvolvidos por Markowitz (1952), Modigliani e Miller (1958), além de outros, tentaram se direcionar para tais demandas.

Zingales (2000) explica que os modelos desenvolvidos nessa época, denominada por ele como segunda onda da Revolução Industrial e os anos dourados das Finanças Corporativas, se moldavam de acordo com as características das firmas desse ambiente histórico, na medida em que elas eram intensivas em ativos fixos e altamente verticalizadas. A determinação de controle sobre ativos e sobre suas fronteiras de atuação eram bem delimitadas dentro de um ambiente econômico, este, por sua vez, sendo pouco dinâmico. Damodaran (2009) concorda que, nesse período, os modelos de *valuation* eram capazes de explicar satisfatoriamente o desempenho das firmas, uma vez que havia maior acumulação de riqueza na forma de ativos tangíveis, cuja avaliação de valor em bases consistentes era mais exequível. Como, de maneira geral, havia mercado ativo para a realização de trocas e comercialização de ativos tangíveis, seus valores eram expressos em termos monetários e financeiros, e a propriedade e o controle sobre eles eram bem definidos.

Consequentemente, os pressupostos dos modelos de *valuation* formulados nessa época eram atendidos em sua maioria, contribuindo para a sua capacidade preditiva (MILLER, 1999; ZINGALES, 2000). De forma similar, as informações contábeis, compreendidas como os insumos para interpretação

dos resultados de tais modelos, refletiam satisfatoriamente a posição econômica, financeira e patrimonial das empresas (SVEIBY, 1997; CIPRIAN et al, 2012; LEV; GU, 2016).

No entanto, tudo isso mudou em meados das décadas dos anos de 1980 e 1990 (STEWART, 1997, SVEIBY, 1997; PETTY; GUTHRIE, 2000; LEV, GU, 2016). Para demonstrar tal transformação, Goldfinger (1997) a resumiu em três elementos fundamentais, que são: 1) a alteração no perfil do emprego; 2) a globalização; e 3) a onipresença das tecnologias de informação e comunicação (TIC's).

Por meio da análise de dados estadunidenses, Goldfinger (1997) concluiu que: 1) os empregos nas áreas da agricultura e da manufatura diminuíram drasticamente desde 1991 e, em contrapartida, houve um aumento significativo no número de empregos no setor de serviços, fato também comentado em Alcaniz, Gomez-Bezares e Roslender (2011); 2) as trocas internacionais aumentaram conjuntamente com o aprimoramento das TICs, da mobilidade de pessoas ao redor do mundo e do crescimento da competitividade global entre empresas e, conseqüentemente, da busca por maior retenção de clientes; e, finalmente, 3) os investimentos em TICs cresceram como reflexos do desenvolvimento econômico, bem como da interatividade entre pessoas e empresas, tendo essas características também sido discutidas por Brooking (1996).

Ao combinar tais elementos visualiza-se o início de um novo cenário econômico. A geração de valor para acúmulo de riqueza não é mais atribuída unicamente às trocas de bens físicos, como ocorria desde as civilizações mercantilistas e fisiocratas e, em seu auge, na Era Industrial, por meio do desenvolvimento do setor manufatureiro (DEAN; KRETSCHMER, 2007). A partir das décadas de 1980 e 1990, a economia tem lidado com novas formas de geração de valor, provenientes principalmente da informação - e do uso que se faz dela - em conjunto com o conhecimento humano, emergindo, a partir de então, a relevância da geração de valor por meio do capital intelectual ou dos ativos intangíveis (STEWART, 1997, SVEIBY, 1997; GOLDFINGER, 1997; BROOKING, 1996; ALCANIZ; GOMEZ-BEZARES; ROSLENDER, 2011; LEV; GU, 2016).

Em meados da década de 1990, identifica-se na literatura um consenso em torno da ideia de que as primeiras evidências que atestam essa transição de geração de valor é atribuída ao *market-to-book*, uma medida que tem como o resultado, usualmente positivo, o valor obtido pela diferença entre os valores de mercado e contábil de uma empresa (SVEIBY, 1997; EDVINSSON, 1997; PETTY; GUTHRIE, 2000; DZINKOWSKI, 2000; LEV, 2001; GARCÍA-AYUSO, 2003; BOUNFOUR, 2003; KAUFMANN; SCHNEIDER, 2004; DANIEL; TITMAN, 2006; REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006; VERGAUWEN; BOLLEN; OIRBANS, 2007; CHOONG, 2008; JIANG, 2010; MARTÍN-DE-CASTRO et al, 2011; ZÉGHAL; MAALOUL, 2011; NICULITA; POPA; CALOIAN, 2012; GUTHRIE; RICCERI; DUMAY, 2012; VELTRI; BRONZETTI, 2015; LEV; GU, 2016).

É a partir desse momento que antigas certezas sobre a geração de valor corporativo foram colocadas à prova (GOLDFINGER, 1997; ZINGALES, 2000; PETTY; GUTHRIE, 2000). Isto é, foi encontrado empiricamente² que os participantes do Mercado de Capitais parecem sobreavaliar uma empresa, de modo que o que está registrado na contabilidade passa a não necessariamente refletir todas as suas expectativas de crescimento e de valor corporativo, ou seja, além do valor patrimonial da empresa e do lucro contábil, parece existir algo a mais, que é precificado e percebido como valioso nesse mercado (LEV, 2005).

Nesse contexto, com base nas argumentações presentes em Lev (2001), questiona-se: o que seria esse valor? O que motiva o seu crescimento ao longo do tempo? O que é que os participantes do Mercado de Capitais (e.g. investidores) estão avaliando a maior numa empresa quando, pelos dados da contabilidade, o seu valor patrimonial é menor? O que é que não está evidenciado nas demonstrações financeiras, mas que é percebido pelos investidores e faz com que o valor de mercado de uma empresa supere em duas ou mais vezes o seu valor contábil? Como a informação e o capital humano podem agregar valor para a economia e para as empresas? A respeito disso, alguns *insights* em torno dessas indagações podem ser feitos, como no exemplo a seguir.

Riqueza e crescimento econômicos são atualmente impulsionados pelos ativos intangíveis. Ativos tangíveis e financeiros estão rapidamente se transformando em *commodities*, rendendo, no melhor dos cenários, um retorno médio sobre o investimento. Lucros Anormais, posição competitiva dominante e, eventualmente, monopólios temporários são alcançados por meio do uso dos ativos intangíveis em paralelo com outros tipos de ativos (LEV, 2001, p.1, tradução nossa).

Percebe-se, no trecho transcrito, uma sinalização do autor em enfatizar que os antigos direcionadores de valor, formados pelas máquinas e pelos equipamentos na Era Industrial, não apresentam uma criação diferencial de valor que possa representar em uma vantagem competitiva neste novo contexto econômico descrito em Goldfinger (1997). Isso porque parte-se do pressuposto de que os ativos tangíveis e financeiros estão disponíveis no mercado para quem possa comprá-los e adquiri-los. Dessa forma, esses ativos são considerados algo comum e de acesso relativamente fácil a todos os participantes, principalmente as empresas. Logo, é sugerido que, para que as empresas gerem valor e, assim, criem vantagem competitiva por meio de sua diferenciação entre os seus concorrentes, outros direcionadores de valor estão emergindo. Neste caso, destacam-se os ativos intangíveis, uma vez que, possivelmente, são mais especializados para cada empresa e despontam como um aspecto único que lhes

² Essas primeiras evidências empíricas concentraram-se, principalmente, no mercado norte-americano, como nas pesquisas desenvolvidas em Lev (2003; 2005), Daniel e Titman (2006), e em Niculita, Popa e Caloian (2012), para citar alguns. Um compilado mais recente dessas pesquisas pode ser encontrado em Lev e Gu (2016).

confere vantagem competitiva e, também, maior criação de valor que parece ser percebido e precificado pelos investidores no Mercado de Capitais.

Os resultados obtidos no relatório desenvolvido pelo Banco Mundial, intitulado “Onde está a riqueza das Nações”, também sinalizam para a mesma direção. Nesse documento, essa organização afirma que, atualmente, a riqueza das nações do mundo inteiro advém dos ativos intangíveis, na forma de capital humano (nível de educação da população) e da qualidade das instituições, sejam elas formais ou informais, que dão suporte ao desenvolvimento econômico dos países, em especial aos mais ricos e desenvolvidos (THE WORLD BANK, 2006). O posicionamento da *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) é semelhante ao postular que a informação e o conhecimento são os principais direcionadores de valor neste novo contexto econômico, e denomina-o “Economia Baseada na Informação” (OECD, 1996).

De fato, nos últimos 20 anos, verifica-se que realizar investimentos em ativos intangíveis parece ser uma estratégia recorrente em países desenvolvidos. Nos Estados Unidos, Nakamura (2010) demonstra que os investimentos em *software*, *research and development* (R&D) e *marketing*, todos esses considerados tipos diferentes de ativos intangíveis, têm crescido rapidamente desde 1998 e, em 2007, esses valores representavam patamares próximos aos investimentos em ativos tangíveis, revelando-se tão relevantes e importantes quanto. Nos países da Europa Ocidental, Alcaniz, Gomez-Bezares e Roslender (2011) comentam que as indústrias intensivas em ativos tangíveis estão sendo transferidas para o leste, a exemplo da China e da Índia ou, mesmo, para os novos países membros da União Europeia. Assim, para não perder valor e competitividade no mercado, as empresas europeias de fabricação de automóveis, por exemplo, têm se especializado e investido em atividades intensivas em conhecimento por meio da agregação de valor mediante a força de trabalho qualificada que usualmente é responsável pelo *design* e pelo desenvolvimento do produto.

Ao se analisar esse cenário com uma maior ênfase nas empresas, verifica-se que uma outra forma de ilustrá-lo é por intermédio de um método bastante utilizado nos cursos das áreas de gestão e negócios, o *business case*. A contextualização de alguns *cases* pode ilustrar, de maneira bastante elucidativa e por meio de exemplos reais, a evolução da importância dos ativos intangíveis no contexto corporativo. Lev e Gu (2016) comentam sobre alguns *cases* de empresas, como Netflix, Devon Energy, Sirius XM e Pfizer, dentre outras. Nesta tese, o caso da agência de publicidade *Saatchi and Saatchi* é apresentado resumidamente com base na descrição de Zingales (2000).

Em 1994, Maurice Saatchi, gestor da Saatchi e Saatchi, propôs para si mesmo um pacote generoso de remuneração por opções. Os gestores do fundo americano, que detinham o controle de 30% das ações da empresa, ficaram furiosos. As ações vinham apresentando uma performance abaixo do esperado por vários anos consecutivos, portanto, a última coisa que os gestores do fundo queriam era parabenizar o gestor por esse fraco desempenho. Esse ato,

voltado para os próprios interesses do gestor, deveria ser punido por meio de uma impetuosa iniciativa dos *shareholders*. Durante a reunião com os *shareholders*, a proposta foi prontamente recusada. Com isso, Maurice Saatchi saiu da empresa, seguido pelas demissões de vários outros gestores e *top* executivos. Esses mesmos gestores e executivos, em conjunto com os irmãos Saatchi, criaram uma agência rival (*M and C Saatchi*) que, em um curto espaço de tempo, tomou vários clientes da *Saatchi and Saatchi*. A firma original, que posteriormente mudou seu nome para *Cordiant*, foi duramente prejudicada. Analisando a atitude dos gestores do fundo, o seu erro foi tratar a *Staaarchi and Saatchi* como uma companhia tradicional com claras delimitações de poder definidas pelos seus ativos. Porque eles tinham a propriedade (graças aos 30% de capital votante) da empresa, eles pensaram que a controlavam. Ao invés disso, eles quebraram a empresa quando tentaram exercer seus direitos tradicionais de propriedade (ZINGALES, 2000, p. 1641, tradução nossa).

O *case* da *Saatchi and Staatchi* exemplifica os novos desafios criados durante as décadas de 1980 e 1990 e que são perpetuados até os dias de hoje. Assim, não somente os ativos tangíveis, mas também os ativos intangíveis devem ser tomados em conta no processo de criação de valor e avaliação do desempenho corporativo. Nesse *case*, percebe-se que os principais ativos da empresa não incidiam em suas máquinas e equipamentos, mas sim no conhecimento e na *expertise* dos colaboradores e colaboradoras que compunham seu corpo diretivo e operacional, bem como em sua carteira de clientes. Além disso, outro fato particular é que a ideia de propriedade, representada pelo percentual de detenção de capital da *Saatchi and Staatchi* pelo fundo de investimento, não necessariamente assegurou o controle sobre a geração de valor futuro da empresa por meio de seus ativos.

Seguindo ainda esse *case*, também foi visto que apesar da detenção de capital votante, o controle sobre os reais ativos geradores de valor era frágil e, no momento em que os *shareholders* os perderam, a ideia de continuidade da geração de fluxo de resultado futuro, ainda que no presente estivesse abaixo das expectativas, foi duramente minada. Ou seja, o que já estava ruim, em termos de performance corporativa, ficou ainda pior. Outro fato a se observar é que o nome da empresa em questão simbolizava a relação entre os serviços prestados pela agência de publicidade e o sobrenome dos seus fundadores. Então, a partir do momento em que esses “cérebros” deixaram a empresa e houve a mudança de nome, a expectativa de perpetuidade dos serviços e, provavelmente, de sua qualidade, que eram percebidas pelos clientes, foram levadas por Maurice Saatchi para a sua nova companhia, afetando decisivamente os resultados de sua empresa predecessora.

Assim, ao retomar as definições de ativos em Dean e Kretschmer (2007) e aplicando-as no contexto em questão, sugere-se que os ativos podem ser tangíveis, bem como intangíveis; sua avaliação e mensuração podem ser feitas, embora essa tarefa seja um pouco mais complexa para os ativos intangíveis, visto que as delimitações de propriedade não são claramente definidas, seus valores nem sempre podem ser expressos em termos monetários e/ou financeiros e verifica-se também a ausência de mercado ativo para sua comercialização. Dessa forma, aponta-se que os antigos direcionadores de valor, representados por terra, capital e trabalho na Era Industrial, passam a ser considerados como fontes

necessárias para o crescimento econômico e para a criação de valor corporativo, mas se tornam condições necessárias e suficientes somente quando combinados por meio dos ativos intangíveis (SVEIBY, 2007; MARR, 2005; TSAI; LU; YEN, 2012).

Somadas a essas características, Lev (2001, p. 21-46) destaca que os ativos intangíveis apresentam vantagens e desvantagens que lhes são específicas. Dentre as vantagens, este autor evidencia a capacidade de escala e os efeitos de rede. A primeira está relacionada ao fato de que os ativos intangíveis podem ser utilizados simultaneamente com outros ativos, de modo que eles não são rivais entre si e/ou com outros ativos tangíveis, podendo produzir, então, retornos escalares. Os efeitos da rede, por sua vez, são definidos como uma forma de conexão e cooperação entre pessoas que interagem entre si e trocam experiências e conhecimentos, de modo que, quando as empresas monitoram e conduzem essas relações, é possível obter monopólio temporário e/ou desenvolver uma melhor triagem de melhores tecnologias porque já estariam testando-as e customizando-as diretamente com seu público alvo.

Por outro lado, dentre as desvantagens, Lev (2001) destaca a exclusão parcial, o risco inerente e a escassez de mercado. Todas elas foram discutidas brevemente no *case* apresentado. Abordando cada uma separadamente, Lev (2001) comenta que a exclusão parcial é derivada das limitações que as empresas têm em restringir o acesso aos benefícios proporcionados pelos investimentos nos ativos intangíveis. Ao tomar como exemplo os investimentos em treinamento de pessoal, vê-se que, quando um(a) colaborador(a) deixa a empresa, como foi o caso de Maurice Saatchi, as vantagens que poderiam ser obtidas por meio deles(as) cessam e o investimento realizado provavelmente será perdido ou, até mesmo, transferido para uma empresa concorrente que porventura venha a contratá-lo(a). O risco inerente tem como característica principal a necessidade de um alto valor de investimento que não necessariamente está refletido em uma alta probabilidade de sucesso (LEV, 2001). Por exemplo, os investimentos demandados para a criação de um novo medicamento são altos, assim como sua probabilidade de insucesso caso a nova droga não atinja os resultados esperados. Portanto, o risco dos ativos intangíveis (na forma de R&D e criação de patentes) são bastante elevados, a possibilidade de lucros são incertas e as chances de perdas são grandes (LEV, 2001). Por fim, a escassez de mercado é o risco que os ativos intangíveis exibem devido à ausência de um mercado competitivo e ativo onde poderia ser realizada sua comercialização. Consequentemente, os problemas decorrentes disso residem na falta de mensuração de seu valor em bases consistentes, nos desafios para a gestão corporativa em convencer os *shareholders* a investir, bem como em possíveis ineficiências na alocação de investimentos nesses ativos (LEV, 2001).

Diante desse novo contexto econômico complexo e dinâmico, é importante compreender as características e os conceitos do que são ativos intangíveis ou capital intelectual. Iniciando a discussão

pelo termo mais apropriado, verificam-se na literatura várias denominações utilizadas, tais como “*intellectual capital*”, “*intangible assets*”, “*immaterial assets*”, “*invisible assets*” ou “*knowlegde assets*”, que são empregadas de formas intercambiáveis para se referir a mesma coisa (LEV, 2001; BOUNFOUR, 2003; ANDRIESSEN, 2004a). Portanto, nesta tese, os termos ativos intangíveis e capital intelectual são utilizados de forma idêntica para se referir a esses novos ativos.

Por outro lado, o conceito adotado para ativos intangíveis não é uniforme e tem sido compreendido de forma diferente. Em uma revisão abrangente da literatura, Martín-de-Castro et al (2011, p. 651) compilaram quase 20 definições diferentes para ativos intangíveis, conforme apresentado no Quadro 1.

QUADRO 1 - Conceitos históricos dos ativos intangíveis

Conceitos	Autores
Diferença entre o valor de mercado e do valor contábil da empresa	Galbraith (1969)
Diferença entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição dos ativos	Bontis (1996)
Combinação de ativos de mercado, ativos humanos, ativo de propriedade intelectual e ativos de infraestrutura	Brooking (1996)
Lacuna entre o valor de mercado e o valor contábil da firma	Sveiby (1997)
Lacuna entre o valor de mercado da firma e seus ativos financeiros (valor contábil do patrimônio líquido da firma)	Edvinsson e Malone (1997)
Conhecimento, informação, propriedade intelectual e expertise que podem ser utilizadas para criação de valor	Stewart (1997)
Conjunto de intangíveis, invisíveis ou intangíveis, fora do balanço, que permitem que a empresa opere e crie valor por meio deles.	Bueno (1998)
Conhecimento e capacidade de saber de um coletivo social	Nahapie e Ghoshal (1998)
Recursos imateriais que podem ser, de forma resumida, considerados essencialmente como ativos, sendo possível adquiri-los, combiná-los, transformá-los e explorá-los, de modo que seja possível atribuir, em princípio, a capitalização de seu valor.	Dzikowski (2000)
Conhecimento, competência e propriedade intelectual. E outros intangíveis, como marcas, reputação, e relacionamentos com os consumidores.	Teece (2000)
Ativo de conhecimento, que existe em uma organização em um ponto específico de tempo.	Bontis et al (2002)
Conjunto de intangíveis, invisíveis ou intangíveis, fora do balanço, que permitem que a empresa opere e crie valor por meio deles. Inclui o capital humano, tecnológico, organizacional, relacional e social.	CIC (2003)
A soma de todo o conhecimento que a organização utiliza para obter vantagem competitiva.	Subramaniam e Youndt (2005)
Ativos intangíveis de uma organização que não estão registrados nas demonstrações financeiras, mas que podem constituir 80% do valor de mercado de uma empresa.	Martínez-Torres (2006)
Competências básicas características dos intangíveis que permitem a criação e manutenção de vantagem competitiva.	Reed et al (2006)
Conjunto de recursos e capacidades intangíveis detidos pela firma.	Alama (2006)
Ativos de conhecimento que podem ser convertidos em valor. É uma maneira de criar e dar suporte à conexão entre o conjunto de expertise, experiência e competências dentro e fora da organização.	Cabrita e Bontis (2008)
Ativos intangíveis relacionados ao conhecimento integrado à organização.	Chang et al (2008)
O total de capacidades, conhecimentos, cultura, estratégia, processos, propriedade intelectual, e relação entre redes de contatos de uma empresa que cria valor ou vantagem competitiva, além de ajudar a organização a atingir seus objetivos.	Hsu e Fang (2009)

Fonte: Tradução realizada com base na “Table 1: Intellectual Capital concepts”, retirado de Martín-de-Castro et al (2011, p. 651).

Conforme apresentado no Quadro 1, a definição do conceito de ativos intangíveis evoluiu ao longo do tempo. Por exemplo, até o final do século XX, o conceito de ativos intangíveis residia na diferença encontrada, ou na lacuna, entre o valor de mercado e o valor contábil de uma empresa. Essa diferença, por sua vez, também é atribuída ao *goodwill* (ZANONI, 2009; DAHMASH; DURAND; WATSON, 2009; MARTINS et al, 2010), igualmente tido como um tipo de ativo intangível. Ainda nesse período e no início do século XXI, mostra-se, no Quadro 1, que o conceito parece ter sido refinado, incluindo em sua definição atributos como conhecimento, reputação, marcas, informação, relação com clientes, propriedade intelectual e todos os tipos de recursos imateriais. O que esses atributos apresentam em comum é o fato de que os elementos que compõem os ativos intangíveis têm ausência de substância física e, ainda assim, são capazes de gerar valor para a empresa em termos financeiros. A partir da definição apresentada por CIC (2003) no Quadro 1, percebe-se que foi incluída a característica de que os ativos intangíveis estão também fora do Balanço, ou seja, não estão incluídos e/ou propriamente reconhecidos pela Contabilidade. Além disso, eles estão delimitados em um horizonte temporal, isto é, podem ser permanentes ou provisórios, apresentam vantagem competitiva e podem ser compreendidos como capacidades e recursos que estão sob o controle da firma.

Os termos “vantagem competitiva”, “recursos”, “capacidades”, “ativos intangíveis” e “tempo” podem ser relacionados à teoria da visão baseada em recursos, ou *Resource Based View* (RBV) (REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006; GRECO; CRICELLI; GRIMALDI, 2013). Em linhas gerais, recursos e capacidades podem ser assimilados como qualquer coisa que represente as forças ou fraquezas de uma organização em um dado instante no tempo, de modo que, quando aproveitados racionalmente, e representando igualmente um atributo idiossincrático de uma empresa, podem despontar conjuntamente como vantagem competitiva sustentável no longo prazo (WERNERFELT, 1984; BARNEY, 1991; PETERAF, 1993; BARNEY; WRIGHT; KETCHEN JR, 2001). Kull, Mena e Korschun (2016) relembram, com base em Barney (1991), que esses atributos idiossincráticos de uma empresa devem ser valiosos, raros, inimitáveis e contemplados dentro da estrutura organizacional, isto é, VRIO.

Os conceitos elencados no Quadro 1 reforçam que compreender o conceito de ativo intangível apenas como um ativo sem substância física tem como consequência a restrição de sua complexidade, magnitude e multidisciplinariedade (DEAN; KRETSCHMER, 2007). Portanto, ao inter-relacioná-lo com o conceito de capacidade e recursos proporcionados pela RBV, verifica-se que a importância da integração desses recursos, em especial os intangíveis, no contexto empresarial contribuem para que as companhias os combinem de forma eficaz e eficiente para que seu valor seja maximizado por meio da potencialização de sua vantagem competitiva (BOUNFOUR, 2003; ABEYSEKERA, 2006; REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006; VELTRI; BRONZETTI, 2015).

Assim como observado nos conceitos apresentados no Quadro 1, os desdobramentos da temática acerca dos ativos intangíveis ocorreram em estágios evolutivos. Sobre isso, Martín-de-Castro et al (2011) resumem esses estágios em duas grandes fases. Na primeira, evidenciou-se a emergência em investigar o tema com base em resultados empíricos, bem como no desenvolvimento de modelos de avaliação desses ativos de modo a mobilizar a comunidade empresarial e acadêmica acerca da relevância e da eminência do tema. Já na segunda fase houve a mobilização, principalmente acadêmica, por maiores investigações empíricas que relacionassem ativos intangíveis e criação de valor.

Diferentemente das fases apresentadas em Martín-de-Castro et al (2011), Petty e Guthrie (2000) identificaram dois fluxos das pesquisas desenvolvidas sobre ativos intangíveis. Ao atualizar a revisão de literatura desenvolvida por esses autores, Guthrie, Ricceri e Dumay (2012) e Dumay e Garanina (2013) incrementaram os resultados dessa pesquisa e adicionaram mais um terceiro fluxo.

Nesse sentido, o primeiro fluxo de desenvolvimento de artigos científicos sobre ativos intangíveis ocorreu em meados da década de 1990. Essas pesquisas foram direcionadas para a conscientização da relevância do tema, abordando, de forma descritiva, que esses ativos eram um objeto de investigação importante e um direcionador de valor primordial para a geração de riqueza na economia e nas empresas, sendo imperativo que as organizações reportassem sobre eles em suas demonstrações financeiras de modo a tornar o invisível em visível (PETTY; GUTHRIE, 2000).

O segundo fluxo de desenvolvimento, sucedido por volta dos anos 2000, se deu por meio da busca por legitimidade, de modo que as pesquisas passaram a se concentrar em evidências empíricas no nível organizacional, enfatizando como o Mercado de Capitais reage diante da potencial criação de valor por meio dos ativos intangíveis, utilizando, para isso, inúmeros modelos de avaliação e de gestão orientados especificamente para tais ativos e, também, relacionando-os com a performance corporativa (GUTHRIE; RICCERI; DUMAY, 2012). Em ambos os fluxos, esses autores destacaram que as pesquisas eram orientadas de modo *top-down* na hierarquia organizacional.

O terceiro e atual fluxo de desenvolvimento do tema ocorreu por volta do ano de 2004 e fundamenta-se na crítica ao examinar as implicações reais dos ativos intangíveis na prática empresarial, considerando seus impactos não somente no nível financeiro e por meio de medidas ou variáveis *proxy* desses ativos, mas também como eles influenciam diretamente a prática empresarial (DUMAY; GARANINA, 2013). Nesse processo, a mudança da orientação *top-down*, advinda das duas etapas anteriores, para *bottom-up* denota que a influência dos ativos intangíveis parte de forma ascendente no ambiente corporativo e envolve todos os seus *stakeholders* e *shareholders* mais relevantes (VELTRI; BRONZETTI, 2015).

Com base nos fluxos evolutivos acerca das pesquisas teórico-empíricas apresentadas, resume-se que o primeiro fluxo enfatiza o “por que”, “onde” e “o que” são os ativos intangíveis, enquanto o

segundo fluxo é voltado para “como” avaliar esses ativos no contexto empresarial e “como” relacioná-los com a criação de valor corporativo (PETTY; GUTHRIE, 2000; GUTHRIE; RICCERI; DUMAY, 2012). O terceiro e atual fluxo enfatiza a “práxis” dos ativos intangíveis (DUMAY; GARANINA, 2013).

Desse modo, ressalta-se que a evolução das pesquisas sobre ativos intangíveis foi fundamental para o desenvolvimento de suas taxonomias, principalmente durante os dois primeiros fluxos (GUTHRIE; RICCERI; DUMAY, 2012). Com isso, as taxonomias adotadas para classificar os ativos intangíveis têm como principal objetivo identificá-los e desenvolver análises no contexto empresarial.

2.2 TAXONOMIAS DOS ATIVOS INTANGÍVEIS

Com base na concepção geral apresentada anteriormente foi encontrada, como algo difundido na literatura, a existência de três subgrupos que integram o conceito de ativos intangíveis. São eles: o capital humano; o capital estrutural; e o capital relacional (SVEIBY, 1997³; STEWART, 1998; PETTY; GUTHRIE, 2000; MERITUM PROJECT, 2002; KAUFMAN; SCHNEIDER, 2004; ANDRIESSEN, 2004a; ABEYSEKERA, 2006; REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006; VERGAUWEN; BOLLEN; OIRBANS, 2007; CHOONG, 2008; ABHAYAWANSA; GUTHRIE, 2010; MURTHY; MOURITSEN, 2011; MARTÍN-DE-CASTRO et al, 2011; INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL, 2013; DUMAY; CAI, 2014; VELTRI; BRONZETTI, 2015; WORLD INTELLECTUAL CAPITAL/ASSETS INITIATIVE, 2016). A partir desses três subgrupos, tipificações não exaustivas que exemplificam os ativos intangíveis são propostas, conforme exibido no Quadro 2.

De acordo com os exemplos de tipologia exibidos no Quadro 2 é possível perceber que há três fontes diferentes de criação de valor que convergem e podem conferir vantagem competitiva para as empresas. A primeira coluna, da esquerda para a direita, do Quadro 2, elenca os exemplos de capital humano cuja origem de criação de valor reside nos colaboradores e colaboradoras da empresa e na forma de conhecimento e/ou de suas características intrínsecas. No *case* da *Saatchiand Saatchi*, um exemplo de ativo intangível na forma de capital humano foi o *know-how* dos irmãos Saatchi e dos executivos chefes.

Na coluna do centro do Quadro 2, o capital relacional também é conhecido como capital dos clientes (DZINKOWSKI, 2000) ou capital externo à organização (CHOONG, 2008). Nesse subgrupo, a

³ É importante mencionar que Sveiby (1997) é um dos primeiros autores a abordar sobre os ativos intangíveis por meio de taxonomias. Atualizações de seus trabalhos podem ser vistas em <http://www.sveiby.com/Articles>.

QUADRO 2 - Tipologia dos ativos intangíveis

Capital humano	Capital relacional	Capital estrutural
- Inteligência	- Marcas	- <i>Network</i>
- <i>Expertise</i>	- Carteira de clientes	- Pesquisa e desenvolvimento
- Habilidades	- <i>Join venture</i>	- Filosofia
- Time de <i>experts</i>	- Participação de mercado	- <i>Trademarks</i>
- <i>BrainPower</i>	- Satisfação dos clientes	- Inovação
- Redes de <i>experts</i>	- Canais de distribuição	- Liderança
- Recursos humanos	- Colaboração de pesquisas	- Propriedade intelectual
- Qualificação vocacional	- Inteligência competitiva	- Patentes
- <i>knowhow</i>	- Contratos favoráveis	- Processos de gestão
- Programas de treinamento	- Imagem corporativa	- Segredos comerciais
- Educação	- Acordos de <i>franchising</i>	- <i>Softwares</i>
- Competência	- Reputação	- <i>Copyright</i>
- Motivação	- Taxa de rotatividade dos clientes	- Processos tecnológicos
- <i>Empowerment</i>	- Lealdade dos clientes	- Marca de serviço

Fonte: traduzido, resumido e adaptado de Vergauwen, Bollene Oirbans (2007, p. 1170-1172) – “Table 3: Results of search terms”

criação de valor é oriunda principalmente do relacionamento entre a empresa e seus *stakeholders*, sejam eles e elas seus clientes, fornecedores e/ou parceiros de negócios. No *case* da *Saatchiand Saatchi*, um exemplo de capital relacional foi sua carteira de clientes.

No último subgrupo apresentado no Quadro 2, o capital estrutural é igualmente denominado capital organizacional (DZINKOWSKI, 2000; REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006) ou capital interno à organização, uma vez que seus itens são criados essencialmente no âmbito interno da empresa (KAUFMAN; SCHNEIDER, 2004). No *case* da *Saatchiand Saatchi*, um exemplo de capital estrutural foi a marca de serviço, que também pode ser simbolizada pelo trabalho realizado pelos irmãos Saatchi.

Dentre o universo de possibilidades de desenvolvimento de pesquisas empíricas sobre evidenciação de ativos intangíveis, identifica-se que uma metodologia bastante recorrente que faz uso dessas taxonomias é a análise de conteúdo (ABHAYAWANSA; GUTHRIE, 2010; DUMAY; CAI, 2014, 2015). Por meio dessa metodologia, pesquisas buscam investigar a contagem de citações dos termos relacionados aos ativos intangíveis, por meio de suas taxonomias, em documentos emitidos por empresas, em especial os relatórios anuais (GUTHRIE et al, 2004; TSUI et al, 2014, dentre outros⁴). Dessa forma, se torna importante compreender cada uma dessas três taxonomias propostas por intermédio de seus conceitos e definições, ainda que de forma breve e pontual conforme se observa nas subseções a seguir.

⁴Para uma ampla revisão de literatura sobre o assunto, recomenda-se o artigo de Dumay e Cai (2014). Nesse artigo é apresentada uma análise abrangente, com cerca de 110 artigos, sobre a aplicação da análise de conteúdo na investigação da evidenciação de ativos intangíveis em relatórios financeiros emitidos por empresas ao redor do mundo. A crítica ao método, por sua vez, realçando, principalmente, as suas limitações, pode ser encontrado em Dumay e Cai (2015).

2.2.1 Capital humano

Essa dimensão dos ativos intangíveis pressupõe que a geração de valor corporativo reside nas pessoas, especificamente nos colaboradores e nas colaboradoras das empresas (REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006). Para que isso seja factível, as competências, as motivações para inovar, as capacidades, as experiências e a lealdade dessas pessoas devem estar alinhadas e apoiadas com a estrutura e os objetivos, a gestão de risco e os valores éticos compactuados pela organização, de modo que possam entender, devolver, gerenciar, colaborar e implementar suas estratégias ao longo do tempo (INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL, 2013).

Possivelmente, dentre as taxonomias dos ativos intangíveis, que são descritas a seguir, o capital, ou recursos, e as capacidades humanas são o tipo de ativo intangível em que o sentido de propriedade e controle detido pela organização assume significado mais nebuloso e bastante característico desse novo contexto econômico. Sobre isso, no *Meritum Project* (2002, p. 10, tradução nossa), o capital humano é definido como “o conhecimento que os(as) colaboradores(as) das companhias levam consigo quando deixam a empresa”. Um exemplo desse tipo de situação e seus impactos no resultado corporativo foram ilustrados no *case* da *Saatchiand Saatchi*. Assim, credita-se aos ativos humanos um dos principais tipos de ativos intangíveis, em conjunto com as marcas, do capital relacional, da propriedade intelectual e os investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D) do capital estrutural (REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006).

2.2.2 Capital estrutural

Essa dimensão dos ativos intangíveis “representa o repositório de conhecimento que é acessível através de um número de fontes que permitem o compartilhamento e a criação do conhecimento entre os colaboradores, as colaboradoras e partes interessadas afiliadas à organização” (REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006, p. 871, tradução nossa). Assim, o capital estrutural compreende a mobilização do conhecimento explícito e o implícito, formal e informal, que coexistem dentro das estruturas organizacionais, de modo que esse conhecimento seja compartilhado de maneira eficiente e eficaz para que sua combinação esteja relacionada com a perpetuação do desenvolvimento de suas atividades, produtos, serviços, processo, sistemas de informação e os objetivos voltados para a criação de valor de forma sustentável (MARTÍN-DE-CASTRO et al 2011).

Ao contrário do que se observa no capital humano, no capital estrutural alguns dos seus ativos são protegidos e podem se tornar direitos na forma de propriedade intelectual, que é legalmente controlada e claramente definida como propriedade da empresa e, além disso, o conhecimento

permanece dentro da firma e termina no final da jornada de trabalho (MERITUM PROJECT, 2002). Ou seja, alguns dos tipos de ativos intangíveis na forma de capital estrutural, a exemplo da propriedade intelectual que, no Quadro 2, são exemplificados com patentes, *copyrights*, segredo comercial e outros (DZINKOWSKI, 2000), podem apresentar características que se relacionam com o conceito de ativo apresentado em Goldfinger (1997), isto é, apesar de não serem tangíveis, esses ativos podem ser avaliados e mensurados, e sua propriedade pode ser delimitada, ainda que, no caso das patentes, seja por tempo determinado.

2.2.3 Capital relacional

Essa dimensão dos ativos intangíveis é caracterizada pela construção e pelo fortalecimento do relacionamento social promovido pelas empresas com o seu público interno, mas, principalmente, com o seu público externo (REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006). As relações construídas pelas empresas, que interagem com outros atores no espaço social, têm como principal objetivo articular grupos-chave de *stakeholders* para que, juntos ou individualmente, possam alcançar o bem-estar por meio do compartilhamento de normas e comportamentos comuns que estão fundamentados na disposição e no engajamento de criar e proteger esses valores, que, por vezes, estão refletidos na marca, na filosofia, nas redes de relacionamentos, na missão e na reputação das empresas (INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL, 2013).

Percebe-se que as dimensões capital humano e capital estrutural estão relacionadas à dimensão capital relacional. Em outras palavras, o capital relacional também é definido como sendo aquele que “compreende parte do capital humano e estrutural envolvidos nas relações das empresas com seus *stakeholders*, assim como a percepção que eles têm da firma”, sendo esses *stakeholders* os investidores (*shareholders*) da companhia, assim como seus credores, clientes, fornecedores, parceiros de R&D, dentre outros (MERITUM PROJECT (2002, p. 11, tradução nossa). Nessa dimensão, os relacionamentos e a forma como a empresa é vista e percebida pelos *stakeholders* são as suas principais características (REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006; MARTÍN-DE-CASTRO et al 2011), sendo isso sobretudo relevante nos dias atuais, em que o *networking* e as redes sociais ganham destaque na vida das pessoas (QUINTON; WILSON, 2016; FELIX; RAUSCHNABEL; HINSCH, 2017).

2.3 PERSPECTIVAS DOS ATIVOS INTANGÍVEIS

As pesquisas acadêmicas abordam os ativos intangíveis por meio de taxonomias, a exemplo de Kayo (2002), no contexto nacional, e Dumay e Cai (2014), no contexto internacional. Contudo, em linha com a proposta de Marr (2005), defende-se, nesta tese, que os ativos intangíveis devem ser também compreendidos por meio de perspectivas para que esse objeto de pesquisa esteja definido em bases uniformes. Ou seja, a compreensão por perspectivas promove um entendimento compartilhado e homogêneo acerca do que são esses ativos de acordo com a percepção de leitores, de profissionais e de pesquisadores do tema.

Analogamente, Marr (2005) explica que a depender da perspectiva de pesquisa ou da ótica do leitor acerca do que são os ativos intangíveis, o entendimento sobre o termo pode variar. Por isso, esse autor explica que a compreensão por meio de taxonomias é restritiva e não contempla integralmente a complexidade, a multidisciplinariedade e o caráter multifacetado do tema. Por exemplo,

Quando alguém fala com contadores, eles provavelmente se referem aos intangíveis como “ativos não financeiros que não apresentam substância física, mas são identificáveis e controlados pela entidade por meio da custódia e dos direitos legais”, como definido pelo *Accounting Standards Boards* no FRS 10, que é o principal padrão para evidenciação dos intangíveis e *goodwill*. Tal definição rigorosa exclui muitos dos intangíveis comumente aceitos, como satisfação dos clientes, conhecimento e habilidades dos funcionários, assim como eles não podem ser controlados pela firma em termos contábeis. Um gerente de recursos humanos pode se referir aos ativos intangíveis como as habilidades, conhecimento e atitudes dos funcionários. Um gerente de *marketing* pode argumentar que ativos intangíveis, tais como reconhecimento das marcas e satisfação dos clientes, são como a alma do sucesso do negócio; enquanto um gestor de TI pode ver os intangíveis-chaves como sendo os *softwares* e capacidade de *network* (MARR, 2005, p. xiii-xiv, tradução nossa).

Diante do exposto, nesta tese foram adotadas duas perspectivas para investigar os ativos intangíveis são: 1) a contábil e 2) a financeira. Acredita-se que ambas dialogam sobre o objeto de pesquisa em questão ao defini-lo como sendo o conjunto de ativos sem corpo físico que estão sob controle da empresa e dos quais se espera que gerem benefícios econômicos futuros obtidos por meio de entradas de fluxos de caixa, e que apenas as empresas que os detêm conseguem usufruir desse benefício (perspectiva contábil), conforme definido por Lev (2001); Perez e Famá (2006); Skinner (2008a); Zéghal e Maaloul (2011). Esse conceito se aproxima da ideia de fluxo de caixa descontado (perspectiva financeira) em que o valor de um ativo é obtido pela soma do valor presente de seus fluxos de caixa descontados ao longo do tempo a uma taxa apropriada de risco (KAYO et al, 2004; KAYO et al, 2006a; KAYO, 2002; KAYO; KIMURA; BASSO, 2005).

Ao apresentar e discutir sobre essas duas perspectivas, o passo teórico seguinte foi construir um constructo teórico por meio da conversão dessas duas perspectivas, demarcando os seus limites e as suas

abrangências na avaliação dos ativos intangíveis, contemplando, principalmente, a percepção desses ativos nas perspectivas dos analistas financeiros. O resultado dessa conversão culmina na proposição de que os analistas financeiros podem despontar como agentes econômicos que complementam as informações contábeis por meio de metodologias financeiras para calcular o valor dos ativos intangíveis. Essa conversão foi realizada na subseção 2.3.3.

As perspectivas acerca dos ativos intangíveis são iniciadas pela perspectiva contábil (subseção 2.3.1) para, em seguida, apresentar a perspectiva financeira (subseção 2.3.2). Ambas as perspectivas foram fundamentadas de acordo com suas vertentes normativas e, sobretudo, positivas. Na Contabilidade, a vertente normativa estabelece o que, de fato, é registrado na Contabilidade com base em normas e procedimentos legais, enquanto a vertente positiva se caracteriza, sobretudo, como um recurso metodológico para desenvolver pesquisas empíricas. Em Finanças, tem-se que a vertente normativa orienta a decisão a ser tomada, ao passo que a vertente positiva possibilita analisar as diversas alternativas de investimentos com base em métodos, modelos e ferramentas de cunho quantitativo como suporte à tomada de decisão.

2.3.1. Perspectiva contábil

Antes de apresentar a definição do papel da contabilidade no processo da tomada de decisão, explicado com base em seu objetivo, é importante posicionar esta pesquisa quanto à vertente do pensamento contábil com o qual está alinhada, se positiva e/ou normativa. Para isso, inicialmente, discutem-se as transferências de enfoque das pesquisas em Contabilidade, que partiram da teoria normativa para a positiva. Em relação à teoria normativa, enfatiza-se que sua relevância é pautada na definição do que a prática contábil orienta sobre a mensuração dos ativos intangíveis, com base em regras e procedimentos deliberados por órgãos de normatização contábil. Quanto à teoria positiva, a sua relevância está respaldada na capacidade informativa das demonstrações financeiras para que os investidores interpretem essas informações e, a partir delas, tomem suas decisões, de modo a verificar se o que a teoria define pode ser verificado e testado empiricamente. Para Schiehl, Borba e Murcia (2007), esse é o primeiro passo para compreender a contabilidade como uma disciplina científica.

Analisando a evolução da pesquisa contábil, verifica-se que o seu desenvolvimento ocorreu, inicialmente, de maneira predominantemente normativa e voltada à recomendação de práticas e procedimentos aplicados em Contabilidade, os quais se fundamentam em normas e procedimentos legais para a efetivação do registro dos eventos relativos às alterações patrimoniais da firma nas demonstrações financeiras em um dado período (LOPES; MARTINS, 2005). Assim, a tradição normativa estava vinculada em quais deveriam ser as informações necessárias para que a utilidade do

modelo contábil mantivesse sua ênfase na elaboração e na explicação das práticas contábeis (HENDRIKSEN; BREDA, 1999).

A abordagem normativa ainda está presente para a elaboração das demonstrações financeiras, e não há como deixar de sê-lo. No entanto, no contexto da pesquisa em Contabilidade, o enfoque mais utilizado tem sido o positivista, que tem cunho empírico e se disseminou, principalmente, a partir do desenvolvimento da área das Finanças Corporativas e de Mercado, durante a segunda metade do século XX (KOTHARI, 2001).

Para Lopes (2001), no final dos anos de 1960, a ênfase da contabilidade, referindo-se principalmente à norte-americana, migrou da tradição normativa para uma perspectiva baseada na informação, conhecida como *informational approach*, também denominada teoria positiva (ou abordagem positiva). Esse enfoque contempla a capacidade explicativa e preditiva das informações produzidas pela Contabilidade no Mercado de Capitais, assim como sua utilização pelos participantes do mercado e pela sociedade como um todo (KOTHARI, 2001). Consequentemente, essa transição da teoria normativa para a teoria positiva passou a considerar a visão da teoria da Contabilidade como ciência (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

Assim, a transformação das pesquisas em Contabilidade, impulsionada pela abordagem positiva, passou a ver o Mercado de Capitais como um grande laboratório no qual teorias podiam ser testadas (LOPES, 2001). Logo, o campo de pesquisa contábil foi ampliado, incorporando em sua abordagem teorias positivas da ciência econômica, tais como a teoria da agência e as premissas dos mercados eficientes (KOTHARI, 2001).

Essa ótica se tornou ainda mais importante na medida em que a área da Contabilidade passou a ser vista como um meio de transmissão de informações, que pode ser avaliada pela qualidade e/ou utilidade que apresenta para informar adequadamente os seus usuários sobre qual decisão tomar (PENMAN, 2009). Um sistema de informação contábil que atenda a esses requisitos é denominado de contabilidade voltada para geração de valor aos usuários externos, principalmente os investidores fundamentalistas (PENMAN, 2011; 2013).

Com a definição das principais vertentes da teoria contábil, tem-se que o objetivo primário da Contabilidade, que reflete em seu papel no processo de avaliação dos ativos intangíveis, consiste na geração de informações econômicas úteis que influenciam todo o processo decisório dos usuários externos (IUDÍCIBUS; MARION, 2002). Esse processo de geração de informações requer que a contabilidade identifique, mensure e evidencie as informações de teor econômico, financeiro e patrimonial da firma para o julgamento dos usuários dessas informações, contemplando a diversidade de registros e demonstrações que a Contabilidade pode oferecer (EVANS, 2003; FUJI, 2004). Esse objetivo possibilita o debate e o desenvolvimento de pesquisas com a finalidade de identificar padrões essenciais

a serem observados na elaboração das demonstrações financeiras (IUDÍCIBUS et al, 2011). Dentre eles, destacam-se a representação fidedigna e a confiabilidade como pressupostos qualitativos básicos das informações contábeis evidenciadas nas demonstrações financeiras (CPC 00 (R1), 2011, 2011).

O processo contábil utilizado pela Contabilidade busca reconhecer (registrar: quando e como), mensurar (avaliar: quanto vale) e evidenciar (demonstrar: comunicar nas demonstrações financeiras) os fatos e atos econômicos que alteraram a composição patrimonial durante um determinado período de tempo, denominado exercício contábil ou exercício social. É por meio desse processo que a Contabilidade é reconhecida como uma linguagem e, como qualquer linguagem, precisa de regras para a sua construção, das quais as principais são os princípios e as normas contábeis contemplados em sua estrutura conceitual. Além disso, requer também que o conteúdo da sua linguagem seja inteligível e acessível aos usuários externos, para que eles possam compreender o que a linguagem contábil está informando (SCOTT, 2009; DIAS FILHO, 2000).

Dessa forma, entende-se que, para avançar nas pesquisas em Contabilidade, é preciso conciliar as prerrogativas das teorias positivas e normativas. Para Schiehl, Borba e Murcia (2007), teorias normativas da Contabilidade ditam o que deve ser feito, pautando-se em um pensamento dedutivo, ao passo as teorias positivas concentram-se em explicar o por que a Contabilidade é o que é, priorizando um pensamento indutivo e a relevância do empirismo. Assim, de forma ideal, não deveria haver diferença entre essas duas abordagens teóricas, uma vez que em um campo teórico bem desenvolvido e completo tanto o que deve ser feito, como o que ele é, são importantes para a sua formação (SCHOEDER; CLARK, 1995 apud SCHIEHL; BORBA; MURCIA, 2007).

Portanto, o alinhamento teórico adotado nesta tese é uma combinação das teorias positivas e normativas da Contabilidade, as quais buscam fundamentar o seu papel na tomada de decisão. Em outras palavras, sugere-se que o papel e objetivo da Contabilidade é prover os usuários externos, por meio de demonstrações financeiras regidas por instrumentos legais, de informações úteis e consistentes que os auxiliem no processo da tomada de decisão de investimento. É, portanto, o enfoque normativista auxiliando a formatação de informações contábeis sejam representadas confiavelmente e fidedignamente para que o enfoque positivista possa contribuir para o desenvolvimento de análises das demonstrações financeiras e investigar empiricamente os seus impactos na tomada de decisão dos usuários externos.

Posto isso, Schmidt e Santos (2009) recomendam que é oportuno conceituar, primeiramente, o que é ativo para, então, definir o que é ativo intangível em termos contábeis. No Brasil, a conceituação de ativo adotada em Contabilidade é orientada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). Destaca-se que o direcionamento dessas orientações está em consonância com a harmonização da contabilidade brasileira às normas internacionais (isto é, em consonância com o *International Financial*

Reporting Standards - IFRS), e os marcos dessa transição foram impulsionados pela Lei nº 11.638/2007 e pela Lei nº 11.941/2009.

De acordo com o pronunciamento conceitual básico emitido e revisado pelo CPC, abreviado como CPC 00 (R1), que foi elaborado com base no *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, emitido pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), o conceito de ativo é de que: “é um recurso controlado pela entidade como resultado de eventos passados e do qual se espera que fluam futuros benefícios econômicos para a entidade” (CPC 00 (R1), 2011, p.26).

De acordo com Schmidt e Santos (2009), é possível identificar três características fundamentais de um ativo com base na definição anterior. São eles: 1) estar sob o controle da empresa; 2) sua existência depende de um evento passado; e 3) deve ter a capacidade de gerar benefícios econômicos futuros. A primeira característica está relacionada aos termos de posse e de propriedade, que englobam o direito legal de uso ou controle que a empresa detém sobre seus ativos (SANTOS et al, 2007). Já o atributo “evento passado” obedece ao critério de competência e está atrelado ao evento econômico que gerou o ativo, que pode ser a compra, produção, ou a prestação de serviços (CPC 00 (R1), 2011). A última característica está vinculada, principalmente, à primeira, isto é, os ativos devem gerar benefícios econômicos futuros conversíveis, direta ou indiretamente, em entradas de fluxos de caixa dos quais as empresas possuem o direito exclusivo de usufruir (PEREZ; FAMÁ, 2006).

Assim como Lev (2001), Santos et al (2007) e em Amaral (2012), para conceituar ativos intangíveis recorreu-se à origem do termo. Assim, em relação ao termo em inglês “*intangible*”, traduzido para o português como “intangível”, verifica-se que, etimologicamente, deriva do latim medieval *intangibilis*, que significa “incapaz de ser tocado”, “não tangível”, “carece de substância física” (MERRIAM-WEBSTER DICTIONARY, 2015). Além da imaterialidade do ativo intangível, existem outras características que são igualmente relevantes para a sua compreensão e definição, em termos contábeis e financeiros.

O conceito de ativo intangível em termos contábeis é, por sua vez, similar ao de ativo. De acordo com o CPC 04 (R1) (2011), que orienta a definição, o reconhecimento e a mensuração dos ativos intangíveis em correlação ao IAS 38 (IASB – BV 2010), os ativos intangíveis são ativos não monetários identificáveis e sem substância física. Schmidt e Santos (2009, p. 5) pontuam três características que são necessárias para considerar um ativo como intangível. São elas as seguintes:

- 1) **Identificável**: se ele for separável ou se resultar de direitos contratuais ou outros direitos legais;
- 2) **Controlado pela entidade**: se ela detém o poder de obter benefícios econômicos futuros e é capaz de restringir o acesso de terceiros;
- 3) **Gerador de Benefícios Econômicos Futuros**: os quais podem incluir a receita de venda de produtos ou serviços, redução de custos ou outros benefícios resultantes do uso do ativo pela entidade. (Schmidt e Santos, 2009, p. 5, grifo nosso).

Com base na definição apresentada, verifica-se que, assim como adotado para a definição dos ativos em termos gerais, os ativos intangíveis também são recursos controlados pela entidade e dos quais se espera que gerem benefícios econômicos futuros por meio de entradas de fluxos de caixa, cujo direito exclusivo de recebê-los é da empresa que os detêm. Por outro lado, uma característica diferencial dos ativos intangíveis é que eles devem ser recursos identificáveis. De acordo com o CPC 04 (R1) (2011), um ativo intangível atende aos critérios de identificação quando é possível separá-lo, ou seja, a empresa pode vendê-lo, transferi-lo, licenciá-lo, alugá-lo ou trocá-lo, individualmente ou por meio de um contrato e, também, quando é resultante de direitos legais ou contratuais, como forma de diferenciá-lo do ágio derivado da expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*).

Sobre isso, Perez e Famá (2006, p. 14) comentam que “sempre que for possível dar um nome ao ativo intangível, como patente, por exemplo, indica que se trata de um ativo intangível identificável; caso contrário trata-se de um ativo não identificável”. Além das patentes, existem vários outros tipos de ativos intangíveis que são identificáveis, conforme pode ser retomado nas taxonomias de ativos intangíveis que foram abordadas nas subseções iniciais desta Revisão de Literatura.

Mais recentemente, por meio das Normas Brasileiras de Contabilidade Técnicas número 04, ou NBC T 04 (R4), o ativo intangível é definido como “um ativo não monetário identificável e sem substância física”, sendo a mensuração obtida, inicialmente, pelo seu valor de custo (NBC T 04, (R4), p. 4, 2017). Os critérios de identificação, controle e benefícios econômicos futuros permanecem os mesmos em relação ao CPC (R1) (2011).

Em relação ao *goodwill*, existem também definições e regras contábeis específicas. O CPC 15 (R1) (2011), que aborda combinações de negócio, cuja formulação foi baseada no IFRS 3 – *Business Combination* (BV 2010) emitido pelo IASB, define que *goodwill* é o ágio derivado por expectativa de rentabilidade futura. Esse ativo proporciona “benefícios econômicos futuros resultantes de outros ativos adquiridos em uma combinação de negócios, os quais não são individualmente identificados e separadamente reconhecidos” (CPC 15 (R1), 2011, p.21).

A conceituação proposta pelo CPC 15 (R1) não contempla algumas características teóricas do *goodwill*. Segundo Martins et al (2010, p. 5), o “*goodwill* é um ativo que surge quando a entidade possui uma capacidade de gerar lucros superiores ao normal para o setor no qual atua por conta da sinergia de diversos ativos intangíveis que não podem ser isoladamente identificados”. Percebe-se, então, que ele não é desvinculado da atividade fim da empresa, pode ser gerado internamente ou em uma combinação de negócios, e não é identificado. Assim, o *goodwill* pode ser compreendido como um valor residual, ou seja, como “aquele ‘algo a mais’ que é pago sobre o valor de mercado do patrimônio líquido das entidades a refletir uma expectativa (subjéctiva) de lucros futuros em excesso de seus custos de oportunidade” (IUDÍCIBUS, 2006, p. 234 apud MARTINS et al, 2010, p. 7).

Após definidas as bases conceituais dos ativos intangíveis, o passo seguinte é definir as condições para o seu reconhecimento nas demonstrações financeiras, de acordo com a legislação em vigor no Brasil.

2.1.3.1 Reconhecimento dos ativos intangíveis no Brasil

Nos últimos 10 anos, a contabilidade brasileira tem passado por diversas mudanças provocadas pelo processo de harmonização das normas nacionais em relação às normas de Contabilidade internacionais, estas representadas pelo *International Financial Report Standards* (IFRS). O início desse processo ocorreu em 2005, por meio da Resolução nº 1.055 do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) que instituiu o CPC (CERQUEIRA et al, 2012).

Para esclarecer essa transição de harmonização de normas, Lorencini e Costa (2012) explicam que a promulgação da Lei nº 11.638/07 marcou o início do processo gradual entre o modelo contábil brasileiro ao modelo internacional, seguida pela Lei nº 11.941/09. Segundo esses autores, tal mudança ocorreu por meio das orientações emitidas pelo CPC, que foram reiteradas por órgãos reguladores, tais como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e o Banco Central do Brasil (BACEN), dentre outros. Esses autores comentam, ainda, que o processo de harmonização ocorreu em duas fases, sendo a primeira em 2008, que foi apenas parcial, e a segunda em 2010, quando ocorreu a adoção completa das orientações emitidas pelo CPC.

Com base em orientações normativas, os critérios de reconhecimento dos ativos intangíveis apresentam algumas particularidades em relação ao reconhecimento dos ativos. Assim, antes de introduzir o reconhecimento dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras, deve-se explicar como os ativos são reconhecidos. Sobre isso, Perez e Famá (2006, p. 14) comentam que

Para que um item possa ser reconhecido como ativo, ele deve preencher todos os requisitos de reconhecimento de qualquer ativo, ou seja, apenas deverá ser reconhecido como ativo quando: a) corresponder à definição apropriada, b) ser mensurável (existência de um atributo de mensuração confiável), c) ser relevante e d) ser preciso (a informação é verificável e neutra). Dessa forma, é necessário que o ativo intangível possua todas as características conceituais de um ativo, que, efetivamente, faça diferença no julgamento de um usuário externo e, também, que seja possível descrevê-lo detalhadamente, de forma que a informação reportada seja confiável e represente fielmente esse ativo; caso contrário, esse elemento não pode ser reconhecido e registrado contabilmente. (PEREZ; FAMÁ, p. 14, 2006).

A atualização da citação de Perez e Famá (2006), contextualizada para os ativos intangíveis, pode ser encontrada no CPC 04 (R1) (2011, p. 8), em que a orientação para o “reconhecimento de um item como ativo intangível exige que a entidade demonstre que ele atende a definição de ativo intangível

e atende aos critérios de reconhecimento”. Uma vez que a definição de ativo intangível já foi apresentada, a ênfase reside nos critérios de reconhecimento.

O CPC 04 (R1) (2011, p.9) orienta que os ativos intangíveis devem ser reconhecidos apenas se: “a) for provável que os benefícios econômicos futuros esperados atribuíveis ao ativo serão gerados em favor da entidade e b) o custo do ativo possa ser mensurado com confiabilidade”. Este pronunciamento considera que os ativos intangíveis podem ser adquiridos separadamente, ou por meio de uma combinação de negócios, ou ainda adquiridos através de subvenção ou assistências governamentais, ou por permuta de ativos. Em relação aos ativos desenvolvidos pela organização, o CPC 04 (R1) (2011) considera o *goodwill* e os ativos intangíveis gerados internamente.

Caso um item satisfaça às condições de definição de um ativo intangível e se enquadre em uma das formas de reconhecimento apresentadas anteriormente, a base de mensuração desse ativo ocorre por meio de seus valores de entrada, que podem ser pelo custo de aquisição ou pelo valor justo. Na hipótese de que um item não se enquadre na definição de ativo intangível, como marcas e gastos com pesquisa, por exemplo, o CPC 04 R1 (2011) orienta que os valores destinados a esses itens sejam considerados como despesas do período.

Esse último tratamento ocorre porque dois aspectos qualitativos fundamentais da informação contábil, conforme orienta o CPC 00 (R1) (2011), é a relevância e a representação fidedigna. Para Martins, Machado e Callado (2014), a relevância está atrelada à utilidade e ao impacto que a informação contábil representa para a tomada de decisão pelos usuários externos, ao passo que a representação fidedigna se relaciona com a representação perfeita da informação, isto é, que a informação seja completa, imparcial e livre de erro.

Em relação aos ativos intangíveis e aos aspectos qualitativos fundamentais da informação contábil ora apresentados, questiona-se: os ativos intangíveis devem ser obrigatoriamente evidenciados nas demonstrações financeiras, principalmente no Balanço Patrimonial?

A resposta para essa pergunta é, contudo, inconclusiva, pois é a partir dela que surgem várias críticas às limitações da contabilidade em evidenciar os ativos intangíveis nas demonstrações financeiras, sendo este o principal gargalo da contabilidade, apontado em nível nacional e internacional. Somam-se às limitações da contabilidade o tratamento dado aos gastos relacionados à pesquisa e desenvolvimento (P&D) como despesas do período, que obedecem a prerrogativas legais. Adiante são indicadas as principais críticas à contabilidade e, na perspectiva financeira, uma alternativa que complementa o teor informativo das demonstrações financeiras para a estimação do valor dos ativos intangíveis.

2.3.1.2. Críticas à evidenciação contábil dos ativos intangíveis

Apesar da demonstrada evolução da Contabilidade nos últimos anos, argumenta-se que existem alguns desafios que precisam ser superados. Dentre eles, destacam-se a mensuração e a evidenciação dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras (LEV, 2001; SANTOS, 2002; KAYO, 2002; ECKSTEIN, 2004; GOODWIN; AHMED, 2006; ANTUNES; LEITE, 2008; AMARAL, 2012; ZANOTELI; AMARAL; SOUZA, 2015).

As principais críticas que incidem nas limitações da mensuração, do registro e da evidenciação dos ativos intangíveis pela Contabilidade recaem no abismo encontrado entre a diferença do valor de mercado das companhias abertas em relação àquele registrado nas demonstrações financeiras, contribuindo para que esses relatórios percam poder explicativo para a tomada de decisão e possam, inclusive, se tornarem obsoletos (SVEIBY, 1997; STEWART, 1998; LEV, 2001; BONFOUR, 2003; ECKSTEIN, 2004; LEV, 2005; DAHMASH; DURAND; WATSON, 2009; CIPRIAN et al, 2012; KAYO; FAMÁ, 2004; KAYO et al 2006b; KAYO; TEH; BASSO, 2006; BERZALNE; ZELGALVE, 2014).

Soma-se a essas críticas o tratamento contábil dado aos gastos com P&D, que a Contabilidade reconhece, de modo geral, como despesa do período. O equívoco em tratar P&D como despesa operacional é respaldado no argumento de que esses gastos são uma das principais fontes de criação de valor dos ativos intangíveis, ou seja, a Contabilidade deveria tratá-lo como um capital de investimento de longo prazo (HUNTER; WEBSTER; WAYTT, 2005).

Para Kaufmann e Schneider (2004), a preocupação associada à evidenciação dos ativos intangíveis pela Contabilidade conduziu a uma série de pesquisas teóricas e empíricas que buscam desenvolver ou validar um conjunto de métodos e modelos que possam agregar maior teor informativo às demonstrações financeiras por meio da inclusão do valor dos ativos intangíveis. Por meio disso, a Contabilidade se aproximaria das tendências econômicas e financeiras com o objetivo de elaborar demonstrações que atendam às necessidades informativas dos usuários externos (WERNKE; BORNIA, 2003).

A relevância da necessidade do tratamento contábil aos ativos intangíveis tem sido a agenda do *Financial Accounting Standards Board* (FASB), sob o título *Disclosure of Information about Intangible Assets not Recognized in Financial Statements*, e também da *European Commission – Enterprise Directorate General*, por meio da proposta-convite ao *Study on the measurement of intangible assets and associated accounting practices* (ECKSTEIN, 2004). Dessa forma, Dahmash, Durand e Watson (2009) enfatizam que as agências internacionais de normatização contábil internacional têm unido

esforços para agregar maior poder informativo às demonstrações financeiras por meio da tentativa de incorporação dos ativos intangíveis, sendo este um tópico de intenso debate.

Atualmente, no entanto, apesar da exigência teórica e empírica imposta à Contabilidade em mensurar, registrar e evidenciar os ativos intangíveis, os alvos das críticas persistem: P&D é tratado como despesa do período e os ativos intangíveis, em sua maioria, não são inteiramente registrados nas demonstrações financeiras. Seguindo essa linha de raciocínio, questiona-se: os ativos intangíveis devem ser integralmente e obrigatoriamente evidenciados nas demonstrações financeiras?

Para tentar responder a essa questão, é necessário retomar a estrutura conceitual da informação contábil. A relevância e a representação fidedigna, que culminam na confiabilidade das informações apresentadas nas demonstrações financeiras, pressupõem que as bases de mensuração dos ativos devem ser consistentes e precisas. Esses fundamentos permitem que as informações contábeis sejam neutras, sem viés e que apresentem fielmente a posição financeira, econômica e patrimonial da entidade em um dado período de tempo.

Com base nos aspectos fundamentais da informação contábil ora apresentados, é possível depreender que a maioria dos ativos intangíveis não atende aos critérios necessários para que sejam registrados contabilmente. Tais ativos não têm um mercado com liquidez, mesmo que secundário (LEV, 2001), para que a contabilidade possa mensurá-los confiavelmente e, assim, represente-os fidedignamente em suas demonstrações financeiras. A mensuração a custo histórico poderia ser uma alternativa caso os custos atrelados à formação do ativo intangível fossem confiavelmente apurados, conforme sugerem Hunter, Webster e Waytt (2005) e Penman (2009).

Assim, encontra-se uma relação ambígua. De um lado, a ausência da inclusão integral do valor dos ativos intangíveis poderia afetar o poder explicativo das demonstrações financeiras para seus usuários externos, uma vez que um dos principais ativos corporativos estaria subavaliado ou sequer evidenciado. Por outro, incorporar um valor aos ativos intangíveis em bases inconsistentes e, dessa forma, inserir valores imprecisos nas demonstrações financeiras, poderia ser ainda pior, na medida em que passariam a ser evidenciados valores que não representam confiável e fidedignamente a composição total dos ativos corporativos.

Sobre isso, Lev (2008) argumenta que a Contabilidade deveria evidenciar integralmente o valor dos ativos intangíveis em suas demonstrações financeiras para que a composição de ativos corporativos sejam melhor representado. Por outro lado, Penman (2009) discute que as demonstrações financeiras apresentam valores que servem como âncoras e são utilizados como referência na determinação do valor corporativo pelos seus usuários externos. Por isso, incorporar valores incertos, a exemplo dos ativos intangíveis, poderia conduzir a informações enviesadas sobre a posição financeira, econômica e patrimonial da firma.

Possivelmente, uma forma de tentar contornar essas críticas pode ocorrer por meio dos modelos de avaliação de empresas desenvolvidos pelas Finanças. Assim, uma alternativa complementar à perspectiva contábil respalda-se na definição das delimitações de papéis, ou seja, em quais são as abrangências e as limitações da Contabilidade e onde poderiam ser iniciadas as abrangências e as limitações das Finanças. Somado a isso, enfatizamos o papel do analista financeiro no processo de avaliação dos ativos intangíveis.

2.3.2 Perspectiva financeira

As críticas anteriores acerca de uma possível limitação contábil em relação à evidenciação integral dos ativos intangíveis em suas demonstrações financeiras podem ser compreendidas de outra forma. Para Penman (2009), a razão principal que justifica que esses ativos não sejam integralmente incorporados aos relatórios financeiros reside na incerteza acerca de seu valor, principalmente em termos monetários. Assim, caso a Contabilidade incorporasse o valor desses ativos às suas demonstrações por meio de valores incertos, a consequência recairia na contaminação das informações contábeis, já que haveria o registro de um valor especulativo (PENMAN, 2009). Tal atitude teria como reflexo a violação dos objetivos e do papel da Contabilidade, em especial quando são retomados os conceitos defendidos pelas suas vertentes teóricas positivas e normativas, bem como os aspectos qualitativos da informação contábil que foram apresentados na subseção 2.3.1.

Como proposta, apresenta-se, nesta tese, uma maneira complementar de entender as definições dos ativos intangíveis por meio da compreensão de sua perspectiva financeira. Nesse sentido, o papel das Finanças é apresentado como forma de amplificar a concepção acerca desses ativos, somando à compreensão contábil desenvolvida anteriormente. Para isso, o papel das Finanças é fundamentado com base em seu objetivo, isto é, a que se propõem as Finanças Corporativas e de Mercado, ou simplesmente Finanças. Ao longo desta tese, esses dois termos foram utilizados de formas intercambiáveis.

Para conceituar o objetivo das Finanças é importante alinhar a orientação teórica definida nesta tese, assim como foi procedido com a perspectiva contábil. Desse modo, define-se que os conceitos apresentados a seguir estão alinhados com as perspectivas teóricas positivas e normativas das Finanças, que servem de suporte à tomada de decisão dos agentes econômicos, a exemplo de investidores, instituições bancárias, analistas de mercado, etc.

Jensen e Smith Jr (2000) propõem alinhar essas duas vertentes teóricas, uma vez que ambas auxiliam os agentes econômicos na análise de suas decisões. As teorias financeiras desenvolvidas anteriormente ao ano de 1950 eram normativas e concentravam-se apenas em orientações práticas e prescritivas acerca da tomada de decisão; posteriormente a essa data, as teorias positivas foram

desenvolvidas de forma *ad hoc*, contemplando a gama de resultados possíveis que uma decisão pode ter (JENSEN; SMITH JR, 2000; IQUIAPAZA; AMARAL; BRESSAN, 2009). Então, ao unir essas duas perspectivas teóricas, depreende-se que não basta apenas saber sobre qual decisão deve ser tomada (vertente normativa), mas deve-se, também, ter conhecimento sobre quais são as suas implicações (vertente positiva) no ambiente corporativo (JENSEN; SMITH JR, 2000).

Com base nesses conceitos, Petty e Bygrave (1993) esclarecem que o objetivo, ou a essência, das Finanças é tratar das alocações de recursos de forma eficiente, considerando o risco, o retorno e o tempo entre os vários agentes econômicos que possuem direitos sobre os fluxos de caixa da firma. Ou seja, para esses autores, os administradores gerenciam as alocações de recursos, enquanto os investidores do Mercado de Capitais atribuem valor aos investimentos. Em linhas gerais, a ideia de valor está vinculada à expectativa de ganho em relação ao desempenho futuro da firma, considerando que houve criação de valor.

Em um contexto de incerteza quanto ao desempenho futuro da firma, Miller (1999) relembra que as Finanças buscam lidar com tomadores de decisão nessas situações por meio do desenvolvimento de métodos, modelos e teorias que os auxiliem a fazer os melhores julgamentos possíveis, principalmente quando foram desenvolvidos por pesquisadores com o perfil dos cursos de negócio. Assim, a expectativa de retorno e a probabilidade de perda, mensurada pela variabilidade do retorno, por exemplo, são modeladas para que ferramentas de cunho quantitativo possam embasar a tomada de decisão e viabilizar a alocação ótima de recursos no Mercado Financeiro.

Desse modo, unindo as perspectivas de Petty e Bygrave (1993) e Miller (1999), tem-se que o papel das Finanças é promover a alocação eficiente de recursos entre as empresas que necessitam desse aporte monetário e recorrem ao mercado financeiro para captá-los e também entre agentes econômicos que utilizam das teorias e dos métodos desenvolvidos em Finanças para alocar recursos financeiros aos agentes deficitários, a fim de financiar os seus investimentos por meio do Mercado de Capitais.

Para que essas alocações de recursos ocorram entre agentes econômicos superavitários e deficitários, é importante esclarecer que as Finanças buscam trabalhar com dois conceitos principais que são extraídos por meio da definição de seu papel. Esses conceitos podem ser resumidos em valor e avaliação.

Andriessen (2004a, p. 11) define que “valor está nos olhos de quem vê”, ou seja, o conceito de valor depende do ponto de vista de utilidade e/ou conveniência daquele que está atribuindo valor. Analogamente, o conceito de avaliação depende de critérios implícitos ou explícitos, assim como de uma medida, padrão e/ou parâmetros bem definidos para mensurar o valor, conforme esclarece o mesmo autor.

Exemplificando, de forma simples e intuitiva, qual a diferença entre valor e avaliação, pode-se estabelecer uma relação entre o que é utilidade e o que é preço, sendo a primeira uma percepção de valor e a segunda uma medida de valor escalonada em termos monetários. Assim, tem-se que quanto maior for o valor atribuído a um ativo por um determinado agente econômico, maior tenderia a ser o preço desse ativo. Em outros termos, isso significa que valor é um conceito de teor subjetivo e qualitativo que depende da formação de expectativa ou da percepção de utilidade assumida por um agente em relação a um determinado ativo, enquanto avaliação está atrelada a uma maneira de mensurar o “valor” de um ativo de forma objetiva e em termos quantitativos.

De posse do conhecimento referente ao atual cenário econômico, que foi amplamente discutido nas subseções anteriores, dos conceitos apresentados de valor e avaliação, bem como do papel das Finanças, pressupõe-se que a relevância dos ativos intangíveis no mercado de capitais reflete na forma como os participantes desse mercado têm atribuído maior valor a esses ativos corporativos, uma vez que são os principais geradores de valor da firma na atual Era da Informação e, portanto, potenciais direcionadores das decisões de alocações de recursos. Assim, percebe-se que a conjectura da tríade exposta culmina na perspectiva financeira dos ativos intangíveis.

Assim, a literatura sobre o tema tem apontado que a valorização dos ativos intangíveis pode ser representada principalmente pelo aumento expressivo do índice *market-to-book* e, por conseguinte, pela grande diferença positiva encontrada entre os valores de mercado e contábil das empresas que integram o mercado de capitais. Logo, tem-se que tal cenário contribui para que sejam desenvolvidos mecanismos para avaliar os ativos intangíveis por meio de modelos quantificáveis que sejam capazes de mensurar satisfatoriamente o seu valor.

2.3.2.1 Modelos de avaliação de ativos intangíveis

De modo geral, os modelos de avaliação de ativos, ou de valor de empresas (*valuation*), são estimados pelo valor presente de seus fluxos de caixa futuros. Quanto aos fluxos de caixas futuros, entende-se que eles são formados por meio da capacidade de uma dada empresa em gerar receitas, lucros ou dividendos ao longo do tempo, enquanto o valor presente é calculado por meio da incerteza, que é medida em termos de riscos associados à realização desses fluxos de caixa futuros.

A forma descrita para avaliar ativos em geral também é aplicável para avaliar ativos intangíveis em particular. Para Damodaran (2009), a avaliação de empresas intensivas em ativos intangíveis precisa ser adaptada, em comparação à avaliação de ativos em geral, porque as principais fontes de informações para calcular seus fluxos de caixa futuros estão imprecisas, incipientes ou têm alguma combinação de ambos.

Como exemplo, Damodaran (2009) cita três principais fontes de informações para fazer *valuation* que são: 1) as demonstrações financeiras; 2) os dados históricos da firma; e 3) as empresas concorrentes. Seguindo a linha de raciocínio desse autor, em primeiro lugar, companhias intangíveis intensivas existem há pouco tempo no mercado, o que limita o acesso a informações históricas longas. Além disso, suas demonstrações financeiras não refletem inteiramente os ganhos obtidos por meio de seus ativos intangíveis devido a uma série de regras e procedimentos contábeis. Por fim, essas empresas, geralmente, são relativamente novas no setor em que atuam, não havendo outras (*benchmarking*) para que sejam utilizadas como base de comparação.

Por isso, diversos modelos de avaliação de ativos intangíveis foram desenvolvidos em diferentes perspectivas, isto é, de acordo com medidas baseadas em dados financeiros e não financeiros. Alguns modelos são direcionados para fins gerenciais e voltados para usuários internos, enquanto outros são destinados para usuários externos, principalmente os participantes e demais *stakeholders* do Mercado de Capitais. Salinas (2009) classifica esses modelos de avaliação dos ativos intangíveis em cinco grupos, sendo os três primeiros os principais, a saber: 1) modelos baseados no custo; 2) modelos baseados no mercado; 3) modelos baseados na receita (ou seja, no fluxo de caixa descontado); 4) os outros dois modelos incluem os métodos de opções reais; e 5) os mistos.

A variedade de modelos de avaliação de ativos intangíveis disponível na literatura é bastante ampla, demonstrando a complexidade do tema. Porém, nesta tese, apenas alguns modelos estão citados com o objetivo de apresentar um panorama geral daqueles considerados como os principais e que foram desenvolvidos nos últimos anos. Em específico, pretende-se abordar o *Income Statement*, proposto por Penman (2009), devido à abordagem diferenciada em relação aos autores citados.

Em relação aos modelos mais citados na literatura, Andriessen (2004b) encontrou mais de 30 variações que foram organizadas em três categorias, que são: 1) modelos de avaliação financeira; 2) mensuração de valor; e 3) mensuração de apreciação de valor. Na primeira categoria, os modelos de avaliação financeira estão voltados para o aprimoramento da gestão interna, assim como para o aperfeiçoamento dos relatórios externos, sendo os principais: *economic value added*TM, *market-to-book* e *Tobin's Q*. A segunda categoria de modelos de mensuração de valor também busca melhorar a gestão interna, cujos principais são: *balanced scorecard* e *intellectual capital audit*. Por fim, a terceira categoria utiliza medidas de apreciação de valor, em que os principais são *skandia navigator*, *intangible asset monitor* e *intellectual capital index*.

Bontis (2001) também encontrou diversos modelos na literatura, abordando apenas cinco em seu artigo, a saber: *Skandia Navigator*, *Intangible Assets index*, *technology broker*, *intangible asset monitor*, *MVA/EVA* e *Citation-weighted patents*. De forma similar, Amaral (2012, p. 73) enumerou os principais modelos de avaliação dos ativos intangíveis encontrados na literatura que quantificam esses

ativos em valores monetários. São eles: “Fórmula do Capital Intelectual da *Skandia*, de Edvinsson e Malone (1998); a diferença entre o valor de mercado e o valor contábil, de Stewart (1998); o de Sveiby (1998); o de Roos et al (1997); o de Caddy (2002); o de Hope e Hope (2000) e o *Intangibles-Driven-Earnings*, de Lev (2001)”.

Com exceção dos modelos de avaliação financeira, os demais modelos de avaliação de ativos intangíveis apresentam possibilidades de replicações restritas, sobretudo quando analisadas por meio de bases de dados secundárias. Isso decorre da necessidade de informações internas de cunho gerencial que não estão disponíveis ao público externo, uma vez que são consideradas estratégicas para as empresas. O *balance scorecard* é um exemplo de modelo que requer informações privadas que são obtidas principalmente no interior das empresas e de cunho gerencial.

Outro ponto que desfavorece uma replicação desses modelos, assim como sua comparação, reside na definição do conceito de avaliação adotada nesta pesquisa. Ou seja, entende-se por avaliação uma forma quantitativa de avaliar os ativos intangíveis por meio de técnicas, parâmetros e métricas que são passíveis de modelagens, inclusive a econométrica. Aqui, compreende-se por modelagem uma abordagem quantitativa passível de ser aplicada e replicada por meio de dados financeiros que podem ser coletados por meio de dados secundários obtidos das demonstrações financeiras e de informações provenientes do Mercado de Capitais.

Propondo uma abordagem diferente dos autores citados anteriormente, Penman (2009) defende que o “*Income Statement*” (demonstração de resultado, em português) pode ser uma alternativa adequada para mitigar os problemas de informações ausentes no Balanço Patrimonial. Para esse autor, o valor dos ativos da empresa, podendo ser estendido ao valor dos ativos intangíveis, deve ser apurado por meio da Demonstração de Resultado em conjunto com o Balanço Patrimonial, considerando que ambos podem corrigir as falhas um do outro. Tal conciliação de demonstrações financeiras coaduna com a dinâmica de geração de valor decorrente dos ativos intangíveis, que ocorre em conjunto com os ativos tangíveis e que estão evidenciados nas duas demonstrações financeiras citadas anteriormente.

A principal proposição do *Income Statement* é a de que os ganhos decorrentes do uso dos ativos sempre passam pelas contas de resultado das empresas. Nesse sentido, o valor dos ativos (tanto tangíveis como intangíveis) pode ser calculado pela mensuração direta, a exemplo do valor evidenciado no Balanço Patrimonial, ou também pode ser calculado de forma indireta pela capitalização de seus ganhos. Por exemplo, Penman (2009) cita que o valor da marca Coca-Cola não está evidenciado na Demonstração de Resultado, mas os ganhos com o uso da marca estão nos fluxos relacionados com a geração de resultado que ela proporciona para a firma. Por isso, mesmo na hipótese de altos índices de *market-to-book*, o valor da Coca-Cola está mensurado na Demonstração de Resultado por meio da

performance corporativa com o uso da marca em conjunto com outros tipos de ativos tangíveis (PENMAN, 2009).

Desse modo, esse autor (op. cit.) destaca também que não há ativos intangíveis sem crescimento corporativo, ou seja, mesmo que o valor dos ativos intangíveis esteja evidenciado no Balanço Patrimonial, isso não produzirá alterações na formação de expectativas quanto ao desempenho futuro da empresa enquanto não haja crescimento evidenciado na Demonstração de Resultado. Esse raciocínio parte do pressuposto de que tais ativos não estariam gerando retorno para a firma, portanto seriam irrelevantes. Em suma, há relação direta entre performance corporativa e valor dos ativos intangíveis.

Matematicamente, a fundamentação de que o *Income Statement* pode conter informações sobre o valor dos ativos intangíveis é derivada da propriedade contábil do cancelamento dos erros ou erros de soma zero. Penman (2009, p. 362) evidencia esse conceito conforme discussão a seguir.

Na abordagem do Balanço Patrimonial, é defendido que o valor originário de dados contábeis pode ser expresso da seguinte forma:

$$Valor_t = Valor\ Contábil_t \quad (1)$$

Consequentemente, uma das principais tentativas da contabilidade é produzir um Balanço Patrimonial que seja indicativo de valor. Para isso, deve-se unir conceitos da Contabilidade e da avaliação de ativos. Essa união funciona para contas de caixa e equivalentes de caixa, mas não para o valor de ativos intangíveis e para o valor de mercado do patrimônio, uma vez que ambos são caracterizados como valores especulativos. Entretanto, em caso de crescimento futuro constante do resultado corporativo, o valor contábil da empresa (obtido pelos resultados esperados) no tempo corrente pode ser obtido na forma de uma perpetuidade, de modo que

$$Valor_t = \frac{Resultados\ Esperados_{t+1}}{r} \quad (2)$$

em que o denominador, abreviado como r , é o retorno e pode ser mensurado de diversas formas. Caso o resultado corrente seja um bom indicador de resultados futuros, uma vez que não há expectativa de crescimento do resultado esperado, pode-se reescrever a equação (2) como

$$Valor_t = \frac{Resultados_t}{r} \quad (3)$$

Um conceito fundamental na contabilidade que concilia a mensuração de valor contábil da firma e aproxima-o de seu valor de mercado refere-se à propriedade do cancelamento dos erros ou erros de soma zero. Isso se torna sempre verdade ao pressupor que o resultado contábil é do tipo *clean-surplus*, de modo que

$$\begin{aligned} \text{Retorno da ação}_{t+1} &= P_{t+1} + D_{t+1} - P_t \\ \text{Retorno da ação}_{t+1} &= \text{Resultado}_{t+1} + (P_{t+1} - B_{t+1}) - (P_t - B_t) \end{aligned} \quad (4)$$

Em que P é o preço da ação e B é o valor contábil da ação, e D são os dividendos. A transformação da equação (4) deriva da equação do *clean-surplus*, que força uma articulação entre resultado, valor contábil e dividendos líquidos, de modo que.

$$\begin{aligned} B_{t+1} &= B_t + \text{Resultado}_{t+1} - D_{t+1} \\ \text{Substituindo } D_{t+1} &= \text{Resultado}_{t+1} - (B_{t+1} - B_t) \text{ em retorno da ação, conforme} \\ &\text{primeira linha da equação (4), encontra-se com a segunda linha da equação (4)} \end{aligned} \quad (5)$$

A equação (4), que relaciona o retorno da ação com o resultado corporativo, demonstra que, em caso de omissão de valores no Balanço Patrimonial, a exemplo dos ativos intangíveis, isso não produzirá erros materiais que inviabilizariam o cálculo desses ativos não evidenciados. Tal relação é verdadeira, contanto que o erro apurado no final do exercício seja igual ao erro apurado no início do exercício contábil, de modo que tais erros serão cancelados pelos termos $(P_{t+1} - B_{t+1}) - (P_t - B_t)$. Desse modo, ainda de acordo com a equação (4), ao cancelar os termos dos erros de mensuração, tem-se que o retorno da ação é igual ao resultado esperado da empresa, de modo que $\text{Retorno da ação}_{t+1} = \text{Resultado}_{t+1}$. Por meio dessa relação, conclui-se que o valor da empresa é sempre igual ao retorno da ação capitalizado a uma taxa de retorno (sob condições de ausência de arbitragem) e, conseqüentemente, o valor de uma empresa também é igual aos resultados esperados capitalizados a uma taxa r, conforme demonstrado na equação (2).

Para Penman (2009), ao contextualizar o cancelamento dos erros à realidade empírica, afirma-se que os erros não terão valores iguais. Para igualá-los, as correções desses erros devem ser realizadas pelos analistas. A motivação para essa delegação da correção dos erros deve-se ao fato de que os analistas trabalham com informações especulativas, a exemplo do valor dos ativos intangíveis no Mercado de Capitais. Para que isso seja feito em bases confiáveis e, assim, esses erros sejam reduzidos o máximo possível, os analistas precisam ter um valor confiável sobre o qual possam arbitrar. Ou seja, os analistas precisam de um valor de referência dos ativos intangíveis para que possam corrigir possíveis

diferenças entre o valor contábil e o valor de mercado de uma companhia. Nesse sentido, o valor dos ativos intangíveis evidenciado no Balanço Patrimonial consistiria no valor que é mensurado com confiabilidade, sendo possível utilizá-lo como âncora e, assim, proceder com possíveis arbitramentos a partir dele.

2.3.2.2 Limitações dos modelos de avaliação dos ativos intangíveis

Na literatura é possível identificar a ausência de consenso acerca do melhor método, ou sequer de qual é o mais consistente para avaliar os ativos intangíveis (ANDRIESSEN, 2004a; 2004b). Enumera-se a existência de dezenas de modelos e técnicas desenvolvidos para avaliar os ativos intangíveis, conforme abordado anteriormente. Todavia, mesmo com essa quantidade expressiva de modelos, as críticas recaem principalmente sobre o fato de que, ainda assim, a maioria deles tem limitações que, por vezes, impedem que sejam desenvolvidas aproximações fidedignas do valor dos ativos intangíveis, assim como na definição de variáveis ou *proxies* para calcular o seu valor.

As principais limitações desses modelos devem-se ao descompasso entre o crescimento dos investimentos, da relevância e da quantidade de pesquisas teórico-empíricas desenvolvidas sobre ativos intangíveis nos últimos 20 anos em relação à evolução dos modelos para avaliá-los, sendo a primeira muito mais rápida e prolífera do que a segunda, que tem sido mais morosa (GARCIA-AYUSO, 2003). Assim, a concordância de que esse cenário precisa mudar é algum dos poucos aspectos consensuais identificados na literatura. Dentre os pontos de intersecção mais relevantes, destacam-se a necessidade de aperfeiçoar os métodos e as técnicas desenvolvidas até então (DUMAY; CAI, 2014).

Nesse sentido, identificou-se que um dos gargalos que dificultam a resolução dos problemas dos modelos de avaliação de ativos intangíveis desenvolvidos até então reside na forma pela qual as duas perspectivas adotadas nesta pesquisa têm se comportado em relação a essa temática. Argumenta-se que ambas têm apresentado limitações em suas tentativas de mensurar e avaliar os ativos intangíveis.

De um lado, argumenta-se que há limitações na mensuração, no registro e na evidenciação dos ativos intangíveis pela Contabilidade, sendo necessário uma evidenciação integral do valor dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras, contribuindo para que os mesmos não se tornem obsoletos no atual cenário econômico (SVEIBY, 1997; STEWART, 1998; LEV, 2001; BONTIS, 2001; GARCÍA-AYUSO, 2003; KAYO et al, 2004; LEV, 2005; KAYO; KIMURA; BASSO, 2005; KAYO et al, 2006b; BERZKALNE; ZELGALVE, 2014).

Por outro lado, as Finanças têm desenvolvido modelos de avaliação de ativos que têm limitações, principalmente na definição das variáveis determinantes para avaliar os ativos intangíveis, o que contribui para uma quantificação prejudicada desses ativos e uma avaliação que pode não refletir

inteiramente o seu valor (BONTIS, 2001; LEV 2001; 2005; PENMAN, 2009; BERZKALNE; ZELGALVE, 2014). Damodaran (2009) argumenta que o problema reside na forma como deve ser estimado os fluxos de caixa futuros gerados por esses ativos. Como exemplo, esse autor afirma que, ao utilizar modelos de avaliação consagrados de Finanças, e.g. fluxo de caixa, sem considerar as devidas particularidades dos ativos intangíveis, também pode ser possível estimar valores viesados desses ativos.

Desse modo, verifica-se que um dos principais argumentos que fundamentam as críticas referentes às duas perspectivas apresentadas reside no aumento do índice *market-to-book*, que impulsiona uma diferença substancial entre o valor de mercado e o valor contábil das companhias de capital aberto (TSAI; LU; YEN, 2012; NICULITA; POPA; CALOIAN, 2012). Contudo, ainda que esse índice seja a evidência mais contundente da valorização dos ativos intangíveis que foi, de alguma forma, precificada pelos participantes do mercado acionário, é importante ressaltar que o problema em interpretá-lo sem uma reflexão adequada acerca de suas limitações pode conduzir a interpretações que negligenciem outros fatores igualmente relevantes que podem superestimar o valor desses ativos e subestimar o valor dos ativos tangíveis, ou vice-versa.

Desse modo, a discussão a respeito do protagonismo dos ativos intangíveis, bem como sua reflexão no índice *market-to-book* no atual contexto econômico, precisa ser analisada cuidadosamente. Lev (2005) considera um argumento incompleto aquele que se apoia na pretensa diferença positiva entre valor de mercado e o valor contábil como um indicativo de valoração dos ativos intangíveis pelo mercado de capitais.

Para ilustrar essa questão, cita-se que uma das formas de apurar o valor de mercado de uma empresa pode ser obtida pela cotação do preço da ação na data do encerramento do exercício e multiplicá-la pela quantidade de ações em circulação (FAMÁ, BARROS, 2000). Sobre isso, sabe-se que no valor do preço da cotação de uma ação e, conseqüentemente, no valor de mercado refletido, existem inúmeras informações que também estão embutidas no preço. Dentre elas, podem-se citar: a) formação de bolhas, b) excesso ou falta de liquidez, c) desvios de racionalidade dos investidores, d) interferências macroeconômicas, dentre outras causas que influenciam no preço.

Para García-Ayuso (2003), a consequência dos problemas citados em relação às limitações dos modelos de avaliação de ativos intangíveis tem reflexos diretos na Economia. Isso sinaliza a relevância de pesquisar sobre esse tema, tanto em países desenvolvidos como em países em desenvolvimento. Em relação a este último, o desenvolvimento de modelos de avaliação de ativos intangíveis se torna ainda mais crítico, a exemplo da proposta de modelos baseados na realidade brasileira.

No campo das pesquisas relacionadas às Finanças, Hunter, Webster e Wyatt (2005, p. 5) ressaltam que a existência de uma miscelânea de modelos tem causado dois problemas principais ao compararem os modelos oriundos da contabilidade com os modelos que utilizam dados não financeiros,

a exemplo do *balanced scorecard* e outros: “1) as métricas dos modelos que utilizam dados não financeiros tendem a misturar conceitos de custo e avaliação e 2) a mensuração dos modelos oriundos da contabilidade incorrem no impasse da má classificação de investimentos em ativos intangíveis como despesas”.

Nesse sentido, como uma das formas possíveis para aprimorar as informações sobre o valor dos ativos intangíveis, Penman (2009) recomenda que a Contabilidade avalie esses ativos a custo histórico. Adicionalmente, este autor sugere que é necessário definir que os modelos desenvolvidos pelas Finanças possam avaliar os ativos intangíveis com base em informações consistentes produzidas pela Contabilidade, definindo, também, como os usuários dessas informações podem tomar suas decisões. A fundamentação dessa proposição está respaldada no modelo e nos pressupostos do *Income Statement*, discutidos anteriormente.

Em suma, conclui-se que os modelos de avaliação dos ativos intangíveis possuem algumas limitações, tanto no âmbito dos modelos oriundos da Contabilidade, como dos provenientes das Finanças. Sobre isso, as pesquisas empíricas são pouco conclusivas a respeito do melhor modelo ou de qual seria mais robusto para avaliar os ativos intangíveis. Adicionalmente, verifica-se uma miscelânea de conceitos sobre mensuração, avaliação e custo, bem como a fragilidade de apenas basear o argumento de que a criação de valor pelos ativos intangíveis é evidenciada somente pelo índice *market-to-book*.

Como sugestão de melhoria, que foi identificada por meio do *gap* teórico e empírico discutido anteriormente, uma das principais contribuições desta tese é propor soluções para as limitações dos modelos de avaliação dos ativos intangíveis por meio da conciliação das perspectivas da Contabilidade e das Finanças, apresentando, para isso, a figura do analista financeiro como um *expert* de mercado que promoveria a convergência dessas perspectivas.

2.3.3 Proposta de convergência das perspectivas contábil e financeira

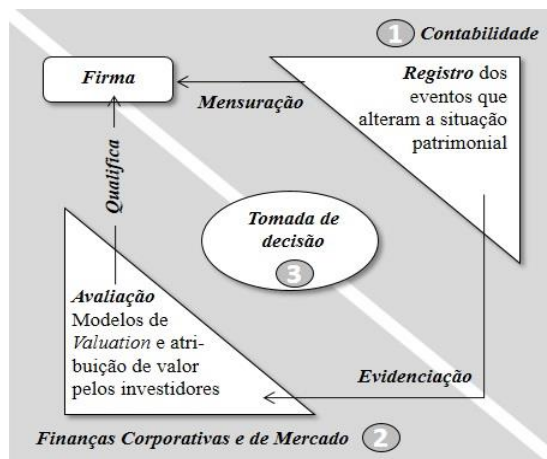
Com base nos conceitos apresentados nas subseções 2.3.1 e 2.3.2, resume-se que o papel da Contabilidade é fornecer informações úteis para a tomada de decisão, de modo que produzam impacto na forma como o usuário das demonstrações financeiras interpreta e projeta o desempenho futuro de uma empresa. Já o papel das Finanças é alocar recursos de forma eficiente, por meio de métodos e de modelos teóricos e empíricos que fundamentam a tomada de decisão de investimentos dos agentes econômicos.

Posto isso, na Figura 3 exibe-se uma proposta de delineamento das abrangências e limitações dessas duas perspectivas dos ativos intangíveis. Essa ilustração tem como objetivo fundamentar o desenho de pesquisa proposto. Na Figura 3 estão esquematizadas, de forma simples e intuitiva, as

abrangências, as limitações e as intersecções entre as Finanças e a Contabilidade, no que tange à avaliação dos ativos intangíveis.

Conforme se observa na Figura 3, as análises das demonstrações financeiras para atribuição de valor pelos usuários externos funcionam em três etapas sequenciais. Destas, a etapa 1 está relacionada com a Contabilidade, em que são considerados como atividade de abrangência contábil a mensuração e o registro dos eventos que alteram a situação patrimonial da firma, de modo que são materializados por meio de sua evidenciação nas demonstrações financeiras. Em seguida, na etapa 2 são iniciadas as atribuições das Finanças, sendo estas, por sua vez, concentradas no desenvolvimento de metodologias de suporte à tomada de decisão pelo usuário externo por meio da análise das informações contidas nas demonstrações financeiras e outras informações voluntárias. Tal análise tem o objetivo de qualificar a empresa como viável ou não de realizar investimentos. Finalmente, a etapa 3 é o resultado das etapas anteriores, que culminam na tomada de decisão para atribuição e quantificação do valor da empresa, sendo este valor compreendido pelos ativos tangíveis e intangíveis. Com a apresentação dessas etapas, é importante visualizar que essas divisões estão respaldadas nos objetivos dessas duas perspectivas, demonstrando que ambas se complementam no processo da tomada de decisão para avaliação da empresa e, conseqüentemente, dos ativos intangíveis.

FIGURA 3 - Desenho do constructo teórico referente às abrangências, limitações e intersecções das perspectivas contábil e financeira dos ativos intangíveis



Fonte: Elaborado pela autora.

As citadas etapas 1, 2 e 3 foram apresentadas como as abrangências das perspectivas em questão. Por outro lado, a delimitação das limitações entre ambas reside na distinção de conceitos entre mensurar e avaliar. Assim, ainda na Figura 3, observa-se que a Contabilidade se limita a mensurar, enquanto as Finanças se limitam a avaliar os ativos intangíveis, de forma exclusiva.

Para explicar as delimitações das abrangências e das limitações propostas na Figura 3, argumenta-se que a Contabilidade, com base na teoria normativa, deve mensurar o valor dos ativos intangíveis, conforme preconizam as normas e os procedimentos contábeis pertinentes. Em seguida, a Contabilidade evidencia os fatos e atos geradores da variação patrimonial da empresa na forma de demonstrações financeiras, que são uma representação fixa da situação econômica, financeira e patrimonial em um dado instante no tempo, geralmente definido como ano-calendário e que, usualmente, tem a abrangência de um ano. Portanto, considera-se que a obediência às deliberações emitidas por órgãos contábeis tem como função padronizar as informações para a tomada de decisão, de modo que sejam elaboradas em bases consistentes e que produzam, como preconiza a teoria positiva, efeito informacional que influencie a tomada de decisão e, assim, possam ser verificadas e testadas empiricamente.

Conforme já evidenciado, Penman (2009) é enfático ao afirmar que os valores contábeis são âncoras que servem como referências para avaliação do desempenho corporativo atual e futuro pelos usuários externos, principalmente o investidor fundamentalista. Por isso, esse autor argumenta que a contabilidade eficiente e voltada para valor deve se basear em fundamentos objetivos para mensurar, registrar e evidenciar transações econômicas das quais tenha efetivamente o *know-how* (PENMAN, 2009; 2011). Dessa forma, as informações contábeis não são contaminadas por valores estimados ou incertos, a exemplo dos ativos intangíveis, em especial aqueles gerados internamente. Isto porque incorporá-los às demonstrações financeiras poderia conduzir à perda de algumas de suas características fundamentais para a tomada de decisão, dentre elas destacam-se: a ausência de viés, a neutralidade, a representação fidedigna, a uniformidade e a consistência.

Seguindo essa linha de argumentação, tem-se que a diferença encontrada entre o valor contábil e o valor de mercado do patrimônio da firma não representaria, necessariamente, uma deficiência ou um erro de mensuração da contabilidade em não evidenciar todos os ativos intangíveis nas demonstrações financeiras. Os valores contábeis, ao contrário do valor de mercado, não são diretamente afetados por flutuações e oscilações temporárias decorrentes das expectativas dos agentes econômicos, como ocorre no mercado financeiro (PENMAN, 2009).

De acordo com os pressupostos dos cancelamentos dos erros, Penman (2009) considera natural que na realidade empírica a contabilidade produza valores que são diferentes dos valores de mercado. Para esse autor, as correções dessas diferenças devem ser realizadas pelos agentes do mercado, principalmente os analistas financeiros e os investidores fundamentalistas. Logo, mesmo na hipótese de que o valor contábil do patrimônio líquido esteja sub ou superavaliado em relação ao seu valor de mercado, esses agentes econômicos são capazes de corrigir esses valores para mais ou para menos, respectivamente, com base na análise interpretativa das demonstrações financeiras.

Consequentemente, pressupõe-se que limitar a Contabilidade ao papel de mensurar os fatos geradores da variação patrimonial é preservar a sua objetividade para que sejam informados, nas demonstrações financeiras, apenas os valores que são efetivamente conhecidos das transações econômicas. Assim, ao contrário de algumas críticas direcionadas à Contabilidade, considera-se que esta perspectiva cumpre o seu papel informativo sem subestimar a complexidade da avaliação dos ativos intangíveis e os desafios subjacentes à sua mensuração e evidenciação (ANTUNES; MARTINS, 2002).

Para Elwin (2008), Skinner (2008a) e Zéghal e Maaloul (2011), a Contabilidade não precisa de reformas para que os ativos intangíveis sejam incorporados às demonstrações financeiras, uma vez que as evidências empíricas e a lógica econômica provam o contrário, no que concerne à obsolescência das demonstrações financeiras para tomada de decisão e aos problemas de alocação eficiente de recursos, principalmente em empresas de tecnologia. Para Skinner (2008a), supor que a contabilidade apresenta fragilidades nesses quesitos implica em subestimar a capacidade e a sofisticação dos participantes do mercado em corrigir esses valores com base em suas interpretações extraídas das demonstrações financeiras, bem como em suas análises acerca das projeções do desempenho corporativo no Mercado de Capitais. De fato, esses autores argumentam que essas críticas carecem de evidências empíricas comprobatórias e consistentes.

Em resposta à Skinner (2008a), Lev (2008) se mostra claramente contrário às proposições de que a contabilidade não precisa de reformas e de que as críticas à divulgação das informações sobre o valor dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras não são inteiramente aplicáveis. Para Lev (2008), as forças que guiam o mercado não são suficientes para avaliar os ativos intangíveis e para estimar o seu valor. Por isso, esse autor defende que a Contabilidade precisa de reformas, uma vez que, realizando uma retrospectiva histórica, o sistema contábil cometeu erros. Como exemplo, Lev (2008) cita que, nos últimos 10 anos, a Contabilidade não conseguiu prever as bolhas das empresas de tecnologia nos anos 1990, fracassou em alertar os investidores sobre os escândalos contábeis nos anos 2000 e falhou novamente ao não refletir inteiramente a baixa dos valores das hipotecas *subprime*. Assim, Lev (2008) conclui que reformas na Contabilidade não podem ser consideradas como novidade ou algo indesejável e, portanto, duas possíveis soluções podem ser implementadas para melhorar a utilidade das informações contábeis quanto ao valor dos ativos intangíveis, sendo 1) a capitalização dos investimentos em intangíveis, principalmente P&D e 2) a evidenciação de informações padronizadas sobre esses ativos.

A tréplica de Skinner (2008b) aos comentários de Lev (2008) pauta-se essencialmente no fato de que os participantes do Mercado de Capitais são capazes de avaliar os ativos intangíveis e que, além disso, mudar as normas contábeis não representa uma garantia de que esse mercado será afetado mais precisamente devido à divulgação do valor dos ativos intangíveis. Para Skinner (2008b), pressupor que o

mercado é incapaz de estimar o valor dos ativos intangíveis, sendo necessário que os contadores o façam por meio das demonstrações financeiras, é admitir que os agentes econômicos confiam e aceitam mecanicamente as informações da Contabilidade, o que, do seu ponto de vista, não é um pressuposto intuitivo e, tampouco, plausível. Portanto, Skinner (2008b) conclui que o papel do Balanço Patrimonial não é divulgar o valor de livro que rastreia o valor de mercado, como propõe Lev (2008) com a pretensa diferença atribuída ao *market-to-book* e que responsabilizar a Contabilidade pelos escândalos apresentados é adotar um posicionamento muito superficial em relação às complexidades que circundaram tais eventos. Elwin (2008) exhibe alinhamento teórico similar ao de Skinner (2008a; 2008b) e de Penman (2009), corroborando a ideia de que o valor contábil do patrimônio não é tão significativo em termos de performance corporativa, ao contrário das informações contidas nas Demonstrações de Resultado, que são mais relevantes para os analistas.

Em conformidade com os argumentos expostos, entende-se que avanços devem ser realizados pela Contabilidade para que o seu papel informativo seja aprimorado. Embora a vertente favorável à reformulação da Contabilidade preconize que a evidenciação do valor dos ativos intangíveis das empresas seja obrigatória e que as agências e os órgãos de regulamentação contábil deveriam endossar essa proposta e padronizar um relatório específico (LEV, 2008), há outras alternativas para o avanço dessa perspectiva. Dentre elas, destaca-se o incentivo à evidenciação estruturada de informações voluntárias do valor dos ativos intangíveis, as quais serviriam de subsídios aos usuários externos, auxiliariam na tomada de decisão e reduziram as assimetrias de informação (BESSIEUX-OLLIVER et al, 2014; ZÉGHAL; MAALLOUL, 2011; SKINNER, 2008a). Elwin (2008) acredita que, com o passar do tempo, a solução será a crescente incorporação dos ativos intangíveis aos Balanços Patrimoniais, apesar de não ser esse o desejo dos investidores e analistas de mercado.

Enquanto a mensuração é atribuída como uma limitação da Contabilidade, considera-se que a avaliação dos ativos intangíveis se limita essencialmente às Finanças. Essa demarcação é justificada pelo fato de a avaliação da performance corporativa estar relacionada com os usuários das informações financeiras, que qualificam as empresas em boas ou ruins de se realizar investimentos financeiros de acordo com suas projeções de valor quanto ao desempenho futuro da firma. Além disso, como os valores dos ativos intangíveis são imprecisos, podendo representar uma especulação, modelos quantitativos desenvolvidos em Finanças são utilizados em contextos de incerteza para a tomada de decisão, de modo a auxiliar as decisões e a dimensão das possibilidades de alocações de investimentos (PENMAN, 2009).

Assim, utilizar informações provenientes do Mercado de Capitais para avaliar o ativo intangível das empresas por métricas de *valuation*, ou de análise de balanço, ou ainda por meio de modelagens econométricas, ou de informações voluntárias, pode ser contributivo na medida em que são evidenciadas

e exploradas formas adicionais de informações sobre o valor do ativo intangível que transpõem os valores contidos nas demonstrações financeiras. Isso ocorre porque a legislação societária e demais regulamentações dificultam, ou mesmo impedem, que os valores contábeis sejam boas *proxies* do verdadeiro valor dos ativos intangíveis. Portanto, a especulação em torno do valor desses ativos é afetada pelas expectativas dos participantes do mercado quanto ao desempenho futuro da firma, que dependem das projeções e do nível de risco, assim como do retorno esperado, determinados por esses agentes econômicos. Pode-se, então, concluir que o papel desempenhado pelas Finanças é iniciado quando as atribuições da Contabilidade estão materializadas nas demonstrações financeiras, de modo que os papéis dessas duas perspectivas funcionam como um ciclo que se complementam.

A intersecção das perspectivas contábil e financeira culmina na tomada de decisão à luz de suas teorias positivas e normativas. Isto é, não basta apenas orientar de forma prescritiva ou de acordo com prerrogativas legais o valor e qual seria a forma correta de avaliar os ativos intangíveis (orientação teórica normativa). Para Friedman (1953 *apud* Kothari, 2001), para que haja avanços nesses dois campos do conhecimento, a ciência deve ser voltada, principalmente, para teorias positivas. Por isso, é necessário analisar o impacto que as informações provocam na tomada de decisão dos agentes econômicos de modo a auxiliá-los a empreender nas melhores decisões possíveis com base no cenário econômico em que estão inseridos, assim como na compreensão de quais são as intenções, as motivações e os incentivos para realizá-las (orientação teórica positiva).

A respeito da iminência de teorias positivas para o avanço das pesquisas em Finanças e, principalmente, para a Contabilidade, Jensen (1976) esclarece que essa conciliação de ênfases teóricas deve concentrar-se no conceito de sujeito para que seja aprimorado o corpo teórico, de modo que sejam compreendidos os mecanismos acerca da tomada de decisão. Para esse autor, na teoria positiva o conceito de sujeito é o *Resourceful, Evaluative, Maximizing Man*, ou REMM, que significa um sujeito versátil e criativo que se apoia na razoabilidade acerca de suas decisões e nas consequências delas no ambiente que atua, assim como o reflexo disso em seu comportamento. Esse sujeito também é considerado um avaliador, já que tem preferências sobre quase tudo, assim como sobre os substitutos e alternativas as possíveis, de modo que se torna possível maximizar o seu nível de bem-estar (ou nível de riqueza) esperado (JENSEN, 1976).

Logo, unindo-se as duas teorias apresentadas, sobretudo sob o enfoque positivista, tem-se que o argumento defendido nesta tese é o de que as duas perspectivas, Contabilidade e Finanças, são complementares, na medida em que se assume como significado da palavra complementar a ideia de acabamento, de conclusão e de tornar algo completo. Aplicando essa definição ao contexto das perspectivas em questão, o processo “completo” de avaliação dos ativos intangíveis requer que as informações contábeis sejam complementadas por outras fontes de informações e por outros métodos de

avaliação dos ativos intangíveis desenvolvidos pelas Finanças Corporativas e de Mercado, assim como no entendimento dos mecanismos que influenciam e impactam os sujeitos tomadores de decisões. Sobre isso, Amir, Lev e Sougiannis (2003) explicam que a análise do valor dos ativos intangíveis envolve fontes de informação de cunho contábil e financeiro que são intermediadas por analistas financeiros, cuja função no mercado é orientar as decisões de investimentos de seus participantes, de modo que eles empreendam nas melhores decisões possíveis.

Com base na intersecção evidenciada, considera-se importante destacar que o debate para aprimorar e desenvolver metodologias de avaliação de ativos intangíveis, de acordo com as duas perspectivas em questão, tem caráter eminentemente reformista, uma vez que tem provocado transformações incrementais acerca de conceitos já previamente estabelecidos. O caráter reformista, por sua vez, está fundamentado em Jensen e Smith Jr (2000) e se justifica pela abordagem paradigmática das teorias positivas e normativas de ambas as perspectivas. Por exemplo, a definição contábil de ativos intangíveis é subjacente à definição de ativos em sentido mais amplo, assim como os modelos financeiros de avaliação de ativos intangíveis, de modo geral, são provenientes daqueles utilizados para avaliar os ativos tangíveis.

Portanto, sustenta-se que a convergência das perspectivas articuladas em torno da avaliação dos ativos intangíveis se fundamenta no paradigma funcionalista, positivista e do *homo economicus*, de acordo com a definição de Iquiapaza, Amaral e Bressan (2009). Esse panorama contribui para que a transformação do *status quo* da Contabilidade e das Finanças pautem-se na utilização de informações contábeis, produzidas na configuração legislativa atual, e nos modelos consagrados em Finanças para suporte à tomada de decisão. Além disso, devem-se priorizar os aspectos contemplados na teoria positiva, uma vez que incorporam o sujeito que analisa as informações contábeis e financeiras, bem como levam em consideração como podem ser compreendidas suas decisões. Desse modo, configura-se que os analistas financeiros são agentes que atuam em linha com essas duas perspectivas, de modo que exercem uma intermediação das informações produzidas por ambas para mensurar e avaliar os ativos intangíveis, sendo, ainda assim, um campo temático de intensas discussões acerca de qual método seria o mais adequado ou qual seria a melhor maneira de apurar o valor desses ativos com base no que já tem disponível dentro do corpo teórico, prático e empírico da Contabilidade e das Finanças.

Como forma de exemplificar a ideia de complementaridade apresentada, considerando seu aspecto reformista, cita-se o caso do IPO do *Twitter* em 2013 e do valor de mercado do *Google* em 2014, discutidos por Cazavan-Jeny (2015). De acordo com essa autora, na primeira hora de negociação das ações do *twitter* na bolsa, após conclusão de seu IPO em 2013, o valor de mercado de suas ações subiu cerca de 73%, mesmo com a informação amplamente divulgada de que não seria possível gerar lucros antes de 2015. O outro exemplo citado é do *Google*, que apresentou uma diferença positiva

expressiva entre o seu valor de mercado e o seu valor contábil em cerca de \$259 bilhões de dólares em 2014. Para Cazavan-Jeny (2015), é importante enfatizar que ambas as empresas compartilham a criação de valor por intermédio dos ativos intangíveis (patentes, *trademarks*, marcas etc). Além disso, esta autora ressalta ainda que a atribuição de valor aos ativos intangíveis ocorreu, principalmente, no Mercado de Capitais, de acordo com as expectativas de retornos futuros dos seus agentes que especularam e formularam projeções para o valor corporativo dessas duas empresas com base em dados de mercado, dados contábeis e recomendações de investimentos dos analistas financeiros.

Sobre tais casos, Cazavan-Jeny (2015) relembra que a mensuração e a evidenciação dos ativos intangíveis dividem opiniões na academia, de modo que o debate sinaliza que está longe de terminar. Skinner (2008b) tem posicionamento similar ao afirmar que o debate acerca desse tema é enriquecedor para que avanços e aprimoramentos sejam incorporados nas pesquisas desenvolvidas em Contabilidade e em Finanças.

Como forma de confluir essa discussão, Marr (2005) comenta que, apesar de a Contabilidade exibir uma perspectiva mais voltada para a elaboração de informações no interior da firma e em bases uniformes, há um movimento, de usuários das informações contábeis, para aprimorar a compreensão acerca do valor dos ativos intangíveis em uma perspectiva exterior à organização, como o movimento promovido pelas Finanças. Esse autor conclui que há uma convergência dessas perspectivas que deságuam para um caminho em comum: de um lado, analistas financeiros, bancos, e outros investidores procuram maneiras adicionais para identificar e/ou estimar o valor dos ativos intangíveis das empresas e, de outro, companhias desejam melhorar a evidenciação de seus investimentos em ativos intangíveis.

Em Lev e Gu (2016), por exemplo, pode-se observar uma atualização dessa discussão. No novo livro publicado por esses autores, percebe-se uma leve transição de seus posicionamentos teóricos quando comparados à resposta de Lev (2008) a Skinner (2008a). Isso porque Lev e Gu (2016) ainda afirmam que os valores apresentados pela Contabilidade são insuficientes e têm perdido relevância ao longo dos últimos 110 anos, quando analisados no contexto das empresas estadunidenses. No entanto, esses autores também reconhecem que a avaliação dos ativos intangíveis deve partir de três frentes. A primeira direciona que as empresas devem apresentar informações voluntárias que sejam utilizadas como subsídios para a tomada de decisão sobre o valor, o desempenho e a utilização desses ativos no contexto corporativo, sendo tais informações, inclusive, de natureza quantitativa e, também, qualitativa, podendo ser estruturadas no modelo de evidenciações que eles propuseram, denominado de *Strategic Resources & Consequences Report*. A segunda está alinhada às proposições de Penman (2009), na medida em que esses autores sinalizam que a avaliação dos ativos intangíveis deve partir do tomador de decisão, e não da Contabilidade como pareciam sinalizar anteriormente. Por fim, a terceira afirma que deve existir um forte engajamento da administração das empresas em disponibilizar mais e melhores

informações sobre a geração de valor e o desenvolvimento dos ativos intangíveis corporativos para os usuários externos.

Diante do exposto, resume-se que a principal proposição desta tese é que as perspectivas da Contabilidade e das Finanças acerca dos ativos intangíveis exibem abrangências e limitações que, quando analisadas conjuntamente, se complementam. Além disso, enfatiza-se que uma forma encontrada para que essa convergência ocorra foi atribuída ao papel protagonizado pelos analistas financeiros, assim como à influência da divulgação de informações voluntárias no aperfeiçoamento das recomendações de investimentos desses profissionais. Por meio dessa discussão, tornou-se possível desenvolver um modelo empírico, baseado no modelo teórico, que analise a influência dos ativos intangíveis nas avaliações de investimentos dos analistas financeiros no mercado de capitais brasileiro.

2.4 AVALIAÇÕES DE ANALISTAS FINANCEIROS

Nesta seção aborda-se a forma de atuação dos analistas financeiros no Mercado de Capitais por meio da discussão teórica de sua característica como *gatekeeper*, bem como dos incentivos subjacentes ao seu trabalho, e da sua contribuição para avaliação dos ativos intangíveis. Por fim, descrevem-se resumidamente os órgãos reguladores de sua prática profissional no Brasil. Esses tópicos são abordados nas subseções: 2.4.1 Intermediadores de informação; 2.4.2 Conflitos de Interesse; 2.4.3 Atuação no Brasil; 2.4.4 Influência dos ativos intangíveis nas avaliações dos analistas financeiros.

2.4.1 Intermediadores de informação

Os analistas financeiros são conhecidos como *gatekeepers*. Essa denominação decorre de sua característica como intermediadores de informações entre companhias abertas e investidores (STICKEL, 1995; WOMACK, 1996; LANG; LUNDHOLM, 1996; McNICHOLS; O'BRIEN, 1997; MICHAELY; WOMACK, 1999; LJUNGQVIST et al, 2007; KOTHARI; SO; VERDI, 2016), sendo também considerados como “os olhos e os ouvidos do Mercado de Capitais” (MARTINEZ, 2011, p. 714).

Caracterizados como profissionais especializados e usuários sofisticados das demonstrações financeiras, assim como de informações macroeconômicas e do Mercado Financeiro e de Capitais, os analistas financeiros são comumente considerados como agentes que reduzem a assimetria de informação entre empresas e *shareholders* (JENSEN; MECKLING, 1976; HUSSAIN, 2000; ACKERT; ATHANASSAKOS, 2003). Isso se justifica na medida em que o seu trabalho consiste em

reunir informações divulgadas sobre as companhias abertas em canais de informações formais e suplementares⁵ e, em fase posterior ao processamento dessas informações, em produzir uma análise ou uma interpretação prospectiva acerca da companhia em avaliação e, assim, divulgá-las para os participantes do Mercado de Capitais (BRADSHAW, 2011; KOTHARI; SO; VERDI, 2016).

A exemplo disso, no artigo seminal de Jensen e Meckling (1976) é creditado aos analistas financeiros o papel de monitoramento externo à organização, uma vez que a divulgação de suas análises tende a veicular no Mercado de Capitais informações relevantes que podem ser incorporadas aos preços dos títulos nele negociados. Dessa forma, reduzem-se os custos de agência e aumentam-se os valores capitalizados dos títulos acompanhados por esses profissionais. Ou seja, a atuação dos analistas nesse mercado se torna ainda mais relevante na medida em que reduz custos de agência e assimetrias informacionais entre empresas e investidores.

Além disso, a importância do trabalho dos analistas pode ser mais bem percebida quando se assume que as demonstrações financeiras são, quando analisadas isoladamente, insuficientes para avaliar uma empresa, assim como sua capacidade informativa quanto à geração de benefícios econômicos futuros (NIELSEN, 2004; LEV; GU, 2016). Tal atuação se torna presumidamente mais atrativa dado que a performance de suas previsões é superior à dos modelos de séries temporais⁶ porque nelas é possível incorporar informações mais atualizadas sobre a firma e outras notícias relevantes no mercado (HEALY; PALEPU, 2001).

Para exercer sua atividade, Womack (1996) destaca que, em um mundo competitivo e racional, os serviços dos analistas financeiros devem atender a dois requisitos principais. De um lado, os custos empreendidos pelos investidores para obter as suas recomendações devem ser inferiores aos ganhos que eles podem alcançar na forma de retornos superiores. De outro lado, essa atividade é lucrativa para o analista na medida em que gera receitas na forma de comissões e lucros incidentes sobre a negociação de títulos.

Como consequência de sua *expertise* de mercado, em geral, alguns analistas tendem a seguir setores específicos, enquanto outros tendem a cobrir múltiplos setores ou companhias, ou seja, a seguir empresas de forma mais generalista. Em ambos os casos, os principais empregadores desses

⁵Por canais de informações formais, Kothari, So e Verdi (2016, p. 199) exemplificam as demonstrações financeiras, conferências sobre os ganhos e lucros das empresas e divulgação de informações relevantes, ao passo que os canais de informações suplementares são citados como sendo as discussões sobre a gestão da empresa com os gestores, os clientes das corretoras e os investidores, dentre outros.

⁶ Healy e Palepu (2001) citam alguns trabalhos sobre a superioridade das previsões dos analistas financeiros em relação aos modelos de séries temporais. Dentre eles, foram citados três artigos que são: 1) Brown and Rozeff (1978), que utilizaram modelos Box e Jenkins (BJ), *seasonal martingale* e *seasonal submartingale*; 2) Brown et al. (1987), que aplicaram o modelo de série temporal univariado de Box e Jenkins (1976); e 3) Fried e Givoly (1982), que utilizaram um modelo de série temporal univariado de Brooks e Buckmaster (1976), com suavizações exponenciais que os autores denominaram, por simplificação, de submartingale modificado.

profissionais são os bancos de investimentos cujas principais fontes de receitas decorrem do aconselhamento de financiamento corporativo, da supervisão e do acompanhamento de emissão de títulos, de serviços de corretagem e, também, de negociação própria⁷ (MICHAELY; WOMACK, 1999).

Em relação aos seus clientes, aos seus empregadores e à finalidade dada aos seus relatórios de análise de investimentos, os analistas financeiros são comumente divididos em *sell-side* e *buy-side*. Dentre as informações à disposição dos analistas *buy-side* estão os relatórios produzidos pelos analistas *sell-side*. Além disso, os analistas *buy-side* trabalham em conjunto com investidores institucionais, tais como fundos mútuos, fundos de pensão e fundos de *hedge*, e suas recomendações e análises de investimentos são mantidas de forma privada e exclusiva a seus empregadores e clientes (GROYSBERG et al, 2013).

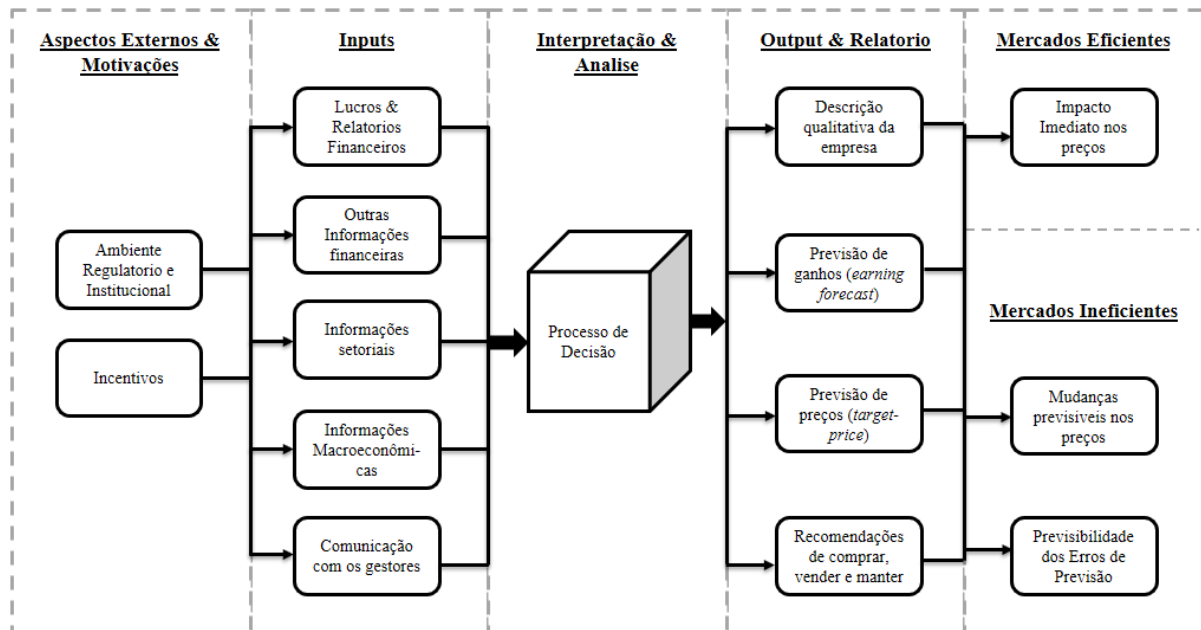
Há uma maior concentração de evidências empíricas em âmbito internacional sobre os analistas financeiros *sell-side*, o que se deve à disponibilidade de dados, já que, normalmente, os seus relatórios são publicados externamente (HUANG et al, 2017). Além disso, os analistas financeiros *sell-side* são contratados por corretoras de valores ou bancos de investimentos, sendo suas atividades voltadas para a reunião de diversas informações sobre o desempenho de uma empresa, principalmente em termos operacionais, para que seja possível projetá-lo em termos futuros e, para isso, devem produzir ao menos um relatório por ano (FOGARTY; ROGERS, 2005).

Conforme mencionado anteriormente, o principal produto das avaliações dos analistas financeiros são os relatórios de análise de investimento. Assim, como forma de esquematizar o processo decisório dos analistas financeiros, bem como para mapeá-lo, na Figura 4 ilustram-se, resumidamente, as etapas que integram o seu trabalho.

Os fatores determinantes que motivam um analista a cobrir (ou seguir) uma empresa dependem de diversas circunstâncias (DOUKAS; KIM; PANTZALIS, 2005). Seguindo a lógica ilustrada na Figura 4, os dois principais direcionadores que influenciam um analista são “Aspectos Externos & Motivações”, representados pelo ambiente regulatório e institucional em que operam; e os “Incentivos”. Essa última parte está apresentada na subseção a seguir.

⁷ Tradução aproximada de *proprietary trading*.

FIGURA 4 - Desenho do processo decisório dos analistas financeiros



Fonte: Adaptado pela autora com base no *Figure 1. Analysts' Reporting Environment*, de Ramnath, Rock e Shane (2008, p. 37).

Em relação ao ambiente regulatório e institucional, a primeira fase da Figura 3, Ramnath, Rock e Shane (2008) argumentam que mudanças em regras contábeis tendem a gerar cautela por parte dos analistas, além do fato de que eles preferem analisar informações de lucros e resultados que tenham sido divulgados pela administração das empresas. Essa discussão, no contexto da evidenciação dos ativos intangíveis, é reportada em Matolcsy e Wyatt (2006). De acordo com esses autores, quando as regras contábeis permitem que as empresas divulguem mais informações sobre ativos intangíveis, capitalizando-as nas demonstrações financeiras, há uma maior cobertura por parte dos analistas financeiros, isto é, há um incentivo para seguir essas empresas, menor erro em suas previsões de lucros, assim como maior acurácia.

Na fase seguinte, são elencados os *Inputs* usualmente utilizados para proceder às análises de investimentos. De modo geral, os analistas financeiros se valem de diversas fontes de informação, tais como: demonstrações financeiras e dados de mercado (BARTH; KASZNIK; MCNICHOLS, 2001; AMIR; LEV; SOUGIANNIS, 2003; DOUKAS; KIM; PANTZALIS, 2005), outras informações financeiras, que podem ser oriundas de informações voluntárias e não financeiras (ORENS; LYBAERT, 2010; MAALLOUL; AMAR; ZEGHAL, 2016), informações macroeconômicas e setoriais (LAMBERT; MATOLCSY; WYATT, 2015) e comunicação com os gestores, considerada como uma das mais importantes fontes de informações dos analistas financeiros, as quais podem ser obtidas por meio de

conferências com os administradores ou de contatos telefônicos com a gestão da empresa analisada (LANG; LUNDHOLM, 1996; BRADSHAW, 2011; LEV; GU, 2016).

A fase de processo de decisão, ou análise e interpretação dos *inputs* para transformá-los em *output*, é a parte do processo em que reside o que alguns autores chamam de “caixa-preta” dos analistas financeiros (BECCALLI; MILLER, O’LEARY, 2015; BROWN et al, 2015). Diversos estudos foram realizados buscando, seja por meio de abordagem textual (análise de conteúdo) ou por experimento, compreender como esse processo funciona e em que medida ele pode sofrer com interferências relacionadas a heurística, incentivos, complexidade das informações, ou até mesmo limitação cognitiva e de tempo para a realização de suas análises de investimentos (BARTH; KASZNIK; MCNICHOLS, 2001; RAMNATH; ROCK; SHANE, 2008; BRADSHAW, 2011; BECCALLI; MILLER, O’LEARY, 2015).

Na fase de *output* & relatório, percebe-se que os relatórios de avaliação dos analistas financeiros se constituem das seguintes partes: a) o *target-price* (ou preço-alvo); b) *EPS forecast* (previsão de lucro por ação - LPA), que podem ser trimestral, semestral, anual, bem como dois anos à frente da data de previsão; c) recomendações de investimento, que variam entre 1 a 5, sendo 1 - *strong sell*, ou forte venda, 2 - *sell*, ou venda, 3 - *hold*, ou mantém, 4 - *buy*, ou compra e 5 - *strong buy*, ou forte compra. Essas classificações podem mudar de acordo com as nomenclaturas adotadas pelos analistas financeiros, no entanto, a escala de 1 a 5 permanece. Por exemplo, na *Bloomberg*⁸, que foi a base de dados utilizada intensivamente nesta pesquisa, *hold*, *equalweight* e *neutral* são nomenclaturas diferentes para designar a mesma nota de recomendação, isto é, a 3.

Por meio do *output* & relatório os analistas financeiros disseminam três tipos principais de informações para o Mercado Acionário, que são: 1) urgente, quando uma empresa comunica resultados imprevistos ou alguma outra informação inesperada e relevante; 2) oportuna, ocorre algumas horas antes da abertura do pregão e, geralmente, é sobre a visão dos analistas em relação às empresas que eles seguem; e 3) rotina, que são os relatórios impressos ou digitais que os analistas escrevem e enviam aos seus clientes (MICHAELY; WOMACK, 1999). Os relatórios consultados nesta pesquisa foram, em sua maioria, aqueles que continham informações de rotina.

De modo geral, as pesquisas empíricas sobre analistas financeiros têm aplicado demasiada ênfase nos erros de previsão e na acurácia das previsões dos analistas financeiros em relação ao *target-price* e/ou *EPS* (ASQUITH; MIKHAIL; AU, 2005; RAMNATH; ROCK; SHANE, 2008;

⁸ É importante conhecer as nomenclaturas adotadas pelas bases de dados que contêm informações sobre analistas financeiros porque é necessário identificar qual tipo de recomendação foi realizado. Nesta pesquisa, isso foi especialmente importante para montar a estratégia de corte e identificação das recomendações dos analistas com base no *output* gerado pela *Bloomberg*. Por questões relacionadas ao sigilo das informações, o nome, a *broker* e as recomendações dos analistas financeiros consultados nessa pesquisa foram omitidos.

BRADSHAW, 2011; KOTHARI; SO; AU, 2016). Esse fato também foi identificado nas pesquisas empíricas contextualizadas ao mercado acionário brasileiro (MARTINEZ, 2007a, 2007b; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008; MARTINEZ, 2011; DALMÁCIO et al, 2013; MARTINEZ; DUMER, 2014; LIMA; ALMEIDA, 2015; ALMEIDA; DALMÁCIO, 2015; LIMA JÚNIOR, 2017).

A despeito desse padrão empírico, Ramnath, Rock e Shane (2008) relembram que as previsões apresentadas na etapa de *Output&* Relatório são apenas uma parte do todo que compõe os relatórios dos analistas financeiros, sendo, portanto, consideradas um meio e não um fim em si mesmas. Por isso, depreende-se que tão importante quanto ou até mesmo mais relevante do que suas previsões de EPS, ou de suas recomendações de investimentos, são as suas análises de percepção de mercado. Tais análises estão contidas de forma textual em seus relatórios, os quais constituem importantes objetos de investigação empírica na medida em que o conteúdo desses documentos auxilia na compreensão de outros elementos que são resultantes de suas análises, a exemplo de sua interpretação sobre o desempenho futuro da empresa analisada e do mercado em que ela opera. Para investigar esses relatórios são necessários métodos de pesquisa apropriados para tal, a exemplo da análise de conteúdo (PREVITS et al, 1994; ASQUITH; MIKHAIL; AU, 2005; GARCÍA-MECA; MARTÍNEZ, 2007; ABHAYAWANSA; GUTHRIE, 2016; MAALLOUL; AMAR; ZEGHAL, 2016).

Por fim, os impactos produzidos pelas avaliações dos analistas financeiros no Mercado de Capitais têm duas ramificações, conforme ilustrado na Figura 4: 1) os seus reflexos em mercados eficientes e 2) os seus reflexos em mercados ineficientes.

Sobre isso, Breton e Schatt (2000) argumentam, com base em Fama (1970), que em mercados eficientes o papel dos analistas financeiros seria inútil, uma vez que todas as informações disponíveis já estariam refletidas no preço e não haveria incentivos, por parte dos investidores, em comprar as análises desses profissionais. Por outro lado, em mercados ineficientes, em que existem maiores assimetrias informacionais, podem existir janelas temporais para identificar oportunidades de investimento geradas pelas anomalias de mercado. Nesse contexto, o papel do analista ganha maior relevância porque esse *expert* de mercado conseguiria identificar antecipadamente valores subprecificados de títulos negociados em bolsa de valores. Consequentemente, eles provisionariam que os preços desses títulos poderiam subir para rendimentos excedentes no futuro e, assim, no longo prazo pode se ter como resultado uma contribuição para que esses preços tendam a retornar aos seus valores intrínsecos à medida que investidores seguem suas recomendações. Logo, as assimetrias informacionais poderiam ser suavizadas por intermédio de sua atuação, principalmente em mercados ineficientes.

A descrição das características e das contribuições dos analistas no Mercado de Capitais são usualmente contextualizados para países de mercados desenvolvidos. Por outro lado, discute-se que, em mercados emergentes, a característica de *gatekeeper* dos analistas financeiros pode ser ainda mais

relevante, uma vez que podem atuar como um mecanismo para aumentar a eficiência do Mercado de Capitais (BRETON; SCHATT, 2000; SALAMUDIN, 2010; MARTINEZ, 2011; ELBANNAN, 2013; SAYED, 2015; BELLANDO; BRAHAM; GALANTI, 2016). Para esses autores, como, em mercados emergentes, a assimetria informacional é mais acentuada, assume-se que a atuação dos analistas financeiros em atenuar essa lacuna tenderia a ser mais importante porque os investidores estariam mais dispostos a recorrer à suplementação informacional promovida por esses profissionais. Isso se justifica na medida em que as suas recomendações poderiam aumentar a probabilidade de chances dos investidores em adquirir títulos que gerem retornos superiores e/ou adquirir informações, por meio de seus relatórios, que aprimorem os *inputs* informacionais para estimação da rentabilidade futura de empresas que estão subavaliadas no mercado.

Ao analisar o valor das recomendações de analistas financeiros em 13 países de mercados emergentes, dentre eles o Brasil, Moshiran, Ng e Wu (2009) encontraram que, durante o período de 1996 a 2005, os Mercados de Capitais desses países reagiram, seja positiva ou negativamente, às suas recomendações de investimento, mas também foi reportado que há maiores vieses e maior quantidade de revisões de recomendações nesses mercados, sendo o *market-to-book* a principal variável que esses profissionais levam em consideração. Em relação ao Brasil, em particular, os autores constataram que esse foi o terceiro país com o maior número de revisões, sendo a maioria para *upgrades*, o que, para esses autores, decorre do rápido crescimento econômico e do desenvolvimento do mercado de capitais local.

Além das características idiossincráticas desses profissionais em contribuir com a eficiência de mercado, problemas de incentivos podem minar ou reduzir essa capacidade (MCNICHOLS; O'BRIEN, 1997; HEALY; PALEPU, 2001). No próximo tópico aborda-se esse aspecto.

2.4.2 Conflitos de interesse

A literatura sobre conflitos de interesses atrelados ao trabalho desempenhado pelos analistas financeiros é bastante vasta e densa, escapando do escopo desta tese proceder a uma ampla revisão sobre o tema, sobretudo no cenário brasileiro em que há escassas reflexões a respeito. Objetivou-se, portanto, apresentar os principais fatores que podem afetar e são caracterizados como problemas de conflitos de interesse enfrentados pelos analistas. Assim, espera-se que, ao contemplar essa questão, seja possível aprofundar ainda mais a compreensão da complexidade do ambiente em que os analistas estão inseridos e que, possivelmente, podem vir a afetar os resultados a serem encontrados nesta pesquisa.

Adicionalmente, é importante enfatizar que conflitos de interesse não estão relacionados a desvios de moral ou de conduta ética, os quais são puníveis por órgãos de fiscalização, seja no contexto brasileiro ou no internacional.

Conflitos de interesse referem-se, essencialmente, ao sentido econômico do termo. Para Mehran e Stulz (2007), esses conflitos são observados em situações nas quais uma das partes de uma transação pode, potencialmente, obter ganhos diretos ao empreender em ações que afetam negativamente a outra parte. Como exemplo específico para os analistas *sell-side*, esses autores citam dois casos principais: 1) o analista financeiro presta serviços a empresas com operações de bancos de investimento ou com operações de corretagem; e, conseqüentemente, 2) as formas pelas quais as receitas são obtidas pelos seus empregadores.

No primeiro exemplo, argumenta-se que, ao apresentar recomendações positivas, ou seja, recomendações de compra (*buy*), os analistas podem ter facilitado o desenvolvimento de uma relação lucrativa entre os bancos de investimentos e as firmas recomendadas, contribuindo para um possível incentivo em perpetuar essa prática. No segundo caso, que é uma consequência da primeira, à medida que a fonte de receita de uma corretora está nas taxas de corretagem, as revisões para cima (*upgrades*) podem suscitar em um maior volume de negociação do que as revisões para baixo (*downgrades*), exceto para os investidores que já mantinham uma posição de espera (*hold*). Nesse sentido, pode haver o incentivo em emitir recomendações otimistas para que o volume de negociação seja aumentado e, conseqüentemente, também seja aumentado o volume de receitas da corretora. Esse problema é, inclusive, acentuado em pequenos investidores. Para o caso do analista *buy-side*, esse conflito pode ser agravado no momento em que as recomendações de investimento do *sell-side* podem contribuir com o rebalanceamento de seu portfólio ou com o incremento da liquidez de seus ativos.

McNichols e O'Brien (1997) e Ljungqvist et al (2007) comentam que há muito tempo se discute que os analistas financeiros são relutantes em apresentar recomendações negativas em decorrência de possíveis represálias. Dentre elas, destacam-se três que são: 1) comprometimento dos negócios para as corretoras em que trabalham; 2) impacto negativo na reputação do analista junto aos seus principais clientes e empresas recomendadas; e 3) perdas no acesso a informações compartilhadas pela administração de companhias por meio de reuniões com analistas e investidores, sendo essa uma das mais relevantes fontes de informações a que os analistas têm acesso e que não estão disponíveis ao público externo.

Além das questões citadas anteriormente, Bradshaw (2011) adiciona três casos que ensejam o desenvolvimento de problemas de conflito de interesse. São eles: 1) contratação de serviços de consultoria para auxiliar a empresa em ofertas públicas de ações; 2) contratação de pesquisas para a realização de avaliação de investimentos; e 3) limitação de tempo e de propriedade dos próprios

analistas. Ao explicar cada um desses pontos, Bradshaw (2011) esclarece que, no primeiro caso, os departamentos de pesquisa realizam avaliações do desenvolvimento futuro de uma empresa, tendo como resultado uma possível compensação financeira ao fazer recomendações positivas. No segundo, o que ocorre é, basicamente, o comprometimento da idoneidade do trabalho contratado, uma vez que a empresa contratante é a mesma que está sendo avaliada. Por fim, o terceiro ponto decorre de limitações cognitivas e/ou heurísticas dos analistas, sendo este um objeto de estudo das Finanças Comportamentais.

A partir dos principais apontamentos apresentados acerca dos conflitos de interesses que circunscrevem o trabalho desempenhado pelos analistas financeiros, depreende-se que as decisões de seguir ou não uma empresa para a realização de recomendações de investimento também estão vinculadas aos impactos engendrados por esses conflitos. Por exemplo, Kothari, So e Verdi (2016, p. 200) explicam que, como os analistas enfrentam fortes incentivos econômicos em seguir empresas que lhes tragam aumento em sua credibilidade e reputação, maiores salários, investimentos seguros para bancos e maior receita sobre o volume de negociação para o seu empregador, os fatores determinantes das decisões em seguir ou não uma empresa dependem não apenas de valores fundamentais, de mercado, e de prospectos corporativos, mas também do contexto e das pressões exercidas sobre esses profissionais em atender a essas miríades de interesses. No Brasil, há carência de evidências empíricas quanto a esse aspecto.

2.4.3 Atuação no Brasil

No Brasil, o ano de 2010 deu início a um conjunto de mudanças no ambiente regulatório que impactaram diretamente a atividade dos analistas financeiros. Tais mudanças foram emitidas por meio da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (ICVM) nº 483, de 6 de julho de 2010, com alterações introduzidas pela ICVM nº 538, de 23 de outubro de 2013. A discussão sobre os principais pontos acerca dessa mudança baseou-se na versão consolidada do texto integral da ICVM nº 483/10, que compila o texto original com as alterações.

Para definir quem são os analistas de valores mobiliários, ou simplesmente analistas financeiros ou analistas, termos utilizados de forma intercambiável nesta pesquisa, o artigo nº 1 da ICVM nº 483/10 esclarece que: é “a pessoa natural que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes” (CVM nº 483/10, art 1, p. 1). Com base nas referidas ICVM, entende-se por “relatório de análise” um produto escrito oriundo do trabalho de coleta, de processamento e de interpretação de informações sobre as empresas objeto de avaliação dos analistas financeiros.

Além de regulamentar sobre as atividades praticadas por esses profissionais, bem como sobre o que é vedado a eles, uma das principais mudanças instituídas pela ICVM nº 483/10 foi a obrigatoriedade do credenciamento dos analistas por entidades autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Atualmente, a entidade responsável por esse credenciamento é a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC).

Desse modo, fica a cargo da APIMEC adotar, fiscalizar e punir os profissionais que estão em desacordo com o Código de Conduta Profissional, assim como: i) aplicar testes que comprovem a aptidão técnica; ii) exigir pré-requisitos dos candidatos que desejam realizar o credenciamento como analista de valores mobiliários; e iii) instituir programas de educação continuada (ICVM 483/10). Além disso, a referida ICVM determina que fica sob responsabilidade da APIMEC divulgar listas atualizadas dos profissionais credenciados e exercer a atividade de autorregulamentação.

Para a APIMEC (2016), as alterações instituídas pela ICVM nº 483/10, que entraram em vigor em 1º de outubro de 2010, contribuíram para aprimorar o nível de excelência dos analistas brasileiros, de modo a equipará-los às exigências adotadas internacionalmente. Isso foi feito por intermédio de programas de certificação, dentre eles o Programa de Certificação Nacional (CNPI), bem como um internacional, denominado *Certified International Investment Analyst* (CIIA). Além desses certificados, a APIMEC, juntamente com a Associação Brasileira de Instituições de Previdência de Estados e Municípios (ABIPEM), implementou o Programa de Certificação de Gestores de Regime Próprio de Previdência Social (CGRPPS).

Para fins desta tese, considera-se que o CNPI é a certificação mais importante. De acordo com a APIMEC (2016), essa certificação aplica-se especificamente aos analistas que desempenham atividades técnicas, de qualidade e devidamente certificadas de orientação de investimentos para os participantes dos Mercados Financeiro e de Capitais, contribuindo para que os analistas certificados adquiram ou aprimorem suas experiências profissionais em diversos setores de atuação, dentre eles: administração de recursos ou de riquezas, consultoria, análise e pesquisa financeira, *investment banking*, relações com investidores, operações no Mercado Financeiro e de Capitais, dentre outros. A APIMEC (2016) destaca, ainda, que todas as suas atividades devem ser exercidas em profundo atendimento ao código de ética e de conduta profissional em vigor.

Além da CVM, que atua como reguladora das práticas desenvolvidas no Mercado de Valores Mobiliários no Brasil (CVM, 2016), e da APIMEC, que desempenha principalmente as atividades de autorregulação e certificação dos analistas de valores mobiliários (APIMEC, 2016), Lima Júnior (2014) destaca também a relevância da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) e da Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores

Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (ANCORD) no ambiente de atuação em que os analistas financeiros estão inseridos no Brasil.

A partir das informações disponíveis no sítio eletrônico da ANBIMA, constata-se que essa instituição representa gestoras, corretoras, bancos, administradoras e distribuidoras, com o compromisso de educar, autorregular e informar seus representados, de modo a contribuir para o fortalecimento deles, assim como do mercado em que estão inseridos (ANBIMA, 2016). A ANCORD, por sua vez, informa, em seu sítio eletrônico, que é “a mais importante entidade de classe da indústria de intermediação no Brasil, reunindo e representando Instituições Financeiras, *Assets* e Agentes Autônomos de Investimento – AAI” (ANCORD, 2016, p.1).

Ao analisar as informações contidas na descrição de seus objetivos, que estavam disponibilizadas em seus respectivos sítios eletrônicos oficiais, percebe-se que ambas as entidades desempenham atividades com vistas ao aprimoramento do ambiente do Mercado Financeiro e de Capitais, de modo que seja criado um espaço em que todos os seus participantes possam acessar informações de maior qualidade, a fim de que os seus interesses sejam representados e que as instituições, assim como os instrumentos legais, sejam mais fortes. Assim, considera-se que tais características contribuem para que os mecanismos que regem o mercado sejam claramente definidos com o objetivo de que todos os seus integrantes possam conhecê-los e entendê-los, de modo que seja assegurada, em certo grau, sua eficiência funcional.

2.4.4 Influência dos ativos intangíveis nas avaliações de analistas financeiros

É nesta subseção da tese em que as discussões apresentadas até então convergem. Para evitar repetições, optou-se por descrever pontualmente os pontos convergentes e divergentes da análise da influência dos ativos intangíveis nas recomendações dos analistas financeiros.

De um lado, como pontos convergentes, destacam-se o conhecimento sofisticado e a atuação dos analistas financeiros como intermediadores de informações contábeis, de mercado e de setores econômicos, dentre outras fontes relevantes de informação para a realizações de avaliações de empresas de forma mais especializada que um usuário ou investidor comum do Mercado de Capitais poderia fazer (RAMNATH; ROCK; SHANE, 2008; BRADSHAW, 2011). Em mercados emergentes, em particular o Brasil, em que a assimetria de informação é mais alta (LEAL, 2008), a relevância apontada pelos analistas financeiros pode ser considerada ainda maior na medida em que sua atuação como intermediador busca diminuir essas lacunas informacionais entre investidores e empresas (BRETON; SCHAT, 2000; SALAMUDIN, 2010; MARTINEZ, 2011; ELBANNAN, 2013; SAYED, 2015; BELLANDO; BRAHAM; GALANTI, 2016).

Assim, em consequência dessas características, bem como assumindo as limitações e as abrangências da Contabilidade e das Finanças na avaliação de ativos intangíveis⁹, pressupõe-se que os analistas financeiros são profissionais que podem ser capazes de identificar e estimar o valor dos ativos intangíveis corporativos (KIMBROUGH, 2007; BESSIEUX-OLLIER et al, 2008). Na Era da Informação, o protagonismo desses ativos é maior porque eles são considerados os principais direcionadores de valor corporativo (LEV, 2001). Portanto, dada a sua relevância, que é embasada pela RBV (LEV; GU, 2016), deduz-se que as empresas que investem e detêm tais ativos têm maiores chances de alcançar vantagens competitivas sustentáveis (REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006) e, assim, atrair maior cobertura dos analistas financeiros (BARTH; KASZNIK; MCNICHOLS, 2001).

Por outro lado, como pontos divergentes, ressalta-se que as relações engendradas pelo ambiente de atuação dos analistas financeiros são, por vezes, permeadas por conflitos de interesse (ARAND; KERL; WALTER, 2015). Seja por vieses otimistas e/ou por preocupações com sua carreira (BRADSHAW, 2011), o contexto de atuação dos analistas financeiros pode ser afetado. Soma-se a esses conflitos de interesses aqueles engendrados pelos conflitos de interesses denominados *chinese walls*, que podem surgir em decorrência das relações entre os analistas financeiros e os profissionais de bancos de investimentos (FOGARTY; ROGERS, 2005). Além desses, destaca-se o agravante de que a maior parte dos ativos intangíveis não é inteiramente evidenciada nas demonstrações financeiras das empresas, portanto, isso dificulta ou, mesmo impede, sua identificação imediata (HUNTER; WEBSTER; WYATT, 2005; LEV; GU, 2016).

Esses problemas impactam diretamente no processo de avaliação dos ativos intangíveis pelos analistas financeiros. Para He e Tian (2013), uma das principais questões que emergem disso é a miopia de gestão. Em linhas gerais, esses autores afirmam que a miopia de gestão consiste na pressão provocada pelos analistas financeiros na administração das empresas por resultados de curto prazo. Tal pressão é contra-intuitiva ao lembrar que os ativos intangíveis são, por natureza, recursos que geram valor no longo prazo e apresentam alto nível de risco em relação ao retorno do capital investido. Em decorrência dessa problemática, Gu e Wang (2005) evidenciaram que os analistas financeiros incorrem em maiores erros de previsão em empresas intangível-intensivas.

Assim, ao pressionar por resultados de curto prazo, He e Tian (2013) sugerem que a gestão da empresa se torna míope para investimentos de longo prazo, a exemplo dos ativos intangíveis, na medida em que há uma busca por priorizar investimentos no curto prazo para que as informações repassadas aos analistas financeiros sejam mais confiáveis e menos passíveis de erros de previsão. O contrassenso desse problema, reportado por esses mesmos autores, é que, para se investir em ativos intangíveis, é necessário

⁹ Esse ponto foi discutido na subseção 2.3.3.

ter também um certo nível de tolerância ao fracasso no curto prazo, dado o risco inerente desses ativos, além de algum tipo de recompensa no longo prazo como forma de premiar o esforço em caso de sucesso por empreender neles.

Em linha com os argumentos apresentados, Barth, Kasznik e McNichols (2001) encontraram, empiricamente, que avaliar intangíveis demanda maior esforço dos analistas financeiros, dificultando a identificação de oportunidades de investimentos em empresas mal precificadas pelo Mercado de Capitais, em virtude de maiores investimentos nesses ativos. Amir, Lev e Sougiannis (2003) assumem posicionamento equivalente ao afirmarem que os analistas financeiros entendem e captam, de alguma maneira, o potencial valor dos ativos intangíveis corporativos apesar dos problemas envolvidos em seu reconhecimento nas demonstrações financeiras. De forma similar, Barron et al (2002) e Gu e Wang (2007) concordam que mesmo considerando que os analistas financeiros podem complementar as informações amplamente divulgadas sobre ativos intangíveis, avaliá-los em bases confiáveis é uma tarefa muito laboriosa e, normalmente, os analistas que tentam fazê-las podem incorrer em maiores erros de previsão.

Internacionalmente, verificam-se diversos trabalhos¹⁰ desenvolvidos acerca desta temática e, ainda assim, os resultados são inconclusivos e a influência dos ativos intangíveis nas avaliações procedidas pelos analistas financeiros permanece complexa. A tentativa de compreendê-la, principalmente no que tange aos mecanismos que envolvem todo o processo de decisão dos analistas, é tida como uma tentativa de explorar uma caixa preta (BROWN et al, 2015; BECCALLI; MILLER, O'LEARY, 2015).

Essas evidências empíricas se justificam concomitantemente com a pressuposição teórica de que os analistas financeiros conseguem, de fato, complementar as informações sobre ativos intangíveis para os participantes do Mercado de Capitais. Entretanto, existe também um outro lado, que reflete os problemas de incentivos que esses profissionais enfrentam em relação à dificuldade ou, mesmo, ao desencorajamento de seguir uma empresa que investe em ativos intangíveis. Além disso, analisar essa relação em mercados emergentes (e.g. Brasil) pode se tornar um desafio ainda maior devido ao agravamento das assimetrias informacionais entre investidores e empresas. Em particular, as discussões das evidências empíricas sobre essa relação estão apresentadas na subseção 2.5.2. Nesta subseção foram abordadas apenas questões relacionadas à discussão teórica deste assunto, que servirão de subsídio para a construção das proposições e das hipóteses de pesquisa, apresentadas na subseção 2.6.

¹⁰ Exemplos desses trabalhos internacionais podem ser conferidos no Quadro 3.

2.5 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Esta subseção tem o objetivo de apresentar as principais pesquisas que tangenciaram as temáticas em tela, ou seja, ativos intangíveis e analistas financeiros. Antes de apresentá-las, é importante ressaltar que não foi objetivo proceder a uma bibliometria ou meta-análise de todos os trabalhos desenvolvidos até então.

Para o seu desenvolvimento, foram utilizados critérios subjetivos definidos pela autora, de modo que as pesquisas internacionais e nacionais foram organizadas em Quadros que utilizaram métodos e objetivos de pesquisa similares aos propostos nesta tese. Assim, foram reportadas pesquisas que relacionaram ativos intangíveis e analistas financeiros. Além desse critério, foram selecionados artigos publicados em periódicos científicos, por considerá-los como pesquisas que passaram por avaliações de maior crivo. Para a coleta desses artigos, as principais fontes foram a EBSCO e o Periódico Capes, por intermédio das palavras-chave “ativos intangíveis” e “analistas financeiros” ou, em inglês, “*intellectual capital*” e “*financial analyst*”, além de outras variações delas derivadas.

Desse modo, esta subseção está dividida em duas partes, que, por sua vez, têm duas e três subdivisões, respectivamente. Assim, as subdivisões estão organizadas nas seguintes subseções: 2.5.1 Estudos Anteriores Internacionais, que está estruturado em duas partes. A subseção 2.5.1.1, que trata sobre os ativos intangíveis e os analistas financeiros por meio de uma abordagem econométrica, e a subseção 2.5.1.2, que versa sobre os ativos intangíveis e analistas financeiros por meio de uma abordagem por análise de conteúdo. Em virtude da incipiência de pesquisas empíricas nacionais sobre essa temática, optou-se por apresentar o a subseção 2.5.2 Estudos Anteriores Nacionais da seguinte maneira: 2.5.2.1 Ativos intangíveis, evidenciando, sucintamente, artigos que relacionaram esses ativos com performance corporativa; 2.5.2.2 Analistas Financeiros, apresentando as pesquisas nacionais sobre esses profissionais; e 2.5.2.3 Analistas e Ativos intangíveis, cuja pesquisa retornou a apenas uma pesquisa empírica sobre o assunto.

2.5.1 Estudos anteriores internacionais

Esta subseção divide-se em dois tópicos. No primeiro descrevem-se os principais estudos anteriores sobre ativos intangíveis e analistas financeiros que utilizaram uma abordagem econométrica, enquanto no segundo tópico descrevem-se os estudos anteriores que investigaram a influência dos ativos intangíveis nos relatórios dos analistas financeiros, e utilizaram, para isso, uma abordagem por análise de conteúdo. Ambos estão contextualizados por meio de dados e evidências empíricas internacionais.

A motivação em analisar tais pesquisas deve-se ao fato de que, internacionalmente, existe uma vasta quantidade de artigos que investigaram, tanto conjuntamente quanto separadamente, ativos intangíveis e analistas financeiros. Durante as análises desses artigos, optou-se por classificá-los de acordo com sua metodologia. Assim, duas abordagens metodológicas foram mais recorrentes dentre os estudos anteriores consultados. Uma é a abordagem econométrica e a outra é a abordagem por meio da análise de conteúdo, sendo ambas consideradas como abordagem quantitativa.

Dada a natureza dos dados das pesquisas consultadas e, conseqüentemente, do fato de que seus objetivos foram diferentes, apesar de versar sobre o mesmo tema, adotou-se a presente proposta de subseções. Assim, no subtópico seguinte, discutem-se estudos quantitativos que utilizaram abordagem econométrica para analisar a influência dos ativos intangíveis nas avaliações de investimentos dos analistas financeiros para, em seguida, apresentar as pesquisas nas quais foi utilizada como metodologia a análise de conteúdo para investigar a mesma influência dos ativos intangíveis nos relatórios de recomendação de investimento dos analistas financeiros.

2.5.1.1 Ativos intangíveis e analistas financeiros: abordagem econométrica

Nesta subseção, foram apresentadas 13 evidências empíricas que investigaram a influência dos ativos intangíveis nas recomendações dos analistas financeiros, sendo a maior concentração delas contextualizada para mercados desenvolvidos, conforme sinalizado no Quadro 3. Ao enfatizá-las, buscou-se compreender os resultados empíricos internacionais sobre a temática em tela, visto que as pesquisas específicas sobre ativos intangíveis, ou somente acerca de analistas financeiros, é mais desenvolvida e, conseqüentemente, possui uma vasta quantidade de artigos em relação às dos mercados em desenvolvimento.

No Quadro 3 citam-se dois trabalhos seminais sobre a relação entre ativos intangíveis e analistas financeiros. O primeiro foi desenvolvido por Barth, Kasznik e McNichols (2001) e, o segundo, por Barron et al (2002), sendo o segundo uma continuação do primeiro.

Em ambas as pesquisas é possível identificar que esses autores concluíram que os analistas conseguem complementar as informações sobre ativos intangíveis que não estão apropriadamente evidenciadas nas demonstrações financeiras. Isso é possível de ser feito por meio de sua *expertise*, assim como pela aquisição e retenção de informação privada, obtida por meio de reuniões com os gestores, por exemplo.

Outro argumento também defendido pelos autores é que detectar empresas com maiores investimentos em intangíveis foi uma forma encontrada pelos analistas para identificar oportunidades de ganhos futuros nessas firmas. A justificativa pauta-se no pressuposto de que os lucros correntes dessas

empresas podem estar subavaliados e, também, o valor de seus títulos negociados no Mercado Acionário. O raciocínio, nessa estratégia, é que como a rentabilidade dos ativos intangíveis pode ocorrer somente no longo prazo, há um descompasso entre fazer coincidir a amortização desses ativos no lucro corrente e a efetiva geração de receita. Por exemplo: a aquisição de um ativo intangível, cuja amortização é efetivada ao longo do período, pode ter sua conversão em receita apenas no longo prazo, se, de fato, houver. Argumento semelhante é defendido e demonstrado em Amir, Lev e Sougiannis (2003) e, posteriormente, discutido em Lev e Gu (2016). Palmon e Yezebel (2012) também evidenciaram resultados semelhantes entre a intensidade de ativos intangíveis e a revisão das recomendações dos analistas financeiros.

Nesse sentido, o trabalho de Barron et al (2002) é uma continuação de Barth, Kasznik e McNichols (2001). Enquanto Barth, Kasznik e McNichols (2001) constataram que empresas intangível-intensivas, ou seja, empresas que investem mais intensivamente em ativos intangíveis em relação aos seus pares setoriais tendem a atrair maior cobertura, isto é, maior número de analistas financeiros seguindo-as, Barron et al (2002) evidenciaram que os analistas tendem a apresentar maior erro de previsão e menor consenso nessas empresas, o que sinaliza uma maior dificuldade em avaliá-las adequadamente. Resultado semelhante também foi reportado por Gu e Wang (2005), que encontraram relação positiva entre erro de previsão e intensidade de investimento corporativo em ativos intangíveis.

Há, portanto, uma possibilidade de conflito de interesse com base nessas duas evidências empíricas. Se, por um lado, empresas intangível-intensivas são percebidas como oportunidade de investimento, dado que estão mal precificadas no Mercado Acionário, devido aos seus lucros não evidenciarem, em tempo corrente, os ganhos com ativos intangíveis. De outro, seguir e recomendar essas empresas constitui uma tarefa complexa e de difícil acerto, visto que avaliar intangíveis, que por natureza são incertos, pode induzir os analistas a erros de previsão e, com isso, prejudicar a sua imagem perante os investidores, a corretora para a qual trabalha (no caso do analista *sell-side*) e os seus clientes, principalmente os analistas financeiros *buy-side*.

A dualidade do problema anterior foi abordada em He e Tian (2013). Esses autores concluíram que os analistas financeiros pressionam a gestão das companhias por resultados de curto prazo, desencorajando-os a investir em ativos intangíveis, que geram resultado somente no longo prazo. Os mesmos autores argumentam, ainda, que para se investir em ativos intangíveis é necessário ter certa tolerância ao fracasso, dado que os ganhos a serem obtidos por esses ativos são mais arriscados e, portanto, incertos.

QUADRO 3 - Relação de pesquisas anteriores e evidências empíricas internacionais (analistas financeiros x ativos intangíveis)

Autores	Objetivo	Amostra/ período	Método	Principais Resultados
Barth, Kasznik e McNichols (2001)	Verificar a relação entre cobertura dos analistas financeiros e os ativos intangíveis das empresas	2.977 empresas americanas, em média. (1984-1994)	Regressão <i>pooled</i> , regressão de efeitos fixos (ano), equações simultâneas	Os analistas financeiros acompanham e recomendam empresas com maior percentual de ativos intangíveis. Isso ocorreu porque foram percebidas maiores chances de ganhos em recomendar essas empresas, devido à detecção de má precificação desses ativos, apesar do maior esforço demandado pelos analistas em realizar essas análises e identificações.
Barron et al (2002)	Examinar a associação entre os ativos intangíveis das empresas e as propriedades das informações contidas nas previsões de ganhos dos analistas financeiros.	1.103 empresas-ano americanas. (1986-1998)	Regressão MQO	Há um menor consenso dos analistas financeiros que realizam previsões em empresas intangível-intensivas. De modo similar, essas previsões são mais difíceis de serem realizadas e o erro individual dos analistas tende a ser maior nessas empresas. Os resultados sugerem que os analistas compensam esse problema ao empregarem, de alguma forma, maior proporção de informação privada.
Kwon (2002)	Comparar a acurácia e a dispersão das previsões dos analistas financeiros em empresas <i>high-tech</i> e <i>low-tech</i> .	Entre 202 a 235 empresas americanas. (1990-1997)	Regressão MQO <i>pooled</i> .	Foi encontrada uma dominância do efeito informativo em detrimento do efeito ruído nas recomendações dos analistas financeiros. Ou seja, em empresas <i>high-tech</i> , a menor dispersão e a maior acurácia dos analistas estão associadas a um efeito informativo que eles agregam para essas empresas.
Amir, Lev e Sougiannis (2003)	Analisar se a opinião dos analistas financeiros complementa o valor dos ativos intangíveis corporativos por meio de suas previsões de ganhos, influenciando a tomada de decisão dos investidores.	26.521 empresas-ano dos Estados Unidos - EUA. (1982-2000)	Equações Simultâneas	A opinião dos analistas financeiros complementa parcialmente o valor dos ativos intangíveis, sendo sua contribuição maior em empresas intangível-intensivas, principalmente na década de 1990 em relação a 1980. Isso demonstra a deficiência contida nas informações das demonstrações financeiras. Contudo, os erros de previsões dos analistas são maiores em empresas com maior gasto em P&D.

(Continua)

(Continua)

Gu e Wang (2005)	Examinar a relação entre o erro de previsão de ganhos dos analistas financeiros e a intensidade de ativos intangíveis das empresas.	18.803 empresas-ano americanas. (1981-1998)	Regressão com correção de Fama e MacBeth (1973)	Encontrada relação positiva entre erro de previsão dos analistas financeiros com a intensidade dos ativos intangíveis das empresas que desviaram da média do setor. Esse resultado é decorrente da maior complexidade em analisar o desempenho futuro de empresas que detêm esses ativos.
Matolcsy e Wyatt (2006)	Examinar se empresas que capitalizam mais ativos intangíveis, sob as regras contábeis adotadas na Austrália, tendem a ter maior cobertura, baixa dispersão de previsões de ganhos e maior acurácia dos analistas em relação às empresas que capitalizam menos.	Entre 27-79 empresas australianas de 23 setores diferentes. (1990-1997)	Regressão de dados em painel MQO e Equações Simultâneas de 2 Estágios	Há relação positiva entre maior capitalização de ativos intangíveis e maior cobertura dos analistas financeiros, assim como menor erro absoluto de previsão de ganhos. A relação com acurácia foi também positiva, porém, a magnitude do efeito foi mais fraca.
Ghosh e Wu (2007)	Examinar se informações sobre ativos intangíveis são consideradas na avaliação de empresas.	144 empresas taiwanesas (2001-2002)	Regressões MQO e experimento	Os participantes do Mercado de Capitais se preocupam com informações relacionadas a ativos intangíveis, principalmente para investimentos de longo prazo, de modo que os analistas recomendam essas empresas quando seus valores fundamentais e de intangíveis estão acima da média da indústria.
Hsu e Chang (2011)	Investigar a relação entre evidenciação de ativos intangíveis e previsão dos analistas financeiros na indústria <i>high-tech</i> taiwanesa.	99 empresas <i>high-tech</i> taiwanesa. (2002)	Regressão MQO	Por meio da construção de um índice de evidenciação dos ativos intangíveis, foi encontrado que a divulgação desses ativos reduz a dispersão das recomendações e o risco informacional.
Palmon e Yezabel (2012)	Investigar a relação entre o valor das revisões das recomendações dos analistas financeiros e a intensidade dos gastos das firmas em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D).	67.611 empresas-ano americanas. (1993-2004)	Regressões <i>cross-sectional</i> , análises univariadas e portfólio.	Os analistas realizam revisões de recomendações mais relevantes econômica e estatisticamente em empresas com maiores investimentos em P&D, de modo que eles detectam oportunidades de investimentos nessas empresas, devido à subprecificação no mercado.
Chalmers et al (2012)	Investigar se a adoção do IFRS afetou a associação entre os ativos intangíveis reconhecidos contabilmente e a acurácia & dispersão das previsões dos analistas.	3.328 empresas-ano australianas. (1993-2007)	Regressões MQO	As associações negativas entre dispersão e magnitude dos erros dos analistas financeiros foram maiores após a adoção do IFRS pelas empresas australianas, que ocorreu em 2005.
Elbannan (2013)	Analisar se cobertura e esforço dos analistas estão associados com ativos intangíveis não evidenciados em empresas egípcias.	54 empresas listadas no mercado de capitais egípcio. (1999-2007)	Regressão <i>pooled</i>	Os analistas financeiros cobrem os ativos intangíveis não registrados nas demonstrações financeiras, fazendo com que esses profissionais sigam tais empresas e se esforcem mais para avaliá-las. A relevância das evidências respalda-se na convergência dos resultados encontrados em um mercado emergente em relação aos desenvolvidos.

(Conclusão)

Higgins (2013)	Verificar a relação entre a performance da previsão de lucros dos analistas financeiros e de modelos extrapolativos em empresas intangível-intensivas	29.023 empresas-ano. (1982-2006)	Modelos de séries temporais extrapolativos	O impacto dos ativos intangíveis no erro dos modelos extrapolativos é maior do que a previsão dos analistas, demonstrando que as previsões se sobressaem em relação aos modelos extrapolativos, principalmente em empresas com ativos intangíveis específicos.
He e Tian (2013)	Examinar se os analistas financeiros encorajam ou impedem o desenvolvimento de inovações das empresas.	25.860 empresas-ano americanas. (1993-2005)	Regressões MQO, <i>diff-in-diff</i> Equações Simultâneas de 2 estágios.	Os analistas exercem pressão sobre a gestão das empresas por resultados de curto prazo, de modo que impede o desenvolvimento de inovações. Desse modo, foi encontrado um efeito negativo que os analistas podem exercer na inovação das empresas.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos autores citado.

Compreender como e em que medida os ativos intangíveis impactam a avaliação dos analistas financeiros é uma atividade complexa. Isso porque, apesar dos problemas citados anteriormente, Higgins (2013) evidenciou que as avaliações dos analistas financeiros têm menores erros de previsão do que as obtidas por meio de modelos matemáticos, demonstrando sua superioridade. Portanto, trabalhar com suas previsões é mais vantajoso, em termos de avaliação de empresas, do que utilizar recursos eminentemente numéricos. A justificativa disso é pautada na característica desses profissionais de adquirir e armazenar informações privadas e, assim, elevar a qualidade de seus *inputs* de dados para aprimorar suas previsões, mesmo em empresas intangível-intensivas.

As demais pesquisas incluídas no Quadro 3 também contribuem para o arcabouço teórico e empírico sobre esse tema, na medida em que incrementam as características multifacetadas da influência dos ativos intangíveis na avaliação dos analistas financeiros. Em Chalmers et al (2012), por exemplo, a adoção do IFRS, principalmente no que tange à maior evidenciação dos ativos intangíveis pelas práticas australianas, impactou negativamente a acurácia das previsões dos analistas financeiros, enquanto que em Matolcsy e Wyatt (2006) a maior capitalização dos ativos intangíveis teve relação com maior cobertura e menor erro absoluto na previsão dos analistas financeiros. Em Kwon (2002), a acurácia dos analistas financeiros também foi maior em empresas intangível-intensivas, o que indica uma maior possibilidade dos analistas em complementar a informação dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras.

Em mercados em desenvolvimento, os resultados encontrados estão alinhados com aqueles encontrados em mercados desenvolvidos, principalmente com os dos Estados Unidos. Durante a realização desta tese, foram encontradas apenas três pesquisas que se concentraram em dois países de economias emergentes, Taiwan e Egito.

As evidências empíricas no Taiwan, reportadas em Ghosh e Wu (2007), indicaram que tanto os participantes do Mercado de Capitais local, assim como os analistas, se preocupam em avaliar os ativos intangíveis. Resultados similares foram encontrados por Hsu e Chang (2011), ao reportarem que as informações divulgadas pelas companhias taiwanesas sobre os ativos intangíveis tendem a reduzir a dispersão das recomendações dos analistas financeiros. Ao contextualizar a discussão quanto à influência dos ativos intangíveis nas recomendações dos analistas financeiros para o Mercado de Capitais do Egito, Elbannan (2013) reportou resultados similares àqueles encontrados em mercados desenvolvidos, isto é, foi encontrado que empresas intangível-intensivas atraem maior cobertura dos analistas financeiros e que esses profissionais complementam as informações sobre esses ativos.

2.5.1.2 Ativos intangíveis e relatórios dos analistas financeiros: abordagem por análise de conteúdo

Desenvolver pesquisas sobre a influência dos ativos intangíveis nas recomendações de investimento dos analistas financeiros requer investigações que ultrapassem a abordagem quantitativa baseada apenas em dados estruturados de natureza econômica e financeira. Ao reconhecer sua contribuição teórica e empírica para o campo de estudo em questão, outras pesquisas científicas foram desenvolvidas com o objetivo de se aprofundar nos relatórios produzidos por esses analistas. Assim, foram desenvolvidas pesquisas com uma abordagem diferente da descrita anteriormente, isto é, trata-se de uma abordagem quantitativa na interpretação dos resultados, mas que se baseia em dados não estruturados, que, no caso, são os textos produzidos pelos analistas financeiros em seus relatórios de recomendações de investimento.

Em linhas gerais, os estudos anteriores reunidos na abordagem por análise de conteúdo têm como objetivo buscar em dados de *inputs* não estruturados, ou seja, dados não numéricos, como e a quais ativos intangíveis os analistas financeiros dedicaram maior atenção durante suas análises. Para isso, a maioria das pesquisas consultadas seguiu uma metodologia baseada em dados textuais – os relatórios dos analistas financeiros –, analisando-os por meio de análise de conteúdo e combinando-os com alguma abordagem quantitativa posterior, seja por meio de regressões ou demais ferramentas metodológicas de análise. Assim, foi considerada, para o corpo das evidências empíricas sobre ativos intangíveis, não só cobertura, erro de previsão e acurácia das previsões dos analistas, mas também o que esses profissionais escrevem acerca desses ativos em seus relatórios de investimento.

Analisar os relatórios de analistas financeiros constitui uma fonte importante de dados para o método análise de conteúdo contextualizado para a temática em tela, uma vez que consistem em dados não estruturados, isto é, textuais, cujo conteúdo pode ser agrupado em três elementos principais, quais sejam: 1) a opinião desses especialistas de mercado de forma descritiva; 2) o conteúdo bastante específico para os seus usuários; e 3) os termos-chave relacionados a diversos tópicos e, dentre eles, os ativos intangíveis.

Ao seguir por meio dessa abordagem, os estudos anteriores apresentam resultados heterogêneos. García-Meca et al (2005), por exemplo, ao analisarem os relatórios de analistas financeiros que recomendaram empresas espanholas, concluíram que os ativos intangíveis estratégicos são mais enfatizados pelos especialistas de mercado. Esse resultado é similar ao de García-Meca e Martínez (2007).

No entanto, análises em torno da média podem negligenciar alguns fatores específicos de empresas que são mais intensivas em ativos intangíveis, também denominadas, na literatura, de

companhias intangível-intensivas. Abdolmohammadi et al (2006) constataram que os analistas financeiros precisam recorrer a informações que estão além daquelas disponíveis nas demonstrações financeiras para coletar maiores informações sobre ativos intangíveis, sinalizando que há maior esforço por parte do analista em estimar o valor de uma empresa que investe mais nesses ativos. Sobre isso, Flöstrand (2006) evidenciou que os analistas utilizam indicadores que levam em consideração os ativos intangíveis, principalmente em companhias intangível-intensivas.

Apesar de alguns analistas sinalizarem que realizam esforços em avaliar ativos intangíveis, Sakakibara et al (2010) enfatizam a lacuna informacional existente entre a forma como são divulgadas as informações sobre ativos intangíveis e como os analistas financeiros têm acesso a elas. Lev e Gu (2016) demonstraram ter visão semelhante ao enfatizar a necessidade de padronizar um relatório de evidenciação desses ativos, de modo a facilitar a intermediação de informações sobre intangíveis entre analistas financeiros e investidores. Petty, Ricceri e Guthrie (2008) também compartilham resultados semelhantes ao demonstrarem, por meio de uma *survey*, que se as empresas divulgassem informações concernentes aos intangíveis em maior quantidade e de melhor qualidade seria possível que essas companhias fossem recompensadas com melhores avaliações dos analistas, uma vez que seus ativos estratégicos estão sendo evidenciados mais apropriadamente. Essas evidências empíricas também estão alinhadas com os resultados encontrados por Maaloul, Amar e Zeghal (2016).

É interessante perceber que essas pesquisas se basearam em mercados desenvolvidos de acordo com a classificação do MSCI¹¹, a exemplo de Japão, Estados Unidos e Hong Kong. Por definição, e com base nos trabalhos de La Porta et al (1998), esses mercados apresentam menos assimetria de informação, portanto, os custos para coletar dados e informações sobre ativos intangíveis tendem a ser menores. No entanto, apesar dessas características, levar em conta ou avaliar esses ativos desponta como uma atividade arriscada para o analista, uma vez que essa informação não está facilmente disponível, é de difícil mensuração e acesso, e de maior propensão ao erro de previsão.

Em Abhayawansa e Guthrie (2012), a forma como os analistas abordam os ativos intangíveis variou de acordo com sua recomendação de investimento. De acordo com esses autores, recomendações de venda fazem referência a esses ativos de forma mais descritiva, enquanto para as recomendações de compra eles são mencionados de forma mais restrita. Em uma extensão das análises, Abhayawansa e Guthrie (2016) pesquisaram propriedades semânticas dos ativos intangíveis em relatórios de analistas financeiros. Esses autores encontraram que os analistas demonstraram avaliar os ativos intangíveis como um todo, e não tomando algum aspecto em específico e, além disso, quando a acurácia foi fraca, os intangíveis foram abordados utilizando-se uma abordagem numérica para se referir a eles.

¹¹ O site oficial pode ser consultado em <https://www.msci.com/market-classification>.

QUADRO 4 - Relação de pesquisas anteriores e evidências empíricas internacionais (ativos intangíveis, analistas financeiros e seus relatórios)

Autores	Objetivo	Amostra/ período	Método	Principais Resultados
García-Meca et al (2005)	Analisar em que medida a evidenciação dos ativos intangíveis influenciaram os analistas financeiros <i>sell-side</i> em companhias abertas espanholas. Por ativos intangíveis, compreenderam clientes, recursos humanos, processos, inovação, estratégia e tecnologia.	257 relatórios de analistas que cobrem empresas da <i>Madrid Stock Exchange</i> (2000-2001).	<i>General Disclosure Index</i> (DI) e regressões OLS	As empresas evidenciaram maiores informações sobre estratégia, processos e clientes, enquanto sobre inovação e pesquisa e desenvolvimento elas foram menores. Nesses casos, empresas com diferentes níveis de <i>market-to-book</i> , lucratividade e algum tipo diferenciado de divulgação de seus resultados aos investidores evidenciaram mais informações sobre ativos intangíveis.
Abdolmohammadi et al (2006)	Identificar a natureza e tipos das informações contidas nos relatórios financeiros dos analistas <i>sell-side</i> .	64 relatórios de recomendações trimestrais (1999)	Análise de conteúdo	Os resultados demonstram que os analistas financeiros recorrem a informações que vão além daquelas registradas nas demonstrações financeiras e que estão amplamente disponíveis ao público. Em particular, para empresas intangível-intensivas os analistas financeiros tendem a recorrer mais a informações não financeiras para analisá-las.
Flöstrand (2006)	Examinar o uso de indicadores de ativos intangíveis nos relatórios dos analistas financeiros <i>sell-side</i> .	250 relatórios de analistas financeiros <i>sell-side</i> de empresas do S&P 500	Análise de conteúdo	Os resultados mostraram que os analistas financeiros utilizam indicadores de ativos intangíveis, principalmente em setores mais intangível-intensivos (e.g. tecnologia e telecomunicações). Além disso, os analistas financeiros enfatizam o ativo intangível relacional.
García-Meca e Martínez (2007)	Quantificar e tipificar a evidenciação dos ativos intangíveis nos relatórios dos analistas financeiros, assim como verificar os seus determinantes.	260 relatórios de analistas financeiros que cobrem empresas espanholas (2000-2003).	Construção de índice de evidenciação de ativos intangíveis e OLS de dois estágios.	Em mais de 70%, os analistas financeiros evidenciam informações relacionadas a novos investimentos, credibilidade da empresa, e consistência com sua estratégia de negócio, assim como alianças realizadas. Eles não enfatizaram medidas e avaliações de inovação e P&D. Além disso, analistas financeiros tendem a evidenciar mais informações sobre ativos intangíveis em empresas lucrativas.

(Continua)

(Continua)

Petty, Ricceri e Guthrie (2008)	Investigar como um grupo de analistas financeiros utiliza informações relacionadas a ativos intangíveis.	18 respondentes que operam no Mercado de Hong Kong.	Survey	Os respondentes sugeriram que as empresas deveriam evidenciar mais e melhor as informações sobre os seus ativos intangíveis. Com isso, eles acreditam que as empresas conseguiriam ser recompensadas por meio do aumento de seu valor de mercado. Para conseguir essas informações, usualmente esses profissionais recorrem a informações privadas.
Bejar (2009)	Compreender como e se há uma convergência da evidência dos ativos intangíveis das empresas por especialistas do Mercado de Capitais.	19 <i>experts</i> do Mercado Financeiro francês (analistas e gestor de portfólio)	Método Delphi	Foram encontradas convergências em 19 itens relacionados aos ativos intangíveis.
Sakakibara et al (2010)	Pesquisar a percepção dos analistas financeiros em relação aos ativos intangíveis e a sua relação com a avaliação de empresas.	324 analistas financeiros que atuam no Japão	Survey	Existe uma grande lacuna informacional entre ativos intangíveis e a avaliação de empresas, sendo essa falta de informação uma das causas que dificultam a avaliação de empresas, principalmente em relação aos ativos humanos. Para contornar essa situação, divulgações padronizadas desses ativos, assim como sobre os seus principais direcionadores de valor, poderiam ser feitas como forma de melhorar o processo de avaliação das empresas.
Abhayawansa e Guthrie (2012)	Investigar quais e como as informações relacionadas a ativos intangíveis são veiculadas por meio de diferentes tipos de recomendações dos analistas financeiros.	64 relatórios de cobertura inicial de empresas do índice S&P/ASX (2003-2008)	Análise de conteúdo	Analistas que recomendam a compra de uma empresa tendem a observar uma variedade restrita de ativos intangíveis, com algumas referências negativas e com orientação futura sobre esses ativos, ao passo que recomendações de venda compreendem informações com orientação passada sobre esses ativos e com referências mais discursivas sobre ativos intangíveis.

(Continua)

(Conclusão)

Maaloul, Amar e Zeghal (2016)	Investigar a relação entre divulgação voluntária de ativos intangíveis e as propriedades das previsões de ganhos dos analistas financeiros.	125 empresas americanas listadas no S&P 500 (2009)	Análise de conteúdo e Regressões OLS	Os resultados apontaram que os efeitos da divulgação dos ativos intangíveis variam de acordo com a sua categoria, alternando de maneiras distintas (positiva e negativamente) as propriedades das previsões dos analistas financeiros.
Abhayawansa e Guthrie (2016)	Examinar como os tipos e as propriedades semânticas da evidenciação dos ativos intangíveis nos relatórios dos analistas variam de acordo com o número de características específicas da firma e também sua associação com a divulgação voluntária.	64 relatórios de analistas de empresas australianas.	Análise de conteúdo e Regressões OLS	Quando a acurácia da previsão é fraca, a evidenciação dos ativos intangíveis nos relatórios dos analistas ocorreu de forma numérica. Além disso, os analistas não diferenciam as categorias de ativos intangíveis, de modo que eles consideram todas elas como sendo importantes para a avaliação de uma empresa.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos autores citados.

Em adição à relevância dos resultados das pesquisas comentadas anteriormente, é importante destacar que essas evidências também contribuíram para a seleção dos termos-chave relacionados aos ativos intangíveis utilizados nesta tese. Esses termos foram fundamentais para definir as categorias e a identificação da menção de palavras-chave relacionadas a ativos intangíveis nos textos referentes aos relatórios dos analistas financeiros. Assim, a identificação desses termos-chave também foi baseada em pesquisas que analisaram os relatórios anuais de empresas, como os artigos desenvolvidos em Abhayawansa e Guthrie (2010) e Petty e Guthrie (2000), dentre outros.

2.5.2 Estudos anteriores nacionais

O trabalho de Antunes e Leite (2008) foi o único, dentre os estudos nacionais encontrados, no qual se relacionaram ativos intangíveis e analistas. As demais pesquisas sobre o tema trataram separadamente ativos intangíveis e performance corporativa, ou trataram somente dos analistas financeiros, sendo esse um tema recente de pesquisa e, por isso, ainda incipiente no cenário brasileiro.

Em relação aos ativos intangíveis, considerou-se que as pesquisas variaram de um enfoque normativo-contábil, em que se discute sobre sua regulamentação por meio de orientações do CPC e/ou do IFRS, bem como sobre sua divulgação em demonstrações financeiras ou na forma de informação voluntária, para um enfoque quantitativo, que é realizado por meio da análise de regressões múltiplas entre variáveis *proxy* de ativos intangíveis e de performance financeira das firmas listadas na BM&FBovespa (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo), antiga denominação da B3.

Em face da particularidade apresentada pelas pesquisas nacionais, e para organizar a apresentação desta subseção, optou-se por dividir os tópicos, iniciando-os com os estudos anteriores sobre ativos intangíveis, seguidos por analistas financeiros para, finalmente, apresentar a pesquisa que relaciona ativos intangíveis e analistas de investimentos.

2.5.2.1 Ativos Intangíveis e Performance Corporativa

De modo geral, pesquisas empíricas sobre a tríade Mercado de Capitais, analistas financeiros e ativos intangíveis são incipientes, tanto no contexto internacional como nacional. Sobre isso, no Quadro 5 estão reunidas algumas pesquisas nacionais que estabeleceram relações entre desempenho corporativo, estrutura de capital, valor de mercado e ativos intangíveis. Até o presente momento, não foram encontradas pesquisas sobre ativos intangíveis e analistas financeiros na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) além da análise desenvolvida em Antunes e Leite (2008). Adicionalmente, identifica-se a ausência de trabalho com período amostral dos últimos seis anos.

Com base nos dados do Quadro 5, as evidências empíricas nacionais apresentaram resultados controversos em relação às evidências empíricas e discussões teóricas em nível internacional. Adicionalmente, essas evidências empíricas apresentaram resultados divergentes entre si. No entanto, de modo geral, as relações encontradas entre as variáveis *proxy* de ativos intangíveis e das variáveis *proxy* de desempenho corporativo, sejam em níveis contábeis ou de mercado, apresentaram resultados aquém do esperado, isto é, em sua maioria, não foram encontradas relações estatisticamente significantes e economicamente relevantes entre ativos intangíveis e performance corporativa.

QUADRO 5 - Pesquisas empíricas nacionais sobre ativos intangíveis e desempenho corporativo

Autores	Período	Principais resultados
Kayo e Famá (2004)	1997-2001	Empresas intangível-intensivas tendem a endividarem-se menos, porém, não foram encontradas evidências de menor risco nelas.
Kayo, Kimura e Basso (2005)	Não informado	A análise de processos hierárquicos possibilita que os ativos intangíveis possam ser hierarquizados de forma quantitativa, inclusive direcionado-res de valor não financeiros.
Kayo, Teh e Basso (2006)	2003	Empresas intensivas em inovação (quantidade de patentes e de marcas) endividam-se menos.
Kayo et al (2006b)	2001	Destacaram-se as variáveis de endividamento e tamanho como os fatores determinantes da intangibilidade de ativos nas empresas tangível e intangível intensivas,
Teh, Kayo e Kimura (2008)	2003	A relação entre criação de valor, medida por meio do market-to-book e Q de Tobin com as patentes não demonstrou relação significativa.
Carvalho, Kayo e Martin (2010)	1997-2007	A persistência do desempenho superior das firmas não foi impactada significativamente pelos ativos intangíveis.
Machado e Famá (2011)	2002-2007	Maiores valores médios ativos intangíveis estão associados a maiores índices de qualidade de governança corporativa.
Alves et al (2011)	2002-2009	Os gastos com P&D são relevantes para avaliar o valor de mercado das empresas do setor de energia elétrica que estão listadas na B3 quando analisados isoladamente, mas não se tornam mais relevante ao se adicionar variáveis controle, como lucro líquido e patrimônio líquido.
Hungarato e Teixeira (2012)	1996-2006	Os investimentos em P&D não foram significativos estatisticamente para explicar o preço de mercado das empresas analisadas, tanto de setores de alta ou baixa tecnologia.
Nascimento et al (2012)	2008	As correlações setoriais entre grau de intangibilidade (GI) e variáveis de desempenho foram baixas para as empresas da B3 que pertenciam aos setores de telecomunicações e tecnologia da informação, apresentando também que empresas com GI acima da média setorial não exibiram maior resultados corporativos.
Chaves e Pimenta Júnior (2013)	2006-2008	O valor de mercado das empresas não apresentou relação significativa estatisticamente com a criação de valor pelo ativo intangível.
Moura et al (2013)	2009	Empresas grandes e com maior aderência ao CPC 04 (<i>disclosure</i> obrigatório de ativos intangíveis) apresentaram melhores práticas de governança corporativa.

(Continua)

		(Conclusão)
Miranda et al (2013)	2008-2009	Há relação entre ativos intangíveis e valor de mercado, porém, não foi encontrada relação significativa entre ativos intangíveis e performance (medida pelo ROE). A inovação também não apresentou relação com o ROE.
Mazzioni, Carpes e Lavarda (2014)	2009-2011	O grau de intangibilidade (utilizando o <i>market-to-book</i> como <i>proxy</i>) apresentou relação positiva com a geração de valor adicionado.
Moura, Theiss e Cunha (2014)	2009-2010	Alta correlação entre ativos intangíveis e gerenciamento de resultados em empresas, com empresas do índice de governança corporativa do novo mercado apresentando menor gerenciamento.
Santos et al (2014)	2000, 2003 e 2005	Após a interpretação conjunta da análise de fatores com equações estruturais, os resultados indicaram que, de modo geral, variáveis relacionadas à inovação não explicaram satisfatoriamente as variáveis determinantes da performance financeira.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos autores citados.

Por exemplo, a relação encontrada entre variáveis *proxy* de ativos intangíveis e variáveis *proxy* de desempenho corporativo, medido em nível de mercado, foi economicamente relevante em Alves et al (2011), Miranda et al (2013) e em Mazzioni, Carpes e Lavarda (2014), mas não foi encontrada relação significativa com excesso de retorno em Silva et al (2015).

Por outro lado, ao enfatizar a relação entre variáveis *proxy* de ativos intangíveis com variáveis de desempenho em nível contábil, nas pesquisas de Carvalho, Kayo e Martin (2010), Nascimento et al (2012), Hungarata e Teixeira (2012), Miranda et al (2013), Chaves e Pimenta Júnior (2013), e de Santos et al (2014) não foram encontradas relações economicamente relevantes e estatisticamente significantes entre as variáveis pesquisadas.

No que concerne aos aspectos de qualidade de gestão de empresas intangível-intensivas, há algumas evidências empíricas, tais como em Machado e Famá (2011) e Moura et al (2013), que observaram uma tendência de adotarem melhores práticas de governança corporativa. Nesse sentido, a relação entre qualidade da informação contábil e intangíveis, analisadas em Moura, Theiss e Cunha (2014), sugere que existem correlações entre ativos intangíveis e gerenciamento de resultados, sendo essas correlações mais fracas em empresas com melhores práticas de governança.

Anteriormente a esses estudos, Kayo e Famá (2004) e Kayo, Teh e Basso (2006) haviam observado que empresas intangível-intensivas se endividam menos. Em termos similares, Kayo et al (2006) encontraram que as variáveis *proxy* de endividamento e tamanho se relacionaram mais fortemente, em termos de regressões múltiplas, com empresas intangível-intensivas.

Com exceção do trabalho de Kayo, Kimura e Basso (2005), que consiste de um estudo de caso sobre a aplicabilidade de modelos hierárquicos para avaliar ativos intangíveis, os demais trabalhos evidenciados no Quadro 5 se valeram de abordagens quantitativas, em que o relacionamento entre

variáveis é estimado mediante modelos de regressão. Em linha com essas pesquisas, na presente tese adotou-se uma abordagem quantitativa que foi dividida em abordagem econométrica e abordagem por análise de conteúdo.

A partir do mapeamento da produção científica nacional e internacional sobre capital intelectual, que é uma nomenclatura alternativa para ativos intangíveis, Reina e Ensslin (2011) encontraram, com base na definição das perspectivas de ativos intangíveis proposta por Marr (2005), que a perspectiva classificada como “Estratégia” é a abordagem empírica mais recorrente nos estudos sobre ativos intangíveis, tanto em termos internacionais como nacionais. Em seguida, para o contexto nacional, ficou a perspectiva contábil, ao passo que, para o contexto internacional, foi a perspectiva financeira.

As evidências empíricas nacionais exibem, de maneira geral, características muito diferentes, que abrangem limitações metodológicas, quanto particularidades do período amostral, e que inviabilizam generalizações. Esse cenário contribui para que novas pesquisas sejam desenvolvidas como forma de colaborar com o arcabouço teórico-empírico contextualizado à realidade brasileira para que, assim, seja possível compreender as idiosincrasias locais.

2.5.2.2 Analistas financeiros

Foram encontradas 21 publicações em periódicos classificados pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), para o período 2013-2016, ao se pesquisar o termo “analistas financeiros” em diferentes bases de artigos científicos. As pesquisas consultadas investigaram a influência dos analistas financeiros no mercado acionário brasileiro.

Esse procedimento se justificou como forma de refinar a busca por pesquisas anteriores desenvolvidas no contexto nacional e, principalmente, para proporcionar embasamento empírico às hipóteses testadas nesta tese. Dessa forma, foram consultadas apenas as publicações em periódicos, por considerá-las de maior rigor científico, uma vez que passaram por um maior crivo antes de sua publicação. Para resumi-las, no Quadro 6 estão apresentados os elementos principais das pesquisas consultadas.

Ao analisar as informações constante no Quadro 6, torna-se possível delinear um panorama da influência e das características dos analistas financeiros contextualizadas no cenário brasileiro. Estas conclusões se basearam em evidências empíricas coletadas nos últimos 16 anos. De modo geral, percebe-se que Martínez é o autor com maior número de publicações sobre o tema.

No Quadro 6, exibem-se as evidências quanto à influência dos analistas financeiros no mercado acionário brasileiro. De modo geral, esses resultados se mostraram bastante controversos. De um lado, Sun, Carrete e Tavares (2017) e, parcialmente, Martínez (2011) e Lima Júnior e Almeida (2015),

argumentam que os analistas financeiros contribuem para aumentar a transparência de mercado ao pressionar a gestão das empresas avaliadas por informações mais fidedignas para compor os *inputs* em seus modelos de avaliação. Assim, suas recomendações de investimento apresentam algum efeito informacional para os participantes do mercado. Por outro lado, uma série de evidências empíricas contesta a eficiência da atuação desses profissionais.

Dentre elas, Martínez (2007b) afirma que os analistas financeiros são, em geral, otimistas em suas previsões de lucro por ação, contribuindo para uma performance fraca em termos de acurácia e precisão de suas estimativas e, adicionalmente, esses profissionais tendem a seguir um comportamento manada. Lima Júnior e Almeida (2015), ao conduzirem suas análises pelo preço-alvo, concordam que os analistas financeiros apresentam vieses otimistas. Esses resultados se tornam ainda mais evidentes em Martínez (2010), cujos resultados demonstraram que mais da metade das recomendações dos analistas financeiros é de compra (*buy*). Franco (2002) também encontrou que os analistas apresentaram estimativas exageradas, mas que eles as corrigem posteriormente.

Ainda seguindo os principais resultados de Martínez (2010), o autor pontua que apesar dessa tendência de recomendação de compra entre os analistas financeiros, as revisões que se desviaram dessa média apresentam melhor performance. Resultados similares também foram encontrados em Martínez (2008). Ou seja, ao se diferenciar dos demais, os analistas financeiros emitem sinais de que têm opinião diferente da maioria e isso é percebido pelos participantes do mercado.

Em relação às características dos analistas financeiros, Martínez (2007a) e Lima Júnior (2017) encontraram que o efeito aprendizagem, também conhecido como *leaning-by-doing*, não foi inteiramente encontrado no Brasil. Além disso, Antônio, Lima e Pimenta Júnior (2015) verificaram que o desempenho na previsão de retornos anormais alcançado pelos analistas financeiros não se mostrou superior em relação às previsões realizadas por meio de modelos de séries temporais. Resultados similares foram encontrados por Beiruth et al (2014).

Complementando as características da atuação dos analistas financeiros no Brasil, Martínez e Dumer (2014) relataram que o período em torno da adoção do IFRS pelas companhias abertas brasileiras não alterou significativamente a acurácia, o viés e a precisão das estimativas desses profissionais. Em contrapartida, a acurácia dos analistas financeiros é aprimorada quando as empresas seguem melhores práticas de governança corporativa (DALMÁCIO et al, 2013; ALMEIDA; DALMÁCIO, 2015). Esse resultado está alinhado com o encontrado por Pace, Basso e Silva (2003) ao evidenciarem que os analistas financeiros, apesar de se valerem predominantemente de indicadores financeiros para embasar suas recomendações de investimento, já sinalizavam, à época, tendência crescente de utilizar indicadores não financeiros, especialmente aqueles relacionados com governança corporativa.

QUADRO 6 - Estudos anteriores nacionais sobre analistas financeiros

Autores	Objetivo	Amostra/ período	Método	Principais Resultados
Franco (2002)	Busca realizar testes para a detecção de reações exageradas dos analistas financeiros no mercado brasileiro, seguindo a linha de De Bont e Thaler (1990).	111 ações no período (1995-1998)	Regressões	Durante o período analisado, os analistas brasileiros apresentaram similaridades com os analistas americanos, na medida em que encontraram persistentes projeções exageradas na estimativa de lucros, havendo correções desse viés em datas próximas à publicação das demonstrações financeiras.
Pace, Basso e Silva (2003)	Fazer um levantamento, junto aos analistas financeiros, sobre o uso e a utilidade da diversidade de indicadores de desempenho que não se restringem apenas aos financeiros para a realização de previsão de lucros.	56 respondentes afiliados à ABAMEC SP	Questionários (escala Likert de 5 pontos) e análise de <i>cluster</i>	Apesar da predominância do uso de indicadores financeiros, foi identificada uma tendência ao uso de medidas não financeiras, em especial as de governança corporativa. Os analistas financeiros parecem estar começando a assimilar a relevância dos ativos intangíveis na dinâmica dos negócios das empresas analisadas. O problema é que essas informações não estão facilmente disponíveis, por isso incorrem em maiores custos e esforços para coletá-las e analisá-las.
Martinez (2006)	Analisar como os analistas financeiros reagem a resultados inesperados (ou surpresas), sendo eles positivos e negativos, de uma empresa.	120 ações mais líquidas (1995-2002)	Estudo de evento	De modo geral, foi identificada maior incidência de surpresas negativas, os participantes do mercado consideram a revisão do consenso como informativa e as surpresas positivas deram início a um período de retornos positivos nas empresas analisadas quanto à fonte de informações e preferência de dados, respectivamente.
Boff, Prociánye Hoppen (2006)	O objetivo é duplo: 1) realizar um mapeamento do processo pelo qual os analistas sêniores utilizam informações e 2) identificar se existem múltiplos ou singulares processos decisórios.	27 analistas sêniores	Experimento	Os resultados do experimento demonstraram que há certo nível de padronização nos processos decisórios no momento que o analista realiza a análise e o processamento das informações sobre as empresas, havendo também diversidade no momento da interpretação. O trabalho do analista é múltiplo e singular simultaneamente.
Martinez (2007a)	Analisar os determinantes das previsões individuais dos analistas financeiros de empresas brasileiras.	214 empresas (1995-2002)	Dados em Painel e Regressões Fama-McBeth	O <i>learning-by-doing</i> não foi inteiramente identificado no Brasil: isto é, a acurácia da previsão dos analistas diminuiu com o aumento de sua experiência. Além disso, o tamanho da <i>broker</i> e a data da previsão influenciaram suas previsões.

(Continua)

(Continua)

Martinez (2007b)	Compreender a acurácia do consenso das previsões de ganhos dos analistas financeiros de empresas brasileiras.	239 empresas (1995-2002)	Regressões	Em média, os analistas que recomendam empresas brasileiras são otimistas, suas previsões apresentam baixas acurácia e precisão, e os analistas parecem seguir o efeito manada.
Martinez (2008)	Investigar a capacidade da revisão das previsões dos analistas em impactar os preços das ações de empresas listadas na B3.	120 empresas mais líquidas (1995-2002)	Dados em Painel	As revisões das previsões dos analistas impactam de forma qualitativa e quantitativa no mercado acionário, assim como quando a previsão se desvia do consenso, apresentando um maior poder informativo ao mercado, como o <i>momentum</i> .
Saito, Villalobos e Benetti (2008)	Verificar quais variáveis relacionadas às características das empresas e das informações disponíveis no mercado acionário brasileiro impactam as projeções de lucros dos analistas financeiros.	93 empresas (2000-2004)	Regressões	As variáveis prejuízo e número de analistas foram significativas estatisticamente, assim como a variação do resultado e características setoriais das empresas que compuseram a amostra.
Martinez (2010)	Analisar os efeitos, em nível individual e de consenso, das recomendações dos analistas financeiros que seguem empresas brasileiras.	257 empresas (1995-2003)	Análise descritiva e de portfólios.	Mais da metade das recomendações dos analistas é de compra (<i>buy</i>), enquanto a recomendação de venda (<i>sell</i>) foi minoria. Além disso, revisões para baixo (<i>downgrades</i>) e recomendações de vendas (<i>sell</i>) tiveram melhor performance do que as recomendações de compra (<i>buy</i>).
Martinez (2011)	Investigar em que medida a cobertura dos analistas financeiros diminui a gestão de resultados e melhora as previsões de lucros.	Não identificado (1998-2004)	Regressões	À medida que o número de analistas seguindo uma empresa (cobertura de analistas) aumentou, menores foram os erros de previsão e a gestão de resultados das empresas analisadas. Desse modo, os analistas aumentaram a transparência no Mercado de Capitais.
Santos et al (2013)	Verificar como um grupo de analistas financeiros percebe o trabalho dos auditores externos após os escândalos corporativos envolvendo-os.	6 respondentes (analistas financeiros)	Questionários (com escala likert)	Em termos gerais, os analistas financeiros reconhecem a importância do trabalho dos analistas externos, mas não o utilizam para auxiliá-los no desenvolvimento de suas avaliações.

(Continua)

(Continua)

Dalmácio et al (2013)	Examinar de que formas níveis diferenciados de governança corporativa influenciam a acurácia das previsões de lucros dos analistas financeiros.	105 empresas (2000-2008)	Dados em painel com efeito fixo	A acurácia dos analistas foi maior nas empresas que adotaram práticas diferenciadas de governança corporativa, de modo que esses profissionais percebem o sinal emitido pelas empresas que são mais transparentes e, por isso, se diferenciariam de seus <i>peers</i> setoriais.
Beiruth et al (2014)	Comparar a eficiência dos modelos contábeis (de Ohlson-Juettner) e dos previstos pelos analistas em relação ao valor real obtido pela empresa (valor da ação)	Empresas listadas no IBRX-100 (2004-2011)	Teste de médias e dos sinais	Os resultados sugeriram que os modelos contábeis foram mais próximos ao valor real da ação em relação ao valor observado da previsão do preço-alvo realizado pelos analistas financeiros.
Martinez e Dumer (2014)	Verificar as propriedades estatísticas das previsões dos analistas financeiros no período entre a adoção do IFRS pelas empresas brasileiras.	92 empresas (2007-2011)	Regressões	O período em torno da adoção das orientações do IFRS pelas empresas brasileiras não alterou significativamente as propriedades estatísticas em termos de acurácia, viés e precisão nas previsões dos analistas.
Almeida e Dalmácio (2015)	Analisar de que maneira a acurácia das previsões dos analistas financeiros que seguem empresas brasileiras é impactada pela competitividade e pela governança.	91 empresas (2001-2008)	Dados em painel <i>pooled</i>	Empresas que pertencem a setores mais competitivos não necessariamente apresentam melhores informações para os analistas, enquanto a governança corporativa, por viabilizar maior transparência de informações, aumentou a acurácia de suas previsões.
Antônio, Lima e Pimenta Júnior (2015)	Verificar a possibilidade de obter retornos anormais a partir da análise histórica das recomendações de análises financeiras que recomendam empresas brasileiras.	173 empresas 2000-2010	Análise descritiva e teste de médias	De acordo com os portfólios formados, os analistas não foram capazes de identificar os títulos que apresentaram retornos anormais ou melhores retornos durante o período analisado.
Lima Júnior e Almeida (2015)	Analisar as características do consenso e das recomendações dos analistas financeiros.	195 ações (2005-2013)	Dados em painel com efeito fixo	Foi identificado viés otimista nas recomendações dos analistas financeiros. No entanto, os analistas tendem a corrigir esses desvios ao emitirem recomendações menos otimistas. Também foi encontrado que as recomendações dos analistas apresentaram efeito informacional no mercado.
Lima e Luca (2016)	Verificar como o valor da empresa e o custo de capital impactam o número de analistas financeiros seguindo empresas listadas na B3.	63 empresas (1997-2012)	Correlações e dados em painel com efeito fixo.	O número de analistas está correlacionado diretamente com o valor da empresa, sendo essa relação verificada fortemente para empresas pequenas, enquanto foi verificada relação inversa entre número de analistas e custo do capital próprio.

(Continua)

(Conclusão)

Martins, Paulo e Monte (2016)	Investigar a relação entre gerenciamento de resultados e acurácia das previsões dos analistas financeiros.	43 empresas (2010-2014)	Dados em painel e regressões quantílicas	Os administradores de empresas tendem a gerenciar resultados quando os valores observados das empresas se aproximam do previsto pelos analistas.
Lima Júnior (2017)	Estimar o efeito aprendido (<i>learning-by-doing</i>) nas previsões de <i>target-price</i> dos analistas financeiros.	195 ações (2005-2013)	Dados em Painel com efeitos fixos.	O efeito aprendido foi encontrado no Brasil em termos de complexidade de cobertura de empresas e setores pelos analistas. No entanto, em nível individual, os analistas ajustam suas previsões em relação ao consenso, e a experiência teve resultados contraditórios.
Sun, Carrete, Tavares (2017)	Verificar a influência da emissão de relatórios pelos analistas financeiros nos retornos das ações investigadas.	63 empresas do índice Ibovespa (2004)	Estudo de Eventos	A figura do analista financeiro melhora a eficiência do mercado de capitais brasileiro na medida em que foi verificada convergência da emissão de suas recomendações com a média de retornos anormais na amostra e período pesquisados.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos autores citados.

Ao tentar tornar os procedimentos mais transparentes quanto ao processamento de informações dos analistas para a emissão de suas recomendações de investimentos, Boff, Procianny e Hoppen (2006) desenvolveram um experimento e constataram que existe certo nível de padronização no processo decisório dos analistas, assim como na forma como eles(as) assimilam e analisam as informações, porém, a forma pela qual a interpretação foi desenvolvida variou, indicando que cada indivíduo tem seu próprio estilo de transformar os *inputs* de dados em *output* de recomendação.

Por fim, no Quadro 6 relacionados os demais trabalhos desenvolvidos sobre essa temática, os quais apresentam características adicionais dos analistas financeiros em relação ao que foi discutido anteriormente. Por exemplo, Saito, Villalobos e Benetti (2008) encontraram que projeções do lucro são impactadas por variáveis como prejuízo e número de analistas seguindo uma empresa, ao passo que Santos et al (2013) evidenciaram que os analistas reconhecem a importância do trabalho dos auditores, mas que não as utilizam em seu trabalho. Os resultados reportados em Lima e Luca (2016) sugerem que o número de analistas está correlacionado positivamente com o valor das empresas e negativamente com o custo do capital próprio. Por fim, Martins, Paulo e Monte (2016) concluíram que os gestores tendem a gerenciar os resultados no momento em que o valor da empresa se aproxima com aquele previsto pelos analistas.

Conforme observado, os resultados brasileiros são conflitantes e complexos para desenvolver análises, impossibilitando delinear generalizações. Ainda assim, comparando-se os resultados nacionais com a revisão de literatura de Bradshaw (2011), em que é feito um apanhado do conhecimento teórico-empírico acumulado nos últimos 20 anos sobre a atuação dos analistas financeiros nos Estados Unidos, é possível dialogar sobre essas duas realidades na medida em que há certo alinhamento de que os analistas financeiros são otimistas, o que indica uma tendência por maior incidência de emissão de recomendações de compra; e, também, que há desvios em suas previsões, seja para preço-alvo (*target price*) ou para lucro por ação (*earnings per share*).

A forma como as análises dessas características são desenvolvidas consiste no principal fator de diferenciação entre os resultados brasileiros em relação aos estadunidenses. Nesta pesquisa não se pretendeu equiparar ambos os mercados, pois seria uma tarefa ingênua do pesquisador ao incorrer nesse tipo de simplificação. A intenção é, tão simplesmente, observar um cenário de referência e encontrar mecanismos para aprimorar a compreensão das nuances nacionais.

Por exemplo, ao reconhecer que analistas financeiros são otimistas e que eles erram em suas previsões, Kothari (2001), Ramnath, Rock e Shane (2005) e Kothari, So e Verdi (2016), dentre outros, reconhecem a importância do trabalho desses profissionais; e ponderam esses resultados ao mencionarem os conflitos de interesses com os quais são confrontados. Além disso, os analistas

desempenham múltiplas funções que, por vezes, podem impactar negativamente o desenvolvimento de suas análises (BRADSHAW, 2011).

No Brasil, o enfoque das análises concernentes ao desempenho das previsões dos analistas parece empregar demasiada ênfase em suas propriedades estatísticas. Conforme ilustrado na Figura 4, na etapa de *Output & Relatório*, Ramnath, Rock e Shane (2005) enfatizam que as previsões constituem apenas uma parte do todo que compõe o volume de informações presentes nos relatórios de investimento dos analistas financeiros. Nesses documentos há outras informações relevantes que merecem ser analisadas em específico, e contextualizadas para o cenário em que se inserem, isto é, o seu ambiente externo. Para esses autores, tão importante quanto, ou até mais importante, que as previsões e as recomendações de compra e venda dos analistas financeiros são as suas interpretações e percepções de mercado, as quais são negligenciadas por meio de abordagens eminentemente quantitativas.

Com a presente pesquisa buscou-se preencher essa lacuna ao contemplar, na seção da metodologia, uma abordagem por meio de abordagem quantitativa. Tal estratégia metodológica tem como finalidade desenvolver análises quantitativas para tentar compreender de forma mais detalhada, em relação às pesquisas desenvolvidas até então, a influência dos ativos intangíveis nas recomendações de investimentos dos analistas financeiros no mercado acionário brasileiro.

2.5.2.3 Ativos intangíveis e analistas

Conforme mencionado na subseção 2.5.2.3, apenas o estudo de Antunes e Leite (2008) relacionou, especificamente, avaliações de analistas financeiros a ativos intangíveis no contexto brasileiro. Pace, Basso e Silva (2003) identificaram tendência de os analistas financeiros reconhecerem a relevância dos ativos intangíveis para avaliar uma empresa, mas esse dado foi apenas mencionado e pouco explorado, limitando-se a afirmar que, como essas informações não estão facilmente disponíveis, os analistas incorrem em mais custos para coletá-las e analisá-las, contribuindo para a preferência por informações financeiras.

A pesquisa de Antunes e Leite (2008) foi realizada com o objetivo de investigar quais informações sobre ativos intangíveis os analistas de investimentos consideravam mais relevantes durante o processo de análise acerca do desempenho corporativo de companhias abertas brasileiras. Foram considerados, especificamente, analistas de investimentos de corretoras de valores cadastradas na B3, os quais compuseram uma amostra inicial de 92 analistas. A coleta de dados foi realizada por meio de questionário *online* composto por perguntas abertas e fechadas, e foi aplicado no período entre novembro de 2006 e janeiro de 2007. Apenas 18 analistas responderam ao questionário. O perfil dos respondentes era composto por analistas com qualificação profissional – cursos de especialização,

mestrado e doutorado –, e que ocupavam o cargo de estrategista-chefe nas corretoras participantes da pesquisa.

O questionário utilizado por Antunes e Leite (2008) foi dividido em três partes, relacionadas aos três objetivos específicos por elas propostos. Na primeira etapa, correspondente ao primeiro objetivo específico, Antunes e Leite (2008) questionaram quais eram as informações que os analistas consideravam mais relevantes na sua avaliação de investimentos. Os resultados obtidos mostraram que cerca de 27% utilizavam apenas dados quantitativos para avaliar o desempenho econômico-financeiro corporativo, enquanto aproximadamente 73% faziam uso também de informações sobre os ativos intangíveis, a qualidade da gestão e o negócio, entre outras.

Na segunda etapa, as perguntas foram subdivididas em duas questões. A primeira pergunta estava relacionada com a percepção dos analistas em relação à importância dos ativos intangíveis. Cerca de 83% dos analistas consideraram, ainda que de maneira indireta, que as informações sobre ativos intangíveis são pertinentes quando realizam suas análises de investimentos. A segunda pergunta estava relacionada com a identificação dos ativos intangíveis mais relevantes para os analistas. O ativo humano foi o mais citado; cerca 72% dos respondentes o mencionaram.

Por fim, na terceira etapa, Antunes e Leite (2008) interrogaram aos analistas se as informações emitidas pelas empresas brasileiras eram suficientes para embasar suas análises, encontrando que cerca de 88% dos respondentes não consideram as informações emitidas pelas empresas como suficientes. Além disso, essas autoras mostraram que as três fontes de informações utilizadas pela maioria dos analistas são, em ordem de importância, as seguintes: 1) Demonstrações Financeiras (demonstrações financeiras e notas explicativas); 2) sites eletrônicos das empresas; e 3) relatório anual, jornais e relatório da administração (ANTUNES; LEITE, 2008).

Apesar de reduzida e, conseqüentemente, passível de ressalvas e limitações, tal amostra e os resultados obtidos por meio dela podem oferecer alguns *insights* importantes sobre como os analistas ponderam as informações sobre ativos intangíveis quando realizam suas recomendações a respeito da performance corporativa das empresas negociadas na B3. De modo geral, a pesquisa de Antunes e Leite (2008) mostrou que os analistas julgam que as informações sobre ativos intangíveis são relevantes para compor o conjunto de informações qualitativas e quantitativas que são necessárias por esses profissionais para avaliar o desempenho de uma empresa, mesmo quando especificamente tais ativos são considerados, ainda que de forma indireta, em suas análises. Conforme os autores ressaltaram, devido à incerteza do valor dos ativos intangíveis, torna-se factível incorporá-los de forma indireta, ou até mesmo subjetiva, ao analisar o desempenho atual e futuro das empresas.

Nas considerações finais da pesquisa, as autoras mencionaram a escassez de informações sobre ativos intangíveis disponibilizadas pelas empresas brasileiras que, apesar de serem consideradas como

relevantes pelos analistas consultados, possuem alto grau de incerteza e pouca evidência externa, o que contribui para a difícil tarefa de analisá-los ou de tentar quantificá-los. Como reflexão acerca dos resultados encontrados, as autoras citam que esses problemas poderiam ser minimizados por meio da evidência de informações não financeiras, estruturadas e de melhor qualidade, assim como o desenvolvimento da prática contábil com vistas a mensurar esses ativos.

Diante do exposto, sugere-se que a motivação em discutir mais detalhadamente a pesquisa de Antunes e Leite (2008) parte da importância de analisar como tais resultados podem oferecer *insights* para o entendimento das particularidades concernentes ao cenário econômico e financeiro brasileiro. Sobre isso, Leal (2008) comenta que nesse cenário persistem elevadas assimetrias informacionais. Portanto, o papel do analista pode assumir importância ainda maior, na medida em que sua atuação como intermediador da informação pode diminuir tais lacunas, conforme encontrado em mercados emergentes, tais como o Egito (ELBANNAN, 2013) e a Malásia (SALAMUDIN, 2010), mas ainda incipiente de investigação científica teórica e/ou empírica no Brasil.

A diminuição de tais lacunas informacionais sobre os ativos intangíveis pode ser alcançada por meio da experiência profissional que os analistas financeiros detêm. Por intermédio dos resultados obtidos pela coleta, análise e emissão e/ou divulgação de suas recomendações de investimento para clientes e demais interessados em obter e/ou conhecer a opinião de um especialista do Mercado de Capitais sobre o desempenho futuro das companhias abertas, essas lacunas de informações poderiam ser estreitadas e a eficiência de mercado, aprimorada.

2.6 PROPOSIÇÃO E HIPÓTESES DE PESQUISA

Nesta tese buscou-se verificar empiricamente uma proposição e três hipóteses de pesquisa. Elas foram criadas a partir de dados encontrados na literatura e, principalmente, das evidências empíricas nacionais e internacionais consultadas.

Antes de apresentá-las, é importante reforçar que essa pesquisa foi dividida em uma abordagem que se divide em duas etapas e buscam atender ao quarto e quinto objetivos específicos, respectivamente. Na primeira, adotou-se uma abordagem quantitativa por meio de análise de conteúdo. Essa etapa está vinculada a “como” e “quais” ativos intangíveis os analistas financeiros evidenciam em seus relatórios de investimento. Na segunda, adotou-se uma abordagem quantitativa econométrica. Essa etapa está vinculada ao “em que medida” os ativos intangíveis influenciam as recomendações de investimento dos analistas financeiros. Essa divisão é derivada do objetivo geral, que busca investigar como e em que medida os ativos intangíveis influenciam as recomendações de investimentos dos analistas financeiros

sell-side que recomendam companhias abertas brasileiras listadas na B3. Um maior detalhamento desse processo está descrito na próxima seção, Metodologia de Pesquisa.

A proposição de pesquisa está vinculada à abordagem quantitativa por meio de análise de conteúdo. Essa proposição é decorrente das evidências empíricas internacionais que analisaram os relatórios dos analistas financeiros por meio da análise de conteúdo. Conforme evidenciado na subseção 2.5.1.2, em linhas gerais, os objetivos dessas pesquisas eram encontrar termos relacionados aos ativos intangíveis nos relatórios dos analistas. Assumindo que essa fase tem propósitos eminentemente exploratórios, nessa tese optou-se por apresentar uma proposição de pesquisa para essa etapa das análises. Nesse sentido, a proposição de pesquisa 1 é:

P_1 Os ativos intangíveis estruturais são os mais citados/considerados pelos analistas financeiros em seus relatórios de avaliação.

Na proposição 1, pressupõe-se que os analistas financeiros consideram como mais relevantes os ativos intangíveis estruturais, ou seja, os ativos intangíveis que estão vinculados à estrutura interna da empresa, nas formas de P&D, inovação, estratégia e infraestrutura, entre outras. Isso se justifica na medida em que esses ativos foram mais os citados em García-Meca et al (2005) e García-Meca e Martinez (2007), para o contexto das companhias abertas espanholas, e para o mercado estadunidense em Maaloul, Amar e Zeghal (2016). De modo similar, Reina e Ensslin (2011) comentam que pesquisas brasileiras se concentram principalmente na perspectiva estratégica dos ativos intangíveis.

Dando continuidade às investigações empíricas, mas enfocando uma abordagem quantitativa, foram propostas três hipóteses de pesquisa que foram testadas empiricamente na fase *quanti*. Essa verificação empírica se baseou em análises econométricas. A primeira hipótese de pesquisa está atrelada ao fato de que empresas com maior investimento em ativos intangíveis tendem a atrair maior número de analistas financeiros.

H_1 Quanto maiores os investimentos em ativos intangíveis, maior é o número de analistas financeiros seguindo essas empresas

A primeira hipótese de pesquisa fundamenta-se, principalmente, no artigo seminal de Barth, Kasznik e McNichols (2001). Nessa pesquisa, empresas intangível-intensivas atraíram maior cobertura dos analistas financeiros. Isso ocorreu em virtude de essas empresas estarem subprecificadas no Mercado de Capitais, dado que o seu valor pode não estar adequadamente evidenciado para o mercado porque os ativos intangíveis não estão inteiramente divulgados em suas demonstrações financeiras.

Desse modo, os analistas encontram nessas companhias uma janela de oportunidade para realizar recomendações de investimento com base em sua probabilidade de crescimento futuro,

impulsionada pelos ativos intangíveis. Sobre isso, argumenta-se que os analistas financeiros são capazes de compensar a falta de informação dos ativos intangíveis no Mercado de Capitais porque eles são usuários sofisticados das demonstrações financeiras, além de outras fontes de informação sobre companhias de capital aberto (CAZAVAN-JENY; 2015; BESSIEUX-OLLIVER ET AL, 2014; PENMAN, 2009; AMIR; LEV; SOUGIANNIS, 2003). Consequentemente, empresas intangível-intensivas atrairiam maior número de analistas, ou seja, maior cobertura desses profissionais.

Por outro lado, embora os analistas financeiros tendam a seguir empresas mais intangível-intensivas devido às oportunidades de crescimento futuro, essas companhias são mais difíceis de serem analisadas, pois os ativos intangíveis são, por definição, mais arriscados e sua avaliação é mais complexa. Portanto, como mencionado em Barth, Kasznik e McNichols (2001), embora empresas intangível-intensivas capturem um maior número de analistas financeiros seguindo-as, há outras questões que impactam nas decisões desses profissionais em segui-las ou não. Consequentemente, apresentam-se as hipóteses 1 e 2.

H_2 Quanto maiores os investimentos em ativos intangíveis maior é o erro de previsão dos analistas financeiros.

Essa hipótese está fundamentada nos argumentos do trabalho seminal de Barron et al (2002), que é uma continuação da pesquisa de Barth, Kasznik e McNichols (2001), e também no artigo de Gu e Wang (2005). Em linhas gerais, nessas pesquisas é reconhecida a importância dos analistas financeiros em complementar as informações sobre ativos intangíveis para o Mercado de Capitais. Entretanto, também foi demonstrado empiricamente que as previsões de lucro por ação nessas empresas são mais susceptíveis ao erro em decorrência da complexidade de avaliação dos intangíveis. Como resultado, a acurácia da previsão dessas previsões dos analistas é menor.

H_3 Quanto maiores os investimentos em ativos intangíveis menor é a acurácia da previsão dos analistas financeiros

Portanto, concomitantemente com a pressuposição de que o erro de previsão é maior em empresas intangível-intensivas, a acurácia delas é, consequentemente, menor. Além das características inerentes dos ativos intangíveis de ter valores imprecisos (PENMAN, 2009) e sua avaliação ser mais complexa (DAMODARAN, 2009), deve-se também levar em consideração que o ambiente de atuação dos analistas financeiros é permeado por conflitos de interesse, desencorajando-os a seguir ou a avaliar ativos intangíveis corporativos (HE; TIANG, 2013).

3 METODOLOGIA

Ao assumir que a metodologia permite ao pesquisador planejar e examinar criticamente a lógica de composição dos métodos de pesquisa, de modo que sejam escolhidas quais técnicas são mais adequadas para atender aos objetivos propostos e, assim, contribuir com o corpo de conhecimento teórico e empírico em estudo (CRESWELL, 2014), nessa nesta tese optou-se por adotar uma estrutura metodológica que segue duas abordagens principais: a) por meio de análise de conteúdo e b) por meio de análise econométrica.

Para organizar esta seção, cinco subseções foram elaboradas, a saber: 3.1) tipologia da pesquisa; 3.2) modelo teórico e empírico da tese; 3.3) delimitação da amostra; 3.4) descrição dos métodos aplicados na tese; 3.5) definições das categorias e das variáveis, sendo essas últimas definidas em dependentes e independentes. Nas duas últimas subseções houve mais duas subdivisões, quais sejam: a) abordagem quantitativa por meio de análise de conteúdo; e b) abordagem quantitativa econométrica. Ressalta-se que cada um deles é referente à primeira e à segunda etapa de análises desta pesquisa, respectivamente.

3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

Investigar a relação entre analistas financeiros e ativos intangíveis no mercado acionário brasileiro desafia o pesquisador na medida em que se torna necessário recorrer a métodos de pesquisa que busquem contemplar a diversidade de perspectivas que o tema em tela pode assumir. Nesse sentido, esta tese caracteriza-se como uma pesquisa descritiva, que se aproxima de uma pesquisa explicativa, uma vez que se buscou verificar “como” e “em que medida” os ativos intangíveis influenciam as avaliações das recomendações de investimento dos analistas financeiros.

Em face da incipiência das pesquisas nacionais e da tendência observada pelas pesquisas internacionais desenvolvidas sobre esta temática, foram identificadas duas abordagens recorrentes: a) a abordagem quantitativa por meio de análise de conteúdo e b) a abordagem quantitativa por meio de modelos econométricos.

Ao utilizar diferentes características de base de dados, Johnson, Onwuegbuzie e Turner (2007) definem que esse tipo de pesquisa faz uso de abordagem mista, uma vez que o pesquisador ou a equipe de pesquisadores combinam elementos de abordagens de pesquisas qualitativas (dados não estruturados) e quantitativas (dados estruturados) como mecanismos metodológicos empregados para alcançar um entendimento mais amplo e profundo do objeto em estudo.

Existem diversas ramificações dos métodos mistos. Dentre elas, Creswell (2014) explica que o *design* da pesquisa de métodos mistos exploratório sequencial começa com as análises de dados não estruturados, ou seja, de natureza qualitativa e, em seguida, realiza-se as análises de dados estruturados, ou seja, de natureza quantitativa. Nessa abordagem, Creswell (2014) esclarece que o pesquisador inicia suas análises de forma exploratória, por meio dos dados coletados na fase qualitativa, e busca generalizações desses achados por meio das análises desenvolvidas na fase quantitativa, de modo que tais análises serão conectadas.

Diante do exposto, assume-se que a metodologia desta tese é classificada como métodos mistos (JOHNSON; ONWUEGBUZIE; TURNER, 2007), em que se utiliza uma abordagem exploratória sequencial (CRESWELL, 2014). Desse modo, a pesquisa dividiu-se em duas fases, que são: 1) na fase inicial constitui a análise de dados não estruturados, ou seja, dados textuais dos relatórios dos analistas, em que se buscou identificar termos-chave relacionados a ativos intangíveis, utilizando, para isso, uma abordagem quantitativa por meio de análise de conteúdo e 2) na fase seguinte, a abordagem quantitativa por meio da análise econométrica teve o objetivo de examinar relacionamento entre ativos intangíveis e características-chave dos analistas financeiros, utilizando, para isso, de dados estruturados.

Na etapa inicial, a estratégia dessa análise é verificar, de forma exploratória, quais termos relacionados aos ativos intangíveis foram mais mencionados nos relatórios dos analistas financeiros para, em seguida, examinar em que medida as variáveis *proxy* de ativos intangíveis se relacionam com características-chave dos analistas financeiros. Desse modo, depreende-se que as duas fases se complementam.

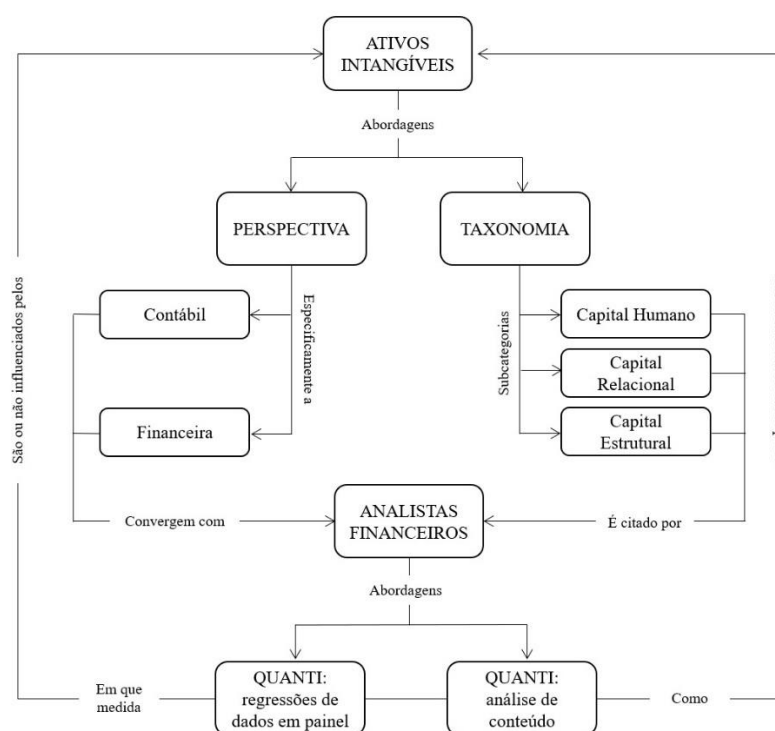
Assim, é possível identificar, na esquematização da metodologia desta pesquisa, que é perseguida uma lógica sequencial de descrever, primeiramente, a etapa por análise de conteúdo para, em seguida, descrever a etapa por análise econométrica. Como forma de facilitar a compressão dessa esquematização, são apresentados a seguir os modelos teórico e empírico propostos como forma de ilustrar os constructos que nortearam o desenvolvimento desta pesquisa, de modo a relacionar objetivo – referencial teórico – metodologia – resultados.

3.2 MODELOS TEÓRICO E EMPÍRICO

Nesta tese, o objetivo foi analisar como e em que medida os ativos intangíveis influenciam as análises de investimentos dos analistas financeiros que recomendam ações de companhias do mercado acionário brasileiro. Esse objetivo geral tem como finalidade responder à pergunta de pesquisa: os ativos intangíveis influenciam as avaliações de investimentos dos analistas financeiros?

Com base na estrutura apresentada, buscou-se investigar a influência dos ativos intangíveis nas avaliações dos analistas financeiros de duas formas, que foram direcionadas na maneira pela qual o objetivo geral foi apresentado, sendo: 1) o “como”, relacionado à abordagem quantitativa por meio de análise de conteúdo, uma vez que foi investigado quais ativos intangíveis são mais mencionados pelos analistas financeiros em seus relatórios de investimento, constituindo, assim, como uma fonte de dados textual não estruturada; e 2) o “em que medida”, relacionada à abordagem quantitativa econométrica, cuja análise foi procedida por meio de análises de regressões múltiplas. Na Figura 5 é possível observar como o modelo teórico desta tese está estruturado para se adequar esquematicamente ao objetivo e à pergunta de pesquisa propostos.

FIGURA 5 - Modelo teórico da pesquisa



Fonte: Elaborado pela autora.

Como se observa na Figura 5, o primeiro constructo teórico é formado pelos ativos intangíveis. A partir dele foram delineados dois constructos teóricos suplementares: 1) Taxonomias e 2) Perspectivas da Contabilidade e das Finanças. Conforme mencionado no *design* da tese, e esquematizado de outra forma na Figura 5, ao reconhecer a complexidade e a pluralidade de conceitos acerca dos ativos intangíveis, nesta pesquisa buscou-se discutir sobre esse constructo teórico por meio de duas abordagens diferentes, porém complementares entre si, que, juntas, constituem o terceiro constructo teórico. Ao proceder dessa maneira, as duas abordagens propostas tiveram como finalidade discutir sobre ativos

intangíveis por meio de taxonomias, que foram fundamentais para a construção das categorias de análise, e por meio de perspectivas, que são especificações da fundamentação teórica que embasam a conceituação de ativos intangíveis a ser declarada e perseguida ao longo da pesquisa, sendo essencial para a sua convergência. A partir disso, foi possível fundamentar e situar a atuação dos analistas financeiros na avaliação desses ativos.

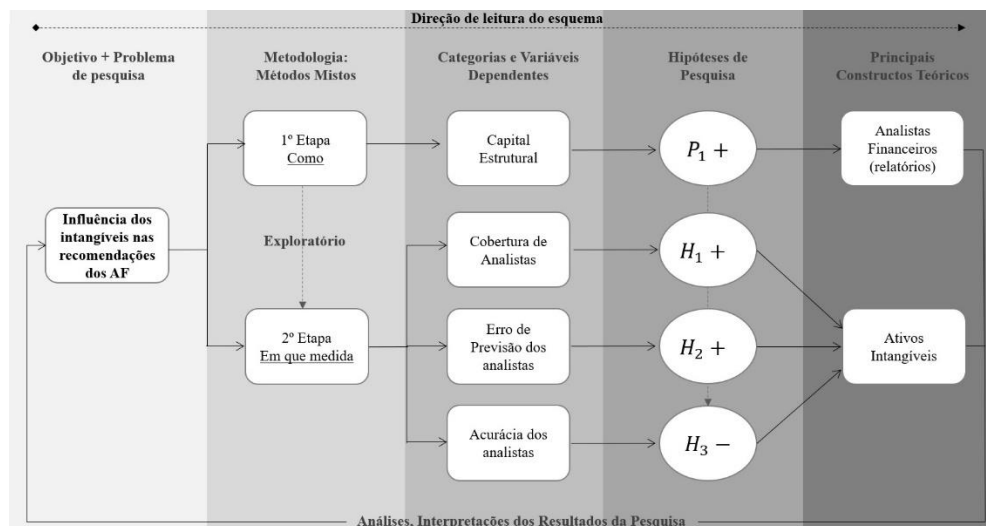
Os analistas financeiros constituem o quarto constructo teórico proposto nesta tese. Ao considerá-los na análise, foi reconhecido que sua *expertise* de mercado e sua atuação como intermediador de informações entre investidores e companhias abertas constituem características singulares para investigar como e em que medida os ativos intangíveis podem influenciá-los no momento de suas avaliações de investimentos. Especificamente, dado que, em mercados emergentes, a atuação desses profissionais tende a ser mais importante, o Brasil se torna um caso particular de análise empírica em virtude de suas idiossincrasias locais (ver LEAL, 2008).

Para tornar as análises mais robustas, a metodologia empregada foi de métodos mistos, de modo que foram utilizadas duas fases sequenciais de análise, isto é, uma em que a fonte de dados é não estruturada (textos), denominada abordagem quantitativa por análise de conteúdo, e, em seguida, a outra em que a fonte de dados é estruturada (dados econômicos e financeiros de companhias listadas na B3 e dados de analistas financeiros), que foi denominada abordagem quantitativa econométrica. Ao final, considerou-se que esses procedimentos se caracterizaram como metodologias que buscaram desenvolver resultados abrangentes e contextualizados para a realidade brasileira sobre a influência dos ativos intangíveis nas recomendações de investimentos dos analistas financeiros.

A partir do modelo teórico ilustrado na Figura 5 foi possível delinear um modelo empírico que serviu como suporte para investigar a influência pesquisada. Para isso, foram apresentadas uma proposição de pesquisa e três hipóteses de pesquisa para responder ao problema proposto. Dessa forma, o modelo empírico que orientou as análises de resultado está representado na Figura 6.

Na Figura 6 exibe-se o modelo empírico desta pesquisa. A partir dele, identifica-se que as análises foram norteadas com base em uma proposição e três hipóteses que se relacionam de maneiras distintas com os dois principais constructos teóricos desta tese: ativos intangíveis e analistas financeiros. A finalidade disso é que, a partir da metodologia escolhida (métodos mistos), bem como das categorias e das variáveis definidas com base na literatura consultada, seja possível atender aos objetivos apresentados, assim como reunir resultados e evidências necessárias para responder à pergunta de pesquisa proposta.

FIGURA 6 - Modelo empírico da pesquisa



Fonte: Elaborado pela Autora.

Em particular, duas etapas metodológicas de abordagem quantitativa foram escolhidas para conduzir a pesquisa: uma com dados não estruturados e outra com dados estruturados, sendo as duas etapas sequenciais e complementares. Conforme já citado ao longo desta tese, a relação entre analistas financeiros e ativos intangíveis foi verificada por meio de “como” os analistas financeiros levam em consideração os ativos intangíveis em suas análises de investimento. Isso foi feito por meio da abordagem metodológica que utilizou dados não estruturados, ou seja, dados textuais retirados dos relatórios desses analistas, que, para analisá-los, foi empregada a análise de conteúdo. Especificamente, a análise de conteúdo foi realizada por meio do exame da frequência relativa com que as três categorias dos ativos intangíveis (ativos humanos, relacionais e estruturais) são citadas ao longo dos relatórios dos analistas financeiros. A finalidade dessa etapa é explorar quais ativos intangíveis são mais citados nos relatórios de investimentos, denotando sua relevância para os analistas no momento em que eles formalizam textualmente suas recomendações. O desenvolvimento das análises pautou-se na verificação da proposição de pesquisa.

A segunda etapa constitui-se da investigação de “em que medida” os ativos intangíveis influenciam as avaliações de investimento dos analistas financeiros. Isso foi feito por meio da abordagem metodológica que utilizou dados estruturados, ou seja, dados econômicos e financeiros de companhias abertas listadas na B3, assim como dados de analistas financeiros. É nessa fase que reside maior ênfase na análise de resultados e, por essa razão, que há maior quantidade de hipóteses a serem testadas. Essa etapa foi desenvolvida por meio de análises de modelos de regressão múltiplas estimadas por dados em painel, e teve como finalidade examinar em que medida os ativos intangíveis influenciam as avaliações desses profissionais, em termos de número de analistas financeiros que seguem

companhias listadas na B3, assim como nos erros e na acurácia de suas previsões de lucros por ação. Para analisar a influência dos ativos intangíveis, foram utilizadas variáveis *proxy*, tais como: 1) ativos intangíveis evidenciados no Balanço Patrimonial; 2) gastos com P&D; 3) número de patentes; 4) número de empregados; e 4) despesas de *marketing*.

Retomando brevemente o que já foi discutido na seção 2.6, a proposição e cada uma das hipóteses pressupõe uma expectativa de relacionamento entre ativos intangíveis e as recomendações de investimento dos analistas financeiros, quais sejam: P_1 – há maior frequência de termos vinculados ao capital estrutural nos relatórios dos analistas financeiros; H_1 – relação diretamente proporcional entre número de analistas financeiros e variáveis *proxy* de ativos intangíveis; H_2 e H_3 possuem raciocínio similar, de modo que é pressuposta uma relação direta entre erro e ativos intangíveis, e inversamente proporcional entre acurácia das previsões dos analistas e ativos intangíveis.

Como é possível observar nas Figuras 2, 5 e 6 desta tese, todo o processo de esquematização desta pesquisa segue um processo recursivo. Em outros termos, ao assumir que o método científico exige a falseabilidade, replicabilidade e validação dos resultados encontrados, é esperado que esse processo possa ser repetido, conferido, criticado e examinado em pesquisas futuras.

3.3 DELIMITAÇÃO DA AMOSTRA

Como foram definidas duas amostras para a presente pesquisa, foram obtidas duas fontes de dados principais. A primeira fonte de dados refere-se à abordagem quantitativa por análise de conteúdo, enquanto a segunda refere-se à abordagem quantitativa econométrica. Ressalta-se que ambas as fontes de dados são secundárias e foram utilizadas três bases de dados diferentes para investigá-las.

3.3.1 Fonte de dados para abordagem quantitativa por análise de conteúdo

Na primeira fase da pesquisa, referente à abordagem quantitativa por análise de conteúdo, a amostra compreende os relatórios dos analistas financeiros que recomendaram companhias de capital aberto listadas na B3 no período de 2014 a 2016. A base de dados utilizada foi a *Thomson One® – Corporate Insight*.

Para definir a amostra de empresas que seriam contempladas na análise e quais relatórios dos analistas financeiros seriam examinados, foi adotada uma estratégia de seleção baseada em três critérios, que foram: 1) pertencer ao índice de governança corporativa do Novo Mercado durante o período

pesquisado, ou seja, os últimos três períodos mais recentes; 2) ser analista *sell-side* com uma ou mais *StarMine*; e 3) ter informações disponíveis para consulta.

Primeiramente, foram coletadas informações de companhias que permaneceram listadas no índice de governança corporativa (GC), especificamente aquelas classificadas como Novo Mercado na B3, ao longo do período entre 2014 a 2016. Como esse índice denota uma excelência em termos de transparência e de *compliance* de melhores práticas de GC no mercado acionário brasileiro, o que sinaliza aos analistas que essas companhias possuem menores assimetrias de informação, assume-se então que a qualidade informacional delas é maior (DALMÁCIO et al, 2013; ALMEIDA; DAMÁCIO, 2015) e, portanto, os relatórios dos analistas sobre essas empresas estariam fundamentados em informações mais confiáveis em relação às demais companhias. Em nota suplementar, ressalta-se que a informação sobre as empresas que fizeram parte do índice Novo Mercado foi obtida por meio do recurso de solicitação de informações que está disponível no sítio eletrônico da B3.

Em seguida, foram selecionados os relatórios dos analistas financeiros que têm algum *rating* de *StarMine*, que é um índice de classificação da acurácia individual dos analistas financeiros desenvolvido pela *Thomson One® - Corporate Insight*. Quanto mais estrelas, melhor o *rating* da acurácia dos analistas, de modo que foram selecionados especificamente os relatórios desses analistas, por assumir que se referem ao produto do trabalho dos melhores profissionais que analisam e recomendam companhias abertas brasileiras. Adicionalmente, foram selecionados para análise apenas os relatórios escritos em língua inglesa, uma vez que os termos-chave relacionados aos ativos intangíveis também estão em inglês. Esse procedimento não diminuiu significativamente o tamanho da amostra, visto que a maioria dos relatórios já estava redigida em língua inglesa.

Ao adotar essa estratégia, assume-se que foi perseguida uma seleção alicerçada na excelência da qualidade da informação prestada pela empresa e pela qualidade do relatório do analista financeiro. Com isso, pretendeu-se selecionar as melhores empresas e os melhores analistas para realizar a análise de conteúdo. Pela literatura, o nível de evidenciação dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras é baixo e, além disso, identificar esses ativos requer do analista um conhecimento avançado do setor e da empresa em análise. Assim, ao seguir com esses critérios, optou-se por minimizar os efeitos provocados pela assimetria de informação e pelos conflitos de interesse. Ambos os pontos são preocupações frequentes reportadas pela literatura (ver discussão do subtópico 2.4.2).

De posse desses critérios, foram selecionadas 44 empresas, que totalizaram 16.426 páginas de relatórios financeiros de 19 corretoras diferentes que têm analistas financeiros *sell-side* com *StarMine* na *Thomson One® - Corporate Insight*. Por motivos de sigilo das informações coletadas, os nomes das corretoras e dos analistas, bem como das empresas selecionadas, foram omitidos durante toda essa pesquisa. Portanto, as análises estão concentradas única e exclusivamente na análise de conteúdo

extraída dos relatórios coletados dos analistas financeiros, conforme critérios de seleção explicitados anteriormente.

3.3.2 Fonte de dados para abordagem quantitativa econométrica

Na segunda fase da pesquisa, referente à abordagem quantitativa econométrica, a amostra compreende empresas de capital aberto listadas na B3 durante o período de 2010 a 2016. Considera-se que os dados divulgados por essas companhias são fontes de informações confiáveis, dado que a CVM obriga a emissão de parecer de auditores independentes sobre a adequação de suas demonstrações financeiras às normas vigentes. Portanto, assume-se que essas informações refletem, em todos seus aspectos relevantes, a posição financeira, econômica e patrimonial da amostra durante o período analisado.

A motivação em investigar companhias de capital aberto deve-se à maior disponibilidade de dados contidos nas demonstrações financeiras e em outras fontes de dados secundários, contribuindo para o cálculo das variáveis empregadas nesta pesquisa. Adicionalmente, como os analistas financeiros avaliam essas empresas, o resultado é que suas análises impactam o preço de mercado de suas ações (RAMANTH; ROCK, SHANE, 2008), fazendo com que existam dados sobre número de analistas que seguem companhias abertas, bem como se torna possível calcular o erro de previsão e o viés de suas previsões de lucros por ação, por exemplo.

A delimitação do período de análise foi motivada pela adoção compulsória das orientações emitidas pelo CPC a partir do ano de 2010 (LORENCINI; COSTA, 2012), sendo o ano de 2016 o período mais recente disponível a ser investigado. Além disso, justifica-se pesquisar essas companhias devido à facilidade de calcular o seu valor de mercado e, conseqüentemente, calcular o índice *market-to-book*.

A coleta desses dados ocorreu em duas bases de dados diferentes: Bloomberg® e Orbis®. A primeira base de dados foi utilizada para coletar informações contábeis divulgadas pelas companhias de capital aberto listadas na B3 e também para coletar dados sobre analistas financeiros. Seu acesso foi possibilitado pelo CEFET-MG, através da base de pesquisa Gfin. A segunda base de dados foi utilizada para coletar informações referente a variáveis *proxy* de ativos intangíveis, a exemplo do número de patentes. O acesso a essa base se deu pelo grupo de pesquisa RITM, da *Université Paris-Sud*. O critério para a integração dessas duas bases de dados foi pelo *ticker* da companhia.

Para determinar a amostra final da pesquisa, foram adotados dois critérios, um pré e outro após a seleção de empresas. No procedimento de pré-seleção, observou-se que a base de dados da Bloomberg®

disponibiliza, em nível da ação (ou *ticker*), uma lista com o universo de ações ativas e inativas listadas na B3. No total, foram 1993 ações (*tickers*) coletadas.

Considera-se importante obter informações em nível da ação para que seja calculado o valor de mercado de cada classe de ações que uma companhia possui. Porém, posteriormente, é necessário agrupar essas classes de modo que elas sejam unificadas em nível da companhia. Esse procedimento é importante para que seja realizado o agrupamento de informações que estão em nível da firma, em particular as informações de origem de dados contábeis, de analistas financeiros e de ativos intangíveis. Assim, como muitas companhias têm mais de uma classe de ações, isto é, ações ordinárias e preferenciais classes A e B, dentre outros, foi adotado como critério de agrupamento de dados em nível da empresa o *ticker* com maior volume médio de negociação no período analisado. Com esse agrupamento, permaneceu na amostra apenas uma ação – a mais líquida - para cada companhia.

Por exemplo, a Petrobras tem dois *tickers* para cada uma de suas duas classes de ações negociadas na B3, a PETR3 para as ações ordinárias, e a PETR4 para as ações preferenciais. No cálculo do valor de mercado, ambos os *tickers* foram considerados, sendo esse o procedimento pré-seleção. Em seguida, foi adotado o critério de agrupamento por empresa, que foi desenvolvido da seguinte maneira: como PETR3 e PETR4 são dois *tickers* de uma mesma empresa, a Petrobras, foi necessário agrupá-los. O principal motivo para seguir com esse critério foi de que as informações contábeis, financeiras e de analistas financeiros estão vinculadas à companhia Petrobras, e não aos *tickers* PETR3 e PETR4. Em outras palavras, o valor total de ativos da Petrobras é o mesmo para PETR3 e PETR4, assim como o número de analistas que seguem a Petrobras, porque essas informações estão disponibilizadas em nível da companhia, e não da ação (*ticker*), sendo esse o critério após a seleção da amostra. Como na base de dados da Bloomberg® a coleta de dados ocorre pelo *ticker* da empresa, foi selecionado o *ticker* mais líquido, ou seja, aquele com valor volume de negociação no último ano da amostra. Além de atender aos critérios de coleta da própria base de dados, esse procedimento evitou informações duplicadas na amostra coletada.

Inicialmente, a amostra desta tese era composta de 31.967 *tickers* de 961 companhias. Após retirar da amostra as companhias do setor financeiro, conforme classificação da B3, assim como aquelas que não apresentavam nenhuma informação em relação ao setor também foram excluídas, restando 633 companhias.

No total, a amostra final compreendeu 633 companhias que tiveram suas informações contábeis, financeiras, econômicas e de mercado coletadas no período de 2010 a 2016. Como forma de analisar o maior número possível de empresas e evitar possíveis problemas de viés de sobrevivência, optou-se por adotar uma estrutura de dados em painel desbalanceada.

A justificativa para a definição da janela temporal adotada, ou seja, o período que compreende os anos de 2010 a 2016, baseia-se em duas motivações principais, que são: 1) em 2010, passou a ser obrigatório, pelas companhias abertas listadas na B3, seguir as orientações dos pronunciamentos contábeis emitidos pelo CPC (LORENCINI; COSTA, 2012) e 2) a partir de 2010, a APIMEC passou a exigir e a aplicar provas de certificação para profissionais que pleiteiam atuar como analistas financeiros no mercado de capitais brasileiro (APIMEC, 2016). O término do período pesquisado deve-se ao fato de o ano de 2016 ser o mais recente disponível até o momento da realização desta tese.

3.4 DESCRIÇÃO DOS MÉTODOS APLICADOS NA PESQUISA

Ao seguir a mesma sequência lógica da subseção anterior, define-se que a primeira etapa desta pesquisa constituiu-se de uma abordagem quantitativa por análise de conteúdo. Em outras palavras, a primeira etapa desta pesquisa baseia-se na análise de dados não estruturados, enquanto a segunda etapa segue uma abordagem quantitativa econométrica, sendo utilizado o método de análise de regressão por dados em painel a partir de dados estruturados.

3.4.1 Análise de conteúdo

Existem diversas definições de análise de conteúdo (AC) encontradas na literatura. Como foge ao escopo desta pesquisa realizar um resgate histórico das definições utilizadas ao longo do tempo, bem como de suas diversas aplicações em outros ramos de estudo¹², resume-se se trata de

[...] uma **técnica** de pesquisa para realização de inferências **replicáveis** e **válidas** de **textos** (ou outros meios semelhantes) em relação ao contexto de seu uso. Como técnica, análise de conteúdo envolve procedimentos especializados. [...] Como técnica espera-se que seja confiável para gerar resultados que são replicáveis. [...] **Replicabilidade** é a forma mais importante de **confiabilidade**. Pesquisa científica deve também apresentar resultados válidos, no sentido de que o esforço da pesquisa está aberto para críticas e os **resultados podem ser confirmados** independentemente das evidências disponíveis. [...] A referência a textos não tem como intenção restringir a análise de conteúdo a materiais escritos. Na frase “ou outros meios semelhantes” está incluído nos parênteses a indicação de que a análise de conteúdo pode trabalhar com artes, imagens, mapas, sons, sinais, símbolos [...]. (KRIPPENDORFF, 2004, p. 18-19, tradução nossa, grifo nosso).

¹² Recomenda-se a leitura do artigo Duriau, Reger e Pfarrer (2007) para uma visão geral da evolução dos termos e do resgate histórico da utilização da análise de conteúdo em diversas áreas do conhecimento. O livro de Krippendorff (2004) também discute, de forma sucinta e interessante, a evolução da análise de conteúdo.

Na definição apresentada anteriormente, as palavras grifadas sinalizam que a análise de conteúdo se trata de uma técnica científica que obedece a uma série de procedimentos especializados que devem ser seguidos pelo pesquisador com o objetivo de gerar resultados que sejam confiáveis e verificáveis. Complementando a definição anterior, Neuendorf (2002) assinala que o método científico da análise de conteúdo preza pela objetividade, pelo *design* da pesquisa definido *a priori*, além da confiabilidade, da validade, dos resultados generalizáveis e dos testes de hipótese.

Para Weber (1990), a ideia central da análise de conteúdo é que as muitas palavras que compõem um texto podem ser classificadas em um contingente muito menor de categorias de análise e a leitura da perspectiva do pesquisador que orientará as análises a serem desenvolvidas. Assim, ao ser essa a sua característica principal, ela também constitui uma fragilidade potencial, caso não sejam atendidos os critérios científicos da técnica.

Nos últimos anos, os procedimentos de classificação de categorias na análise de conteúdo têm sido otimizados por meio do advento da análise de texto auxiliada por computador, do inglês *Computer-Aided Text Analysis* (CATA) (DURIAU; REGER; PFARRER, 2007). Para esses autores, com a CATA houve um aumento significativo da utilização da técnica de análise de conteúdo, uma vez que, com a codificação automatizada de palavras e de categorias em um alto volume de texto, passou a ser possível realizar o processamento rápido e eficaz desses dados não estruturados, diminuindo as falhas humanas nesse processo, assim como as regras de codificação dos textos passaram a ser explícitas, verificáveis, comparáveis e replicáveis.

Como forma de operacionalizar a análise de conteúdo desenvolvida nesta tese, oito passos foram seguidos, sendo: 1) seleção dos documentos; 2) codificação do texto; 3) definição de categorias; 4) lista de frequência de palavras; 5) regra de codificação; 6) recuperação da decodificação do texto; 7) mensuração: contagem de palavras; 8) verificação da confiabilidade e validade dos resultados. Esses passos foram resumidos, sobretudo, com base no livro de Weber (1990), e, de forma suplementar, foram consultadas as obras de Krippendorff (2004), Guthrie, Petty e Yongvanish (2004), Abhayawansa (2011) e Dumay e Cai (2014; 2015). Explicando cada um dos oito passos seguidos, foram adotados os seguintes critérios:

- 1) **seleção dos documentos:** os passos foram descritos em 3.3.1. Resumidamente, do universo de relatórios disponíveis na base de dados, assim como em relação aos que foram efetivamente coletados, o critério de seleção adotado para compor a amostra final da pesquisa compreendeu as companhias abertas listadas na B3 que permaneceram classificadas como Novo Mercado nos últimos anos de 2014, 2015 e 2016, e os relatórios selecionados dessas empresas são referentes aos analistas financeiros que têm pelo menos uma *StarMine* na *Thomson One® - Corporate*

Insight. Nesse sentido, foi adotado o critério de excelência da qualidade das informações emitidas tanto pela companhia, quanto pelo analista, para compor a amostra final de relatórios a serem analisados;

- 2) **codificação do texto**: os documentos referentes aos relatórios dos analistas financeiros estão na extensão *pdf* e foram convertidos para *txt*. Duas estratégias de seleção de texto foram utilizadas, sendo uma em que leva em consideração todo o texto da análise do relatório dos analistas financeiros, e outra em que foram excluídas as seções relacionadas à evidenciação de informações por parte da corretora (*broker*) da qual o analista fazia parte. Esse último procedimento foi adotado porque foi entendido que essas seções não se tratavam essencialmente do produto do trabalho final do profissional em questão, e sim de formalidades exigidas pela APIMEC;
- 3) **definição de categorias**: as definições das categorias encontram-se na seção 3.5. De modo geral, a categoria dos ativos intangíveis foi dividida em três subcategorias: capital humano, capital estrutural e capital relacional;
- 4) **lista de frequência de palavras**: esta fase compreende a definição das unidades de texto (*text units* ou *units of text*) empregadas. Nessa pesquisa, as unidades de textos são palavras simples e compostas que estão relacionadas a cada uma das três subcategorias de ativos intangíveis. A lista completa pode ser encontrada no Apêndice 1;
- 5) **regra de codificação**: como se trata de uma fase exploratória desta pesquisa, optou-se por seguir um critério simples de identificação das palavras listadas no Apêndice 1. Para isso, a regra de codificação foi a correspondência exata e sensitiva, como alternância entre letras maiúsculas e minúsculas, das palavras listadas na etapa 4. O número de correspondências de cada palavra encontrada (também referida como *hits*) nos documentos especificados no passo 2 referem-se à frequência com que o termo foi citado pelos analistas financeiros. Quanto maior a incidência, maior a relevância dada pelo analista financeiro em relação àquele tipo específico de ativos intangíveis;
- 6) **recuperação da decodificação do texto**: para verificar se as palavras do passo 4 estavam sendo identificadas corretamente nos textos especificados nos passos 1 e 2, procedeu-se à verificação manual de alguns termos para identificar se a contagem correspondia, de fato, à quantidade de vezes em que o termo foi citado no texto do relatório dos analistas. De modo geral, foi verificado que a contagem estava refletindo a frequência em que os termos foram encontrados nos documentos analisados;

- 7) **mensuração:** a mensuração adotada foi uma contagem simples de palavras, de modo que foi feito um cálculo da soma da quantidade de vezes que um termo, presente na lista de palavras do passo 4, foi citado nos documentos analisados;
- 8) **verificação da confiabilidade e validade dos resultados:** no que tange à confiabilidade, a repetição da contagem de palavras foi feita por meio de duas maneiras distintas a partir da definição das unidades de texto analisadas (conforme especificado no passo 2). A repetição da contagem em dois tipos diferentes de volume de texto teve como finalidade verificar se os resultados se repetem de forma consistente. A validade, por seu turno, foi conferida por meio de testes estatísticos de validação do nível de concordância das categorias empregadas. Para isso, foi utilizado o agrupamento de testes propostos por Klein (2016), no qual são retornados os seguintes testes de confiabilidade dos instrumentos utilizados em análise de conteúdo: percentual de concordância, Brennan e Prediger, Kappa de Cohen e Conger, Fleiss Kappa, Gwet AC e alfa de Krippendorff. O *Stata* disponibiliza esse pacote pelo *kappaetc*. A validade é utilizada principalmente quando se pretende, por meio da análise de conteúdo, desenvolver uma validação dos instrumentos criados para posterior análise quantitativa, seja por meio de regressões ou outros métodos multivariados. A sequência desses procedimentos, por exemplo, foi realizada em García-Meca e Martínez (2007) e Abhayawansa e Guthrie (2016). No entanto, esses testes de validação não se estendem em termos de importância material ao objetivo desta tese, uma vez que a abordagem quantitativa por análise de conteúdo tem a finalidade de identificar os termos-chave de ativos intangíveis mais citados nos relatórios dos analistas financeiros.

Sobre isso, a análise de conteúdo, contextualizada no exame da identificação de termos-chave relacionados aos ativos intangíveis que foram evidenciados nos relatórios dos analistas financeiros, é um tema de pesquisa recorrente na literatura internacional (ver subseção 2.5.1.2). Para Abhayawansa (2011), é possível resumir duas vantagens primordiais em utilizar análise de conteúdo para examinar os relatórios dos analistas financeiros, que são: 1) é um método discreto e não reativo de coleta de dados, no sentido de que é preservada a intenção original dos dados que, neste caso, são os relatórios dos analistas financeiros, cujo intuito é informar investidores e demais interessados sobre a percepção de ganhos ou perdas de um determinado ativo de acordo com a perspectiva desses profissionais e 2) pode revelar *insights* sobre a necessidade de informações sobre ativos intangíveis demandadas por esses profissionais, assim como pode revelar quais tipos de ativos intangíveis detêm maior ênfase em suas análises de investimentos.

Essas duas vantagens dialogam diretamente com esta etapa da pesquisa. Isso se justifica na medida em que a primeira etapa é exploratória, portanto, objetiva-se identificar como e quais ativos intangíveis os analistas financeiros mais citam em seus relatórios de investimento. Tal estratégia é amplamente utilizada em evidências empíricas internacionais e, até o momento em que foi desenvolvida esta tese, não foram encontradas pesquisas similares no contexto brasileiro. Além disso, as motivações para desenvolver análises sobre esses relatórios residem em sua essência como meio de comunicação que veicula informações entre companhias e investidores do Mercado de Capitais (PREVITS et al, 1994; ASQUITH; MIKHAIL; AU, 2005; FOGARTY; ROGERS, 2005; GARCÍA-MECA; MARTÍNEZ, 2007; RAMNATH; ROCK; SHANE, 2008; BRADSHAW, 2011; ABHAYAWANSA; GUTHRIE, 2016; MAALLOUL; AMAR; ZEGHAL, 2016). Nesses relatórios são difundidas diversas informações consideradas relevantes pelos analistas financeiros a respeito das companhias abertas e, dentre elas, espera-se que sejam abordados os ativos intangíveis (ABHAYAWANSA, 2011).

Nesse sentido, dado o ineditismo desta etapa, a estratégia aplicada é a de explorar quais ativos intangíveis os analistas financeiros mais levam em consideração e, por isso, são considerados como mais relevantes no momento de suas análises de investimentos, formalizadas textualmente em seus relatórios. Essa etapa auxiliará a compreensão da influência, descrita na etapa *quantitativa*, dos ativos intangíveis na avaliação de empresas realizada pelos analistas financeiros em termos de número de profissionais que seguem companhias abertas, erros de previsão e vies. Ressalta-se que os relatórios de investimento analisados são dos analistas financeiros *sell-side*.

Por outro lado, apesar da ampla utilização e das vantagens que esse método oferece, é necessário compreender também suas limitações e críticas. Os principais artigos que se debruçaram sobre essas questões foram desenvolvidos por Guthrie et al (2004) e Dumay e Cai (2014; 2015). De modo geral, as críticas recaem, principalmente, nas repetições de fontes de dados analisados (por exemplo, demonstrações financeiras ou *annual reports*) nas pesquisas internacionais, bem como na falta de rigor técnico durante a aplicação da análise de conteúdo. Além disso, esses autores ressaltam que a análise de conteúdo ainda está sujeita à subjetividade do pesquisador e a problemas de identificação das categorias. Por exemplo, Abhayawansa (2011) comenta que, como estão sendo analisados relatórios dos analistas financeiros, que são sujeitos diferentes entre si, uma simples mudança no estilo de escrita poderia impactar nos resultados.

Como forma de contornar as críticas apresentadas, nesta pesquisa definiram-se as categorias de ativos intangíveis com base em sólida literatura internacional, assim como foi utilizada a CATA para calcular a frequência de ocorrência das palavras citadas nos documentos analisados. Além disso, os procedimentos de confiabilidade e validade foram seguidos como forma de conferir maior autenticidade e robustez aos resultados reportados nesta pesquisa.

3.4.2. Modelo econométrico: dados em painel

O modelo de análise de regressão de dados em painel foi utilizado nesta pesquisa porque foram coletados dados de corte transversal, isto é, companhias abertas listadas na B3, durante o período de 2010 a 2016, sendo esse o corte longitudinal ou temporal. Nesta pesquisa, o N (dados de corte transversal) foi maior do que T (dados de corte longitudinal), caracterizando-se como um painel curto (GUJARATI, 2011).

A vantagem de se utilizar modelos de análise de regressão por dados em painel consiste na possibilidade de aumentar consideravelmente a amostra da pesquisa. Por exemplo, por meio da estrutura de dados em painel é possível coletar informações de uma mesma empresa ao longo do tempo.

Sobre isso, Baltagi (2008, p. 6-9) apresenta cinco vantagens e pondera três desvantagens principais dos modelos de dados em painel. De um lado, 1) controle da heterogeneidade individual; 2) dados mais informativos, com maior variabilidade, menor colinearidade, maior grau de liberdade, e maior eficiência; 3) aplica-se aos estudos sobre dinâmicas de ajustamento; 4) possibilita identificar e mensurar os efeitos que não são detectados em modelos puramente *cross-section* ou *time-series* e 5) permite construir e testar modelos comportamentais mais complexos. Por outro lado, apresenta 1) problemas na coleta de dados; 2) distorções de erro de mensuração e 3) problemas de seletividade amostral.

De modo geral, os modelos estáticos de dados em painel dividem-se em três: 1) modelo *pooled*; 2) modelo de efeitos fixos e 3) modelo de efeitos aleatórios, conforme sinaliza a literatura consultada, a exemplo de Wooldridge (2002; 2008), Baltagi (2008) e Gujarati (2011). Os testes necessários para identificar o tipo de efeito do painel são conhecidos como teste de *chow*, teste de *breusch-pagan* e teste de *hausman* (FÁVERO, 2013). De acordo com esse autor, o teste de *chow* verifica, pelo teste F, a hipótese nula de que o intercepto é igual para todas as empresas analisadas (painel *pooled*) contra a hipótese alternativa de que existem efeitos individuais específicos (painel de efeitos fixos); no teste de *breusch-pagan*, ou teste de multiplicador de *lagrange*, é testada a hipótese nula de que o painel é *pooled* contra a hipótese alternativa de efeitos aleatórios e, por fim, o teste de *hausman* verifica a hipótese nula de que os efeitos não observados estão correlacionados com as variáveis explicativas (efeitos fixos) em detrimento da hipótese alternativa (efeitos aleatórios).

Em dados em painel, compreende-se que os pressupostos são similares às propriedades assintóticas do MQO, a saber: 1) linearidade dos parâmetros e dependência fraca; 2) as variáveis explicativas são contemporaneamente exógenas; 3) colinearidade imperfeita - essas 3 hipóteses estão relacionados à consistência do estimador do MQO; 4) homocedasticidade; 5) inexistência de correlação

serial - sob essas duas hipóteses tem-se que os estimadores de MQO são assintóticos e normalmente distribuídos – (WOOLDRIDGE, 2008, p. 345-349).

Para Beck e Katz (1995), três problemas principais precisam ser testados em regressão com dados em painel, uma vez que são considerados como os mais recorrentes nesses modelos. São eles: 1) multicolinearidade, 2) autocorrelação e 3) heterocedasticidade. Para identificar esses problemas, foram utilizados os testes: 1) de VIF (*variance inflation fator*), para multicolinearidade; 2) de Wooldridge, para autocorrelação em painel e 3) teste de *wald* modificado proposto por Greene.

Em caso de violação de pressupostos, estimaram-se regressões robustas a autocorrelação e heterocedasticidade por meio do estimador FGLS com a inclusão do AR(1) nos erros e com a inclusão de matrizes erros-padrões robustos à heterocedasticidade por meio de matriz de variância assintótica.

3.5 DEFINIÇÕES DAS CATEGORIAS E DAS VARIÁVEIS

Conforme mencionado anteriormente, a metodologia de pesquisa dos métodos mistos foi adotada nesta tese. Portanto, depreende-se que foram utilizados dados não estruturados e dados estruturados. No entanto, proceder com suas definições demanda um cuidado especial do pesquisador. Isso se justifica porque, de um lado, são utilizados dados textuais provenientes dos relatórios financeiros dos analistas e, por isso, são classificados como dados qualitativos não estruturados; de outro lado, também foram utilizados dados estruturados, ou seja, numéricos, oriundos das demonstrações financeiras das companhias e de variáveis *proxy* de ativos intangíveis.

Desse modo, seguindo a lógica dos métodos mistos exploratórios, isto é, descrevendo, inicialmente, a abordagem quantitativa por análise de conteúdo para descrever a abordagem quantitativa econométrica em seguida, que optou-se por dividir esta subseção em quatro partes que compreendem essas duas fases desta pesquisa. Assim, na subseção 3.5.1 descrevem-se as categorias de análise que são necessárias para proceder com as análises demandadas pela abordagem por análise de conteúdo dos textos extraídos dos relatórios dos analistas financeiros. Nas subseções 3.5.2, 3.5.3 e 3.5.3 descrevem-se as variáveis dependentes e independentes que são exigidas para especificação do modelo estimável por meio da abordagem quantitativa econométrica, que utilizou dados estruturados para desenvolver essas análises.

3.5.1 Categorias de análise

Para Krippendorff (2004), na análise de conteúdo as unidades de codificação podem ser classificadas de diversas formas, sendo uma delas as categorias de análise. As categorias de análise são definidas como sendo unidades de análise que pertencem a uma classe ou categoria que compartilham algo em comum, que, por vezes, está relacionada a taxonomias que derivam de uma teoria que está sendo adotada na pesquisa (KRIPPENDORFF, 2004, p. 105).

Em outras palavras, as categorias de análise são formadas por unidades de codificação, que normalmente são representadas por palavras que designam termos-chave relacionadas às suas respectivas categorias, cujo agrupamento ocorre de acordo com sua proximidade conceitual. Nesta pesquisa, foram utilizadas três categorias de ativos intangíveis: 1) capital humano, 2) capital relacional e 3) capital estrutural. Para cada categoria, uma lista de termos-chave foi desenvolvida com base em sólida evidência empírica internacional, conforme exibido no Apêndice 1¹³. Uma versão resumida das categorias, bem como de seus termos-chave, é apresentada no Quadro 7.

QUADRO 7 - Amostra dos termos-chave das categorias de ativos intangíveis.

Capital estrutural	Capital relacional	Capital humano
<i>Best Practice</i>	<i>Alliances</i>	<i>Advanced training</i>
<i>Communication</i>	<i>Brand</i>	<i>Career Development</i>
<i>Computer software</i>	<i>Brand Recognition</i>	<i>Competence</i>
<i>Copyrights</i>	<i>business collaborations</i>	<i>Director's dealings</i>
<i>Corporate governance</i>	<i>Company Reputation</i>	<i>Employee</i>

Observação: Ver lista completa no Apêndice 1.

Fonte: Elaborado pela autora com base na literatura consultada.

As definições das categorias de análise são um passo fundamental na análise de conteúdo e a proposição de pesquisa feita nesta tese se vale desse aspecto. Assim, é por meio das categorias que são direcionadas as análises dos textos coletados. Seguindo os passos de Abhayawansa e Guthrie (2016), as categorias dos ativos intangíveis estão fundamentadas em sólida literatura teórica e empírica internacional como forma de assegurar a confiabilidade do instrumento de codificação aplicado nessa pesquisa. Esse agrupamento baseia-se, principalmente, na proposta apresentada no artigo seminal de Guthrie e Petty (2000). Para desenvolver essas categorias também foram consultados os trabalhos de Sveiby (1997), Stewart (1998), Bontis (2003), García-Meca et al (2005), Guthrie, Yongvanich e Ricceri (2004), Abdolmohammadi et al (2006), Flöstrand (2006), García-Meca e Martínez (2007), Petty, Ricceri

¹³ Por questões de organização da apresentação da pesquisa, optou-se por colocar as categorias, bem como as palavras que designam os termos-chave categorizados, no Apêndice 1.

e Guthrie (2008), Bejar (2009), Sakakibara et al (2010), Abhayawansa e Guthrie (2012), Maaloul, Amar e Zeghal (2016).

Após definidas as unidades de texto e as categorias de análise, fez-se a contagem do número de vezes que os termos-chave de cada categoria foram citados nos documentos analisados (isto é, nos relatórios dos analistas financeiros). O cálculo da quantidade de vezes que uma palavra é citada ao longo do texto é considerada, na análise de conteúdo, como uma das formas existente de capturar a relevância de uma categoria nos documentos analisados (GUTHRIE; PETTY, 2000; BONTIS, 2003; GUTHRIE; PETTY; YONGVANICH, 2004; KRIPPENDORFF, 2004; DURIAU; REGER, PFARRER, 2007; ABHAYAWANSA, 2011; DUMAY; CAI, 2014; 2015; ABHAYAWANSA; GUTHRIE, 2016).

3.5.2 Variáveis dependentes

As variáveis dependentes utilizadas nesta tese estão relacionadas com cada uma das três hipóteses apresentadas. Ou seja, há um modelo de equação para cada hipótese proposta. Assim, na H₁, a variável dependente é cobertura de analistas, na H₂, é erro de previsão, em termos de EPS, e, na H₃, é a acurácia das previsões dos analistas.

a) Número de analistas financeiros - NA

$$\log(1 + \text{número de analistas}_{it}) \quad (6)$$

O número de analistas é calculado pela quantidade de analistas que realizaram previsões de ganhos para cada empresa selecionada na amostra. Esse valor foi calculado com base no número de analistas no final de cada ano-calendário abrangido nesta pesquisa, isto é, durante o período de 2010 a 2016, conforme informado pela Bloomberg®. A escolha desta variável pautou-se em Barth, Kasznik e McNichols (2001). Os subscritos i e t referem-se à empresa e ao ano, respectivamente. Alternativamente, essa variável foi calculada apenas como o logaritmo do número de analistas. Esse dado foi coletado da Bloomberg®.

b) Erro de previsão ou *forecast error* - FE

$$FE_{it} = \frac{X_{it} - F_{it}}{P_{i,t-1}} \quad (7)$$

em que FE significa *forecast error*, ou seja, erro de previsão de lucro por ação (LPA), X é o LPA observado pela empresa, F é o consenso das previsões de LPA dos analistas, enquanto P é o preço de

fechamento da ação da empresa um dia antes do final do mês em que o consenso das previsões dos analistas foi divulgado. Os subscritos i e t referem-se à empresa e ao ano, respectivamente. Essa fórmula baseou-se em Ramnath, Rock e Shane (2005) e os dados foram coletados da Bloomberg®.

Observando-se a fórmula do erro de previsão é possível perceber que se trata de uma medida que calcula a diferença entre o valor observado de LPA em relação ao LPA previsto pelo analista. Em geral, essas previsões são feitas 12 meses antes da divulgação do LPA apresentado pela empresa em avaliação.

No total, dois meses foram considerados para definir as previsões iniciais e finais dos analistas: abril e dezembro. O mês de abril foi escolhido porque, em geral, as companhias abertas têm até o final do mês de março para divulgar suas demonstrações financeiras consolidadas, referentes ao ano-exercício anterior. Por isso, a data escolhida compreende o tempo em que os analistas coletaram, analisaram e divulgaram suas recomendações de investimentos com base nas informações mais atuais da empresa. O mês de dezembro também foi escolhido porque se pressupõe ser o último mês do ano em que os analistas poderiam revisar e, assim, atualizar suas avaliações e recomendações de investimento, sendo, portanto, a previsão mais atual. De forma similar, os preços das ações também acompanharam esse raciocínio, utilizando, entretanto, uma tolerância de até cinco dias para a definição do último valor disponível de preço nos dois meses analisados.

Para ilustrar resumidamente a interpretação dessa variável, considere que, em abril de 2010, os analistas reuniram todas as informações necessárias sobre uma companhia para prever seu LPA de abril de 2011. Nessa medida, caso o valor de FE seja negativo, isso denota que a previsão do analista foi maior do que o LPA observado, sinalizando uma tendência ao otimismo em suas previsões.

Alternativamente, foi adotada a medida de erro de previsão utilizada por Martinez (2007). O cálculo do erro de previsão é dado por

$$FE_{it} = \frac{EPS_{real} - EPS_{prev}}{|EPS_{real}|} \quad (8)$$

Essa medida difere da anterior porque busca analisar o erro de previsão dos analistas em termos percentuais, em que o EPS real é o LPA observado e o EPS prev é o LPA previsto pelos analistas. A operacionalização dessa variável ocorreu da mesma forma que a anterior.

c) Acurácia - AC

A acurácia é medida em termos de dispersão das previsões dos analistas. Fundamentada em Dalmácio e Almeida (2015) e Byard (2006), a acurácia, também denominada de risco ou dispersão de estimativas, é a raiz quadrada do erro de previsão definido no item b.

3.5.3 Variáveis independentes

As definições das variáveis independentes estão divididas em duas categorias, 1) variáveis de análise e 2) variáveis de controle. As variáveis de análise são aquelas que foram analisadas em específico, cujo objetivo de interpretação reside no sentido, se positivo ou negativo, de sua associação com a variável dependente ao manter os demais fatores como constantes, isto é, mantendo-se fixa (variáveis de controle) em relação à(s) variável(is) independente(s).

Os itens A a E descrevem as variáveis de análise, ou seja, as variáveis *proxy* de ativos intangíveis. Os itens F a I descrevem as variáveis de controle. Ressalta-se que essas variáveis são comuns aos três modelos de regressão estimados para cada uma das hipóteses propostas nesta tese.

a) Ativos intangíveis: valor evidenciado no Balanço Patrimonial - AI

$$\frac{Ativos\ Intangíveis_{it}}{Ativo\ Total_{it}} \quad (9)$$

Essa variável denota o valor de ativos intangíveis divulgado pelas companhias abertas brasileiras em suas demonstrações financeiras. No caso de utilizar informações estritamente contábeis, conforme recomendado por Barth, Kasznik e McNichols (2001), os ativos intangíveis foram obtidos pelo valor informado no Balanço Patrimonial. Para fins de padronização, cuja finalidade é evitar efeito grandeza proveniente de unidades amostrais com maiores ou menores proporções de ativos em relação à sua média setorial, a variável foi dividida pelo seu ativo total. Os subscritos i e t referem-se à empresa e ao ano, respectivamente, e a base de dados consultada foi a Bloomberg®.

b) Ativos intangíveis: gastos com pesquisas e desenvolvimento (P&D) - PED

$$\frac{P\&D_{it}}{Ativo\ Total_{it}} \quad (10)$$

Dado que essa variável é um dos principais indicativos de criação de valor por meio de ativos intangíveis, considera-se uma *proxy* adequada para denotar os investimentos realizados em ativos intangíveis (LEV; SOUGIANNIS, 1999). Nesse caso, pesquisa e desenvolvimento (P&D) trata-se de um ativo intangível estrutural (BONTIS, 2003; REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006; VERGAUWEN; BOLLEN; OIRBANS, 2007; CHOONG, 2008; MARTÍN-DE-CASTRO et al, 2011; GUTHRIE; RICCERI; DUMAY, 2012). Os subscritos *i* e *t* referem-se à empresa e ao ano, respectivamente, e a base de dados consultada foi a Bloomberg®.

c) Ativos intangíveis: número de patentes - PAT

O número de patentes busca mensurar o grau de inovação da empresa, em termos de depósito de patentes, como forma de proteger os intangíveis por ela produzidos. Ela é um exemplo de ativo intangível estrutural (REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006). Como o número de patentes é um valor absoluto, foi calculado o seu logaritmo natural, conforme procedimento realizado por Kayo, Teh e Basso (2006) e Kayo, Teh e Kimura (2008). Essa variável foi coletada por meio da base de dados Orbis®, para cada empresa e ano.

d) Ativos intangíveis: número de empregados - EMP

Como o número de empregados também é um valor absoluto, foi calculado o logaritmo natural desse valor, conforme procedimento realizado em número de patentes. O número de empregados busca mensurar, de forma aproximável, o capital humano da empresa. Os dados foram coletados pela Bloomberg®, para cada empresa e ano.

e) Ativos intangíveis: despesas com *marketing* - MKT

$$\frac{\text{Despesas de Vendas}_{it}}{\text{Ativo Total}_{it}} \quad (11)$$

Para essa variável, os valores apresentados pela Bloomberg® são referentes às despesas com venda, que estão presentes na Demonstração de Resultado do Exercício. Dessa forma, não somente gastos com *marketing* estão inclusos nessa variável, como também outros gastos relacionados às vendas. Essa variável é um exemplo de ativo intangível relacional (BONTIS, 2003; REED; LUBATKIN; SRINIVASAN, 2006; VERGAUWEN; BOLLEN; OIRBANS, 2007; CHOONG, 2008; MARTÍN-DE-CASTRO et al, 2011; GUTHRIE; RICCERI; DUMAY, 2012). Gu e Wang (2005), Barron et al

(2002) e Barth, Kasznik e McNichols (2001), dentre outros, utilizaram essa variável. Os subscritos i e t referem-se à empresa e ao ano, respectivamente.

f) Esforço - EFF

Esforço é uma variável *proxy* que busca medir a dificuldade com que os analistas financeiros são confrontados ao seguir empresas de modo geral. Barth, Kasznik e McNichols (2001) definem esforço como a média negativa do número de empresas seguidas pelos analistas financeiros em relação a uma empresa em particular. Como exemplo, Barth, Kasznik e McNichols (2001, p. 11, tradução nossa) esclarecem que “se uma empresa é seguida por 3 analistas que cobrem 5, 6 e 7 empresas, respectivamente, o esforço é igual a -6. Multiplicou-se a média do número de empresas por -1 para que o esforço seja uma medida crescente”.

g) *Turnover* - TUR

$$\frac{1}{D_t} \sum_{t=1}^T \text{Volume}_{it} / \text{Ações em Circulação}_i \quad (12)$$

A medida de *turnover* foi calculada com base em Lesmond (2005). Para esse autor, *turnover* é uma medida de liquidez de mercado que é calculada por meio do volume de negociação acumulado anualmente, dividido pelo número de ações em circulação no começo de cada período. Assim como realizado pelo autor, os valores de *turnover* que excederam a 1 foram padronizados para 1.

h) Lucratividade - LUC

$$\frac{EBITDA_{it}}{\text{Ativo Total}_{it}} \quad (13)$$

EBITDA é a sigla para *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*. Essa medida é utilizada como uma aproximação do fluxo de caixa gerado pelas atividades essencialmente operacionais das empresas, sendo amplamente adotada pelos analistas em virtude da simplicidade de seu cálculo e da possibilidade de fazê-lo apenas com dados secundários (MACEDO et al, 2012). Os subscritos i e t referem-se à empresa e ao ano, respectivamente, e os dados foram coletados da Bloomberg®.

i) Tamanho - TAM

O tamanho da empresa foi calculado como o logaritmo natural de seu valor de mercado. Essa variável é amplamente utilizada como proxy para tamanho da empresa. Dentre os trabalhos consultados, Gu e Wang (2005) a utilizaram.

j) *Market-to-book* - MTB

$$\frac{P_{y,i,t} \times N_{y,i,t}}{\text{Patrimônio Líquido}_{it}} \quad (14)$$

Nessa equação, P é o preço da ação e N número de ações em circulação da empresa. Para Moshiran, Ng e Wu (2009), em mercados emergentes, os analistas financeiros são impactados sensivelmente pelo *market-to-book*. Para calculá-lo, recorreu-se à especificação de valor de mercado apresentada em Mussa, Famá e Santos (2012).

Nessa especificação, o valor de mercado de uma companhia é obtido por meio do preço da ação do tipo y, da empresa i, no momento t, multiplicado pelo número de ações em circulação da ação do tipo y, da empresa i, no momento t. Por meio desse cálculo, percebe-se que o valor de mercado de uma companhia é o produto do preço de fechamento pelos vários tipos de ação que ela possa vir a ter em negociação no Mercado de Capitais. Por exemplo: primeiramente, o valor de mercado é calculado em nível de ação (ou ativo) e, posteriormente, é agrupado em nível da empresa. Dessa forma, foram analisadas as ações de final 3, 4, 5, 6, 8, 9, 11, 12 e 13, bem como as ações com terminação B. Além disso, foi considerada uma tolerância de 25 dias para coletar o último preço de fechamento em dezembro.

Por fim, para calcular o *market-to-book* foi dividido o valor de mercado da empresa pelo seu valor em livro, ou seja, pelo valor do patrimônio líquido evidenciado no Balanço Patrimonial. Essa medida é uma aproximação da capitalização de mercado de companhias abertas. Os dados para calcular essa variável foram obtidos pela base de dados da Bloomberg®.

k) Retorno sobre o investimento - ROI

$$\frac{\text{Lucro Líquido}_{it}}{\text{CAPEX}_{it}} \quad (15)$$

Conforme utilizado por Perez e Famá (2006), o ROI é um indicador que mensura o retorno sobre o capital investido na empresa, de modo que busca traduzir sua rentabilidade. Essa é uma medida

financeira que os analistas utilizam em suas avaliações de investimento (PACE; BASSO; SILVA, 2003). A variável CAPEX é o valor dos investimentos realizados para aquisição de ativos fixos. Essas informações foram coletadas na base de dados da Bloomberg® e os subscritos i e t referem-se à empresa e ao ano, respectivamente.

l) Variáveis *Dummy*.

As variáveis *dummy* foram utilizadas para identificar as empresas de acordo com o seu respectivo setor, conforme critérios adotados pela B3. No total, nove setores compuseram a amostra. A variável *dummy* também foi criada para dividir a amostra em empresas intangível-intensivas com base na mediana da variável ativos intangíveis evidenciados no Balanço Patrimonial, ou seja, acima da mediana classificaram-se as empresas intangível-intensivas.

3.5.4 Modelo econométrico

Com base nas definições apresentadas de cada variável, verifica-se que há três variáveis dependentes referentes às características dos analistas financeiros, e onze variáveis explicativas. Dentre elas, cinco são variáveis *proxy* de ativos intangíveis e as outras seis são variáveis *proxy* de desempenho corporativo. Ao utilizar a notação geral de dados em painel, o modelo de equação de regressão 1 testa a hipótese 1 desta pesquisa.

$$NUM_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intangíveis_{it} + \beta_2 EFF_{it} + \beta_3 LUC_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 ROI_{it} + \beta_7 TUR_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

em que: β_0 é o intercepto; *Intangíveis* refere-se às variáveis *proxy* de ativos intangíveis; *EFF* é o esforço; *LUC* é a lucratividade; *TAM* é o tamanho; *MTB* é o *market-to-book*; *ROI* é o retorno sobre investimento; *TUR* é a liquidez; ε é o termo de erro; os subscritos i e t referem-se à empresa e ao ano, respectivamente.

A hipótese 1 desta tese testa a relação entre maiores investimentos em ativos intangíveis e maior cobertura de analistas. Para identificar as empresas intangível-intensivas, foi utilizada a mediana da variável ativos intangíveis (valor disponível no Balanço Patrimonial). Como forma de controlar para outros possíveis efeitos não observáveis, foram incluídas seis variáveis controle de desempenho da firma. A variável “intangíveis” denota as variáveis *proxy* de ativos intangíveis, isto é, AI, PED, PAT, EMP, MKT. Espera-se que seja realizada uma regressão para cada variável *proxy* de ativo intangível, ou seja, a variável dependente é mantida, assim como as variáveis de controle, alterando-se apenas as

variáveis *proxy* de intangíveis. Para evitar problemas de multicolinearidade, essas variáveis não foram estimadas em conjunto no mesmo modelo.

O modelo de equação de regressão 2 testa a hipótese 2 desta pesquisa. Essa hipótese pressupõe que quanto maiores os investimentos em intangíveis por empresas intangíveis-intensivas, maior é o erro de previsão dos analistas.

$$FE_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intangíveis_{it} + \beta_2 EFF_{it} + \beta_3 LUC_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 ROI_{it} + \beta_7 TUR_{it} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

De modo similar ao que foi especificado no modelo de equação 1, no modelo de equação 2 altera-se apenas a variável dependente, que denota o erro de previsão do analista. Novamente, pretende-se estimar uma regressão para cada variável *proxy* de ativos intangíveis.

Por fim, o modelo de equação de regressão 3 testa a hipótese 3 desta tese, que pressupõe uma menor acurácia quanto maiores for os investimentos em ativos intangíveis por empresas intangível-intensivas.

$$AC_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intangíveis_{it} + \beta_2 EFF_{it} + \beta_3 LUC_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 ROI_{it} + \beta_7 TUR_{it} + \varepsilon_{it} \quad [3]$$

Como forma de representar resumidamente os relacionamentos esperados para cada variável em relação a cada modelo de equação de regressão proposto, o Quadro 8 resume o sinal previsto entre as variáveis independentes em relação às variáveis dependentes.

QUADRO 8 - Resumo das relações previstas

	Cobertura de Analistas (NUM)	Erro de Previsão (FE)	Acurácia (AC)
Ativos Intangíveis (AI)	Positivo	Positivo	Negativo
Gastos com P&D (PED)	Positivo	Positivo	Negativo
Número de Patentes (PAT)	Positivo	Positivo	Negativo
Número de Empregados (EMP)	Positivo	Positivo	Negativo
Despesas com Marketing (MKT)	Positivo	Positivo	Negativo
Esforço (EFF)	Negativo	Positivo	Negativo
Lucratividade (LUC)	Positivo	Negativo	Positivo
Tamanho (TAM)	Positivo	Negativo	Positivo
Market-to-book (MTB)	Positivo	Positivo	Negativo
Retorno sobre Investimento (ROI)	Positivo	Negativo	Positivo
TURN OVER (TUR)	Positivo	Negativo	Positivo

Fonte: Elaborado pela autora.

No Quadro 8 identifica-se a pressuposição de que à medida que empresas investem maior volume de recursos em ativos intangíveis, medidos por meio de suas variáveis *proxy*, isso atrairia maior cobertura dos analistas, porém, também poderia acarretar em maior erro de previsão e menor acurácia, dada a complexidade de avaliar esses ativos. A direção dessas relações foi discutida com base em evidências empíricas anteriores. Por outro lado, quanto maior o esforço dos analistas, menor é a cobertura, maior o erro e menor a acurácia. Para lucratividade, tamanho, ROI e liquidez, quanto maiores os valores dessas variáveis, espera-se uma maior cobertura dos analistas financeiros, menor erro de previsão e maior acurácia. Por fim, o *market-to-book* é um dos primeiros indícios de criação de valor por meio dos ativos intangíveis no Mercado de Capitais, de modo que empresas com maior volume de *market-to-book* atrairiam mais analistas, porém, eles poderiam incorrer em maior erro de previsão e menor acurácia.

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

Para verificar empiricamente o objetivo geral desta tese de analisar como e em que medida os ativos intangíveis influenciam as análises de investimentos dos analistas no mercado acionário brasileiro, optou-se por adotar uma estratégia que está dividida em duas partes: o “como”, presente no objetivo geral, foi investigado por meio de uma abordagem quantitativa por meio de análise de conteúdo, enquanto o “em que medida” foi investigado por meio de uma abordagem quantitativa econométrica. Por isso, as análises e as interpretações dos resultados estão divididas de acordo com cada uma das abordagens propostas na metodologia: a primeira por análise de conteúdo e a segunda por modelagem econométrica. Como forma de representar resumidamente essa estratégia de análise, apresenta-se o Quadro 9.

QUADRO 9 - Resumo dos objetivos específicos, dos pressupostos e das hipóteses, das categorias e variáveis de análise, e principais autores

Objetivo específico	Pressuposto / hipótese	Categorias ou variáveis de análise	Autor(es)
OE4: Analisar o conteúdo dos relatórios de recomendação de investimento dos analistas financeiros.	P1 Os ativos intangíveis estruturais são os mais citados e/ou considerados pelos analistas em seus relatórios de avaliação.	Capital estrutural	Garcia-Meca et al (2005) e Garcia-Meca e Martinez (2007)
OE5: Propor modelos empíricos estimáveis para investigar a influência dos ativos intangíveis na cobertura dos analistas financeiros, assim como no erro de previsão e na acurácia de suas recomendações.	H1: Quanto maiores os investimentos em ativos intangíveis, maior é o número de analistas financeiros seguindo essas empresas	Número de analistas	Barth, Kasznik e McNichols (2001)
	H2: Quanto maiores os investimentos em ativos intangíveis, maior é o erro de previsão dos analistas financeiros.	Erro de previsão dos analistas	Barron et al (2002) e Gu e Wang (2005).
	H3: Quanto maiores os investimentos em ativos intangíveis, menor é a acurácia da previsão dos analistas financeiros	Acurácia da previsão dos analistas	Barron et al (2002) e Gu e Wang (2005).

Observação: OE = objetivo específico; P = proposição; e H = hipótese

Fonte: Elabora pela autora.

No Quadro 9 observa-se que o “como” está sendo investigado por meio do quarto objetivo específico desta tese. A verificação empírica desse objetivo específico foi demonstrada na proposição 1. O quinto objetivo específico vincula-se ao “em que medida”. Esse objetivo foi verificado por meio de três hipóteses de pesquisa. Cada uma dessas hipóteses procura se dirigir a três características relevantes

dos analistas financeiros. São elas: 1) na hipótese 1, testou-se se a cobertura dos analistas é impactada pelo volume de investimentos em ativos intangíveis; 2) na hipótese 2, testou-se se o erro de previsão desses profissionais é impactado pelo volume de investimentos em ativos intangíveis e 3) testou-se se a acurácia de suas previsões é impactada pelo volume de investimentos em ativos intangíveis.

4.1 RESULTADOS DA ABORDAGEM QUANTITATIVA POR ANÁLISE DE CONTEÚDO

Ao direcionar a análise da abordagem quantitativa por análise de conteúdo para verificar o pressuposto assumido nesta tese, optou-se por adotar uma estratégia conservadora para escolher as empresas e os relatórios dos analistas financeiros. Tal prática teve como objetivo coletar apenas informações que são consideradas de melhor qualidade e de maior qualidade no mercado acionário brasileiro. Esses procedimentos foram descritos na subseção 3.4.1.

Portanto, após esses procedimentos, permaneceram na amostra final 44 empresas de nove setores diferentes, perfazendo um total de 16.426 páginas de relatórios de analistas financeiros *sell-side* que estão vinculados a 19 corretoras diferentes. Devido ao elevado volume de páginas reunidas para análise e, conseqüentemente, do grande volume de texto que foi extraído, analisado e processado nessa pesquisa, desenvolveu-se a análise de conteúdo por meio da CATA, especificamente por programação em *python*.

Mesmo com esse alto volume de texto, a estratégia adotada para examiná-los foi simples e pautada nas pesquisas anteriores (ver Quadro 4). Assim, primeiramente os textos extraídos dos relatórios dos analistas financeiros foram transformados em formato de texto (txt), visto que inicialmente estavam na extensão de arquivo *pdf* (*portable document format*). Em seguida, foi feita uma correspondência entre as palavras-chave relacionadas a ativos intangíveis identificadas no texto desses relatórios. Essa correspondência foi quantificada na forma de contagem de vezes em que a palavra-chave foi identificada nesses textos. O critério de identificação ou de codificação foi o *match*, ou seja, a correspondência sensível¹⁴ entre a palavra-chave e sua respectiva correspondência no texto coletado. Como não foram atribuídos pesos de relevância para as palavras-chave investigadas, a contagem foi feita por meio de uma soma simples em que para cada correspondência encontrada foi contado 1 *hit* e isso foi repetido em toda a extensão das páginas analisadas. No final, as palavras-chave foram somadas e contabilizadas de acordo

¹⁴ Por correspondência sensível, entende-se que se trata do critério de que a contagem de *hit* se baseou na correspondência exata da ortografia da palavra-chave, mas que é sensível a letras maiúsculas e/ou minúsculas. Ou seja, independentemente de como a palavra-chave está no texto, em suas variações maiúsculas ou minúsculas, a contagem foi contabilizada de acordo com o *match* exato de sua ortografia.

com a categoria a que pertencem. Nesta pesquisa, foram adotadas três categorias de ativos intangíveis, quais sejam, 1) ativo humano (*human capital* – HC), 2) ativo estrutural (*structural capital* -SC) e 3) ativo relacional (*relational capital* – RC).

Desse modo, as análises oriundas da abordagem quantitativa por análise de conteúdo organizaram-se em três passos sequenciais e complementares entre si, de modo que: 1) a análise foi feita em termos gerais, isto é, procedendo com a análise de conteúdo conjuntamente, ou seja, considerando todas as empresas da amostra; 2) análise desenvolvida em termos setoriais, de modo que as interpretações anteriores foram organizadas em cada um dos nove setores da amostra e 3) repetição das etapas anteriores, com a diferença de que foram desconsideradas na contagem de *hits* as páginas referentes às seções que não estavam relacionadas essencialmente às análises dos analistas financeiros, ou seja, foram excluídas as seções relacionadas à declaração de transparência da informação e da idoneidade das análises apresentadas, dentre outras informações acessórias que são exigidas pelos órgãos de fiscalização de sua prática profissional, mas que não estão diretamente relacionadas, em termos de interpretação de dados, ao produto final de seu relatório, que consistem na avaliação da empresa.

Outro ponto que merece ser destacado é que os relatórios selecionados foram principalmente os relatórios de análise, geralmente emitidos no primeiro semestre do ano e são considerados como as avaliações principais desses *experts* de mercado, assim como também foram considerados nas análises os relatórios de *update*. Nesse último tipo de relatório, a diferença em relação ao primeiro consiste em que os analistas financeiros efetuam uma atualização de suas considerações anteriores, geralmente corroborando-as ou pontuando questões-chave que poderão eventualmente impactar suas recomendações futuras de forma positiva ou negativa. Tais *updates* também podem conter menções a reuniões com CEOs ou CFOs de companhias, de modo que sinaliza aos clientes que esses profissionais têm acesso a informações diferenciadas no Mercado de Capitais, e que estão buscando continuamente atualizações em termos de performance das empresas objeto de sua avaliação.

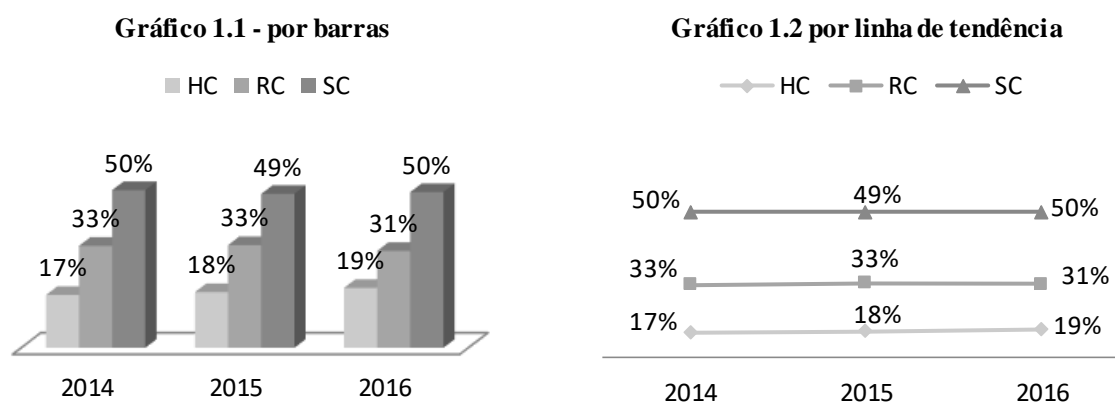
4.1.1 Análise de conteúdo em termos gerais

Com a finalidade de tornar a interpretação dos resultados de forma mais intuitiva, optou-se por interpretar os resultados coletados por meio da análise de frequência relativa do número de *hits* encontrados em cada uma das três categorias de ativos intangíveis adotadas nesta pesquisa. Isso foi repetido ao longo do período abrangido nessa análise. Posto isso, no Gráfico 1 sumarizam-se os resultados iniciais encontrados.

O Gráfico 1 sinaliza que houve um comportamento constante na distribuição da frequência relativa de cada uma das três categorias de ativos intangíveis adotadas ao longo dos três anos abrangidos

nessa análise. Isso pode ser identificado por meio do Gráfico 1.2, que mostra a linha de tendência constante desse comportamento. Em outros termos, é possível visualizar, pelo Gráfico 1.1, que, dentre as palavras-chave que compõem cada uma das três categorias de ativos intangíveis, os ativos estruturais (SC) apresentaram maior frequência relativa na contagem de *hits*, correspondendo a cerca de 50% desse total. Em seguida, os ativos humanos responderam por, aproximadamente, 32% desse total e, por fim, os ativos relacionais corresponderam à diferença remanescente de 18%.

GRÁFICO 1- Descrição relativa da análise de conteúdo por categoria e por ano



Fonte: Elaborado pela autora com base nos coletados.

A literatura sobre ativos intangíveis apresenta resultados conflitantes (GUTHRIE; PETTY, 2000; DUMAY; CAI, 2014; 2015). Por isso, considera-se que a presente tese avança no sentido de contribuir com os resultados anteriores, na medida em que pontua como a evidência dos ativos intangíveis pelos analistas financeiros no contexto nacional, e compara-os internacionalmente.

Por exemplo, o ativo intangível relacional foi o mais enfatizado pelos analistas financeiros em pesquisas como as de Flöstrand (2006), contextualizada para os Estados Unidos, e em Abhayawansa (2011), para a Austrália. Por outro lado, pesquisas como as de García-Meca et al (2005) e García-Meca e Martínez (2007), contextualizadas para a Espanha, evidenciaram que o ativo estrutural foi a categoria mais citada de ativos intangíveis, uma vez que, em seus relatórios, os analistas financeiros se mostraram mais preocupados em evidenciar informações relacionadas à consistência da implementação da estratégia da empresa, dentre outras questões de cunho estrutural. Também foi encontrada maior incidência média dos ativos intangíveis estruturais nos relatórios financeiros de analistas que seguem companhias listadas na bolsa de valores dos Estados Unidos, de acordo com os achados de Maaloul, Amar e Zeghal (2016).

Conforme mencionado na revisão de literatura, não foram encontradas evidências empíricas nacionais que coadunam diretamente com o aqui desenvolvido. Sobre isso, a mais próxima foi

desenvolvida por Antunes e Leite (2008) e seus resultados indicaram que os analistas financeiros se preocupam mais com os ativos humanos. Apesar de a metodologia empregada ser diferente em ambas as pesquisas, os achados reportados nesta tese estão, portanto, divergentes com os de Antunes e Leite (2008) em relação à ênfase dada pelos analistas financeiros aos diversos tipos de ativos intangíveis, o que pode sinalizar para uma pluralidade de resultados no cenário brasileiro.

Como forma de aumentar o nível de detalhamento dos resultados apresentados, no Gráfico 2 ilustra-se a frequência relativa das palavras-chave mais significativas em cada uma das três categorias de ativos intangíveis. Essas análises estão reportadas em termos gerais, ou seja, foram somados os números de *hits* de todo o período abrangido pela pesquisa, dado que no Gráfico 1 esse comportamento foi constante.

GRÁFICO 2 - Descrição relativa da análise de conteúdo por palavra-chave mais significativa

Gráfico 2.1 - Ativo Humano

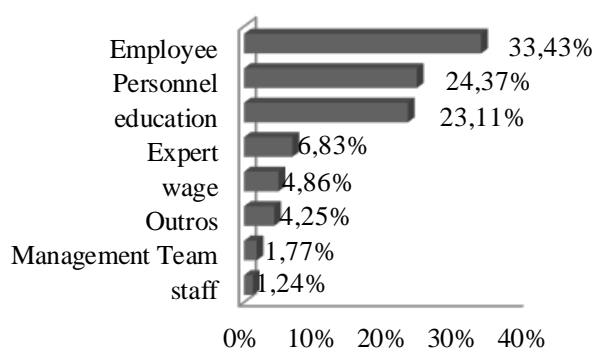


Gráfico 2.2 - Ativo Relacional

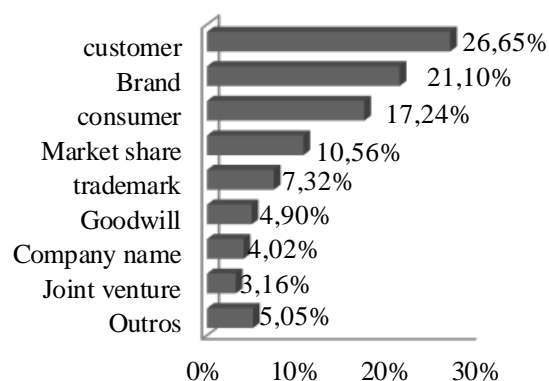
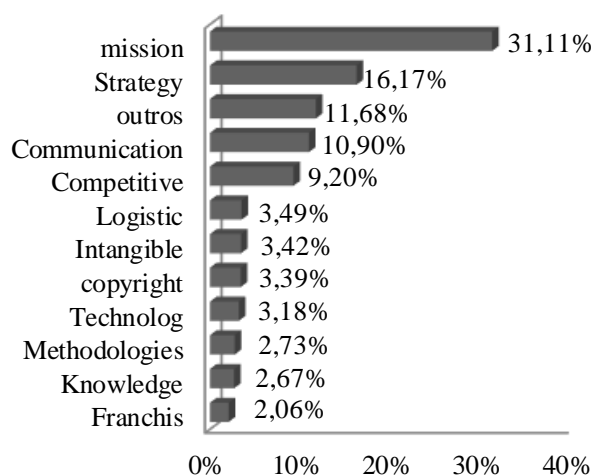


Gráfico 2.3 - Ativo Estrutural



Fonte: Elaborado pela autora com base nos coletados.

No Gráfico 2 percebe-se que, na categoria ativos intangíveis humanos, reportada no Gráfico 2.1, as palavras-chave mais significativas são “empregados”, “*staff*” e “pessoal”, ou seja, todas são sinônimos para designar os colaboradores de uma empresa, seguido por “educação”, “*expert*”, “salários” e “time de gestão”. No Gráfico 2.2, identifica-se que “clientes” e “consumidores” estão dentre as palavras-chave mais significativas nos ativos intangíveis relacionais, seguidas por “marcas”, “participação de mercado”, “*trademark*”, “*goodwill*”, “nome da empresa” e “*joint venture*”. Por fim, no Gráfico 2.3 ilustra-se que a “missão” e a “estratégia” da empresa são as palavras-chave mais significativas, em termos relativos, na categoria de ativos intangíveis estruturais, seguidas por “comunicação”, “competitividade”, “logística”, “intangíveis”, “*copyrights*”, “tecnologia”, “conhecimento” e “franquia ou franqueado ou franqueador”. Ressalta-se que o termo “outros” engloba as demais palavras-chave que apresentaram um percentual de incidência de *hits* muito pequeno, portanto foram desconsideradas nessa análise. A representação visual por meio de nuvens de palavras dos termos-chave mais significativos encontra-se no Apêndice 2.

Ainda analisando-se individualmente as palavras-chave relacionadas a ativos intangíveis, percebe-se outro dado particular presente no cenário brasileiro. Ao retomar os termos que dão título às subcategorias de ativos intangíveis, tais como “*relational capital*”, “*human capital*” (ou, ainda, *human assets*) e “*structural capital*”, verificou-se que não houve nenhum *hit* dessas palavras nos relatórios dos analistas financeiros pesquisados.

Sobre isso, Abhayawansa (2011) relembra que uma das principais limitações da análise de conteúdo em relatórios de analistas financeiros pode estar atrelada ao estilo de escrita. Portanto, ao mesmo tempo em que é possível pressupor que os analistas financeiros talvez desconheçam esses termos, sugere-se, concomitantemente, que esses profissionais podem se referir aos ativos intangíveis utilizando outras terminologias que são empregadas usualmente em seu ambiente de trabalho, em particular no mercado acionário brasileiro. Tsui et al (2014) comentam que as palavras-chave relacionadas às categorias de ativos intangíveis são forçadamente acadêmicas, portanto, se torna necessário conhecer os jargões que são utilizados Mercado de Capitais para refinar as palavras-chave que formam cada uma das subcategorias de ativos intangíveis definidas pela literatura.

Nesse sentido, apesar da limitação desta pesquisa em ter utilizado apenas palavras-chave de cunho acadêmico, a fase inicial exploratória dos dados extraídos dos relatórios dos analistas financeiros tem sinalizado para outra questão. Conforme apresentado nos Gráficos 1 e 2, sugere-se que os analistas citaram termos que estão relacionados aos ativos intangíveis estruturais, ou seja, foram evidenciados ativos que, por natureza, estão vinculados às características internas de uma empresa.

Em específico, foi identificado que esses profissionais enfatizaram termos relacionados à adequação da missão e da estratégia corporativa. Em livros-texto de Administração de Empresas, a missão e a estratégia da empresa, por vezes, estão vinculadas a informações de cunho prospectivo, ou

seja, estão atreladas à forma pela qual a empresa comunica aos seus usuários externos sua estratégia de gestão para que seus objetivos futuros sejam alcançados. Dessa forma, o analista faria uso dessas informações, por meio dos termos destacados, com o objetivo de realizar suas previsões e recomendações de investimentos que também têm cunho prospectivo, ou seja, avalia-se uma empresa em data corrente quanto à sua capacidade de gerar benefícios econômicos futuros aos investidores. Consequentemente, em termos de ativos intangíveis, os analistas financeiros dedicam maior ênfase a citar palavras-chaves relacionadas à adequação da missão e do posicionamento estratégico da empresa, sendo esses exemplos de ativos estruturais, isto é, ativos gerados internamente pela empresa. Após analisar essas informações e cruzá-las com dados sobre sua performance econômica e financeira, o passo seguinte seria compará-las com o seu histórico em dado período, e/ou com o setor em que atua e/ou com algum *benchmark*.

O direcionamento desse argumento se torna ainda mais evidente quando são retomadas as evidências empíricas nacionais que relacionaram performance corporativa e variáveis *proxy* de ativos intangíveis. Conforme apresentado no Quadro 5, percebe-se que, em geral, não foram encontradas relações significativas estatisticamente entre variáveis de performance corporativa e variáveis *proxy* de ativos intangíveis. Mesmo considerando o ruído de variáveis *proxy* e outras possíveis limitações metodológicas, os resultados encontrados em pesquisas anteriores não têm estabelecido relações economicamente fortes e estatisticamente relevantes entre performance corporativa e ativos intangíveis.

Para Reina e Ensslin (2011), as pesquisas científicas nacionais sobre ativos intangíveis têm um maior enfoque com base na perspectiva estratégica, com base nas definições de Marr (2005), enquanto o segundo lugar ficou com a perspectiva contábil. No cenário internacional, essas autoras encontraram que as pesquisas estão enveredadas, em primeiro lugar, na perspectiva da Estratégia, enquanto o segundo lugar ficou com a perspectiva financeira. Nesse sentido, a presente pesquisa consegue dialogar com os resultados encontrados por Reina e Ensslin (2011), uma vez que os termos-chave mais recorrentes citados pelos analistas financeiros pesquisados estão vinculados à perspectiva da Estratégia, tais como “Missão” e “Estratégia”, ou seja, seguindo as definições das subcategorias de ativos intangíveis definidas nesta tese, o capital estrutural recebeu maior ênfase dos *experts* de mercado.

Inicialmente, a inter-relação desses achados com os resultados reportados nesta pesquisa pode parecer contra-intuitiva, em comparação às evidências empíricas internacionais e em relação à teoria que embasou essa temática. Isso se justifica na medida em que a teoria do *resource-based view* pressupõe que a criação de valor corporativo ocorre, essencialmente, por meio dos ativos intangíveis. Seguindo essa linha de argumentação, seria possível inferir que o ativo intangível não é valorizado ou não gera valor corporativo no cenário brasileiro e, por isso, os analistas financeiros não os levam em consideração em suas recomendações de investimentos?

Para interpretar o mercado acionário brasileiro é importante ressaltar que existem acentuadas assimetrias de informações, baixa liquidez e alta concentração de mercado (LEAL, 2008). Conseqüentemente, espera-se que haja divergências entre os achados internacionais e os resultados do cenário nacional, uma vez que o contexto brasileiro é bastante particular nesse sentido. Além disso, em relação aos analistas financeiros, devem-se acrescentar dois fatos principais que contribuem para os achados desta pesquisa e com as evidências empíricas anteriores. São eles: 1) os conflitos de interesses podem despontar em pontos agravantes na avaliação de ativos intangíveis pelos analistas financeiros, seja porque não há padronização para evidenciá-los (LEV, GU, 2016) ou porque sua precificação é naturalmente mais complexa (GU; WANG, 2005) e 2) em mercados emergentes as assimetrias de informações são mais acentuadas (ELBANNAN, 2013), em especial no Brasil (LEAL, 2008), portanto, seguir com a tentativa de avaliá-los pode constituir problemas que refletem na acurácia, na precisão e na reputação desses analistas (GU; WANG, 2005), em particular daqueles que recomendam empresas listadas na B3.

Na abordagem quantitativa por análise de conteúdo, os resultados desta pesquisa sugerem que os analistas financeiros levam em consideração os ativos intangíveis em seus relatórios de recomendações de investimentos. Especificamente, os ativos intangíveis enfatizados em suas análises estão vinculados aos ativos intangíveis estruturais, ou seja, aos ativos intangíveis que gerados internamente. Conforme já sinalizado pela literatura (ver Ramnath, Rocke Shane, 2008, Bradshaw, 2011 e Lev, Gu, 2016), para coletar essas informações os analistas recorreriam a informações acessórias, tais como reuniões com CEOs e CFOs das empresas objeto de suas análises.

É importante ressaltar que os resultados reportados passaram por testes que buscaram atender aos critérios de verificabilidade e confiabilidade na análise de conteúdo. Desse modo, a verificabilidade dos resultados está descrita nas subseções 4.1.2 e 4.1.3, enquanto, para a confiabilidade, foram adotados os testes de percentual de concordância, de Brennan e Prediger, Cohen/Conger's Kappa, Fleiss' Kappa, Gwet's e alfa de Krippendorff.

Todos os testes indicaram que o grau de confiabilidade das categorias foi leve, a um intervalo de confiança de cerca de 90%. Esse resultado é justificado devido à heterogeneidade e ao número reduzido de empresas que compuseram a amostra analisada. Não obstante, esse resultado não invalida os achados reportados nesta pesquisa, uma vez que o teor dessa etapa é eminentemente exploratório e não foi utilizado em análises quantitativa posterior. Sua finalidade é apenas explorar sumariamente a incidência de termos relacionados aos ativos intangíveis nos relatórios dos analistas financeiros que recomendaram empresas listadas na B3. Além disso, ressalta-se que todas as três categorias de ativos intangíveis têm correlação forte entre si a 1% (matriz de correlação não reportada).

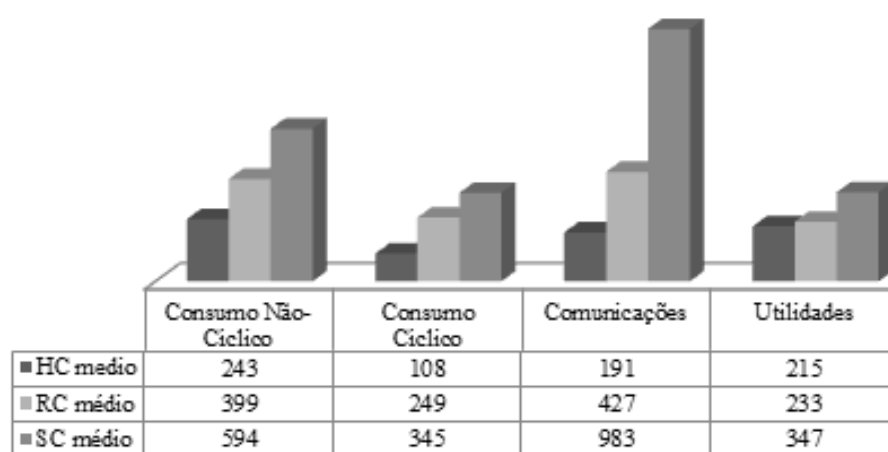
Adicionalmente, destaca-se como limitação da amostra coletada que, apesar da distribuição relativa das categorias dos ativos intangíveis ter sido constante ao longo do período analisado, em termos absolutos, foi verificado um decréscimo contínuo e acentuado do número total de *hits* entre 2014 a 2016. Isso também foi refletido em termos de número de páginas dos relatórios que, em 2014, era de cerca de 7.861, enquanto em 2016 era de 3.600 páginas e isso, conseqüentemente, refletiu em um número menor de relatórios no mesmo período.

4.1.2 Análise de conteúdo em termos setoriais

As análises desenvolvidas em nível setorial têm como finalidade explorar o comportamento da frequência relativa das palavras-chave e das categorias de ativos intangíveis por meio do agrupamento de empresas que apresentam características semelhantes com relação ao seu ramo de atividade. Para Previt et al (1994) e Lev e Gu (2016), existem setores que são mais propensos a inovações que outros, assim como existem setores que são intangíveis-intensivos. No Brasil, isso também foi verificado em nível setorial em Longhini et al (2018).

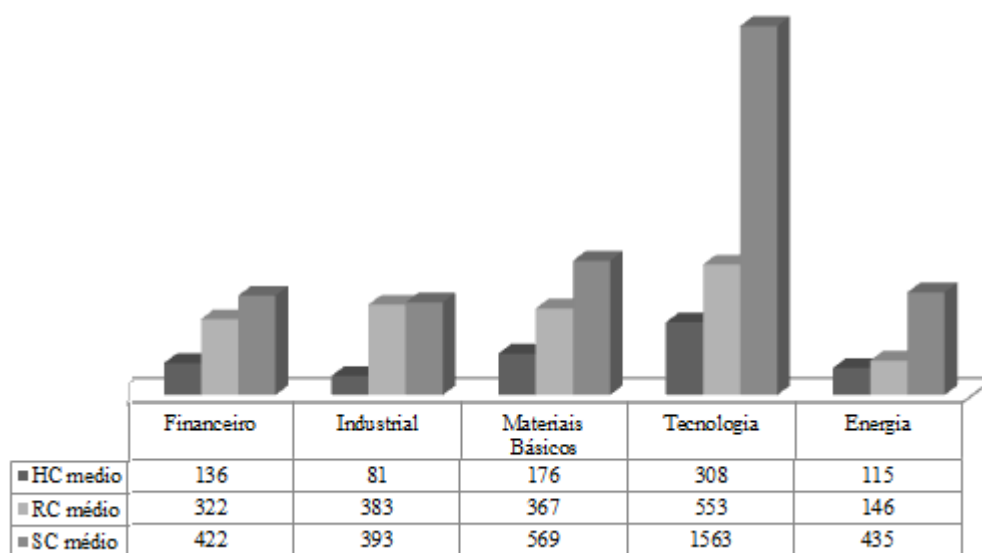
Na amostra desta pesquisa nove setores da B3 estão presentes na amostra. A distribuição está organizada da seguinte maneira: 41% pertencem ao setor de consumo não-cíclico, 18% a consumo cíclico, 5% a comunicação, 9% a utilidades, 14% a financeiros, 5% a industrial, 5% a materiais básicos, 2% a tecnologia, 2% a energia. Como forma de padronizar a distribuição setorial, foi calculado o número médio de *hits* por setor. Os valores referentes a cada um dos nove setores e a cada uma das três categorias de ativos intangíveis estão ilustrados no Gráfico 3.

GRÁFICO 3 - Descrição da análise de conteúdo setorial por categoria e por ano



(Continua)

(Conclusão)



Fonte: Elaborado pela autora com base nos coletados.

Em alinhamento aos resultados encontrados anteriormente, no Gráfico 3 observa-se que a categoria de ativos intangíveis estruturais apresentou maior incidência de *hits* totais por setor, seguida pela de ativos intangíveis relacionais e, por último, pela a de ativos humanos. É interessante perceber que, no setor industrial, a incidência de *hits* foi muito próxima entre ativos intangíveis estruturais e relacionais, ao passo que, no setor de tecnologia, a maior incidência total de *hits* foi essencialmente em ativos estruturais. Em específico, o setor de tecnologia é tido como um setor intangível-intensivo e, como tal, era esperado que apresentasse maior incidência de *hits*, dado que sua atividade operacional está relacionada intrinsecamente à criação de valor por meio de ativos intangíveis (PREVITS et al, 1994; GU; WANG, 2005; LEV; GU, 2016). Além disso, estão incluídas, como palavras-chave de ativos estruturais, intangível, patentes e *softwares*, dentre outros.

No Gráfico 4 estão apresentadas, separadamente por setor, as frequências relativas das palavras-chave mais significativas em cada uma das três categorias de ativos intangíveis. Nele podem ser observados alguns refinamentos das análises gerais e das análises por categoria e ano setoriais.

Novamente, em linhas gerais verifica-se que as análises encontradas no Gráfico 2 foram repetidas no Gráfico 4, ou seja, as análises das empresas em conjunto refletem as análises em nível setorial. Em particular, é possível identificar, no Gráfico 4, que algumas palavras-chave foram incluídas na análise. Dentre elas, verifica-se, para a categoria de ativos intangíveis estruturais, reportadas no Gráfico 4.1, que foi incluída a palavra *backlog*, impulsionada pelos setores industriais e de tecnologia,

enquanto na categoria de ativos intangíveis relacionais, reportada no Gráfico 4.2, foi incluída a palavra *software*, impulsionada pelo setor de tecnologia.

Em tradução livre, os significados desses dois termos estão relacionados aos prazos de entrega e a programas de computador, respectivamente. Portanto, sugere-se que os analistas financeiros citam, de forma particular, esses dois termos como forma de embasar suas recomendações de investimentos para empresas que pertencem aos setores industrial e de tecnologia. Isso pode sinalizar uma tendência imposta aos analistas de se referir às atividades desenvolvidas nesses setores de forma especial, de modo que se faz necessário empregar palavras-chave diferenciadas para compreender, analisar e recomendar as empresas que operam nesses segmentos econômicos.

Diante do exposto, os resultados reportados em nível setorial estão alinhados com as análises desenvolvidas na subseção 4.1.1. Em especial, setores intangível-intensivos, como o de tecnologia, adicionaram ao rol de palavras-chave mais significativas termos como *backlog* e *software*. Esses resultados sugerem a necessidade de se proceder análises em nível setorial, uma vez que a heterogeneidade entre empresas, quando analisadas conjuntamente, pode negligenciar possíveis efeitos de setores intangível-intensivos.

4.1.3 Repetição das etapas anteriores

Esta etapa busca atender ao critério de verificabilidade da análise de conteúdo. O seu objetivo é verificar se os resultados das etapas anteriores se repetem, mesmo adotando outra estratégia de seleção de texto, diferente da anterior. Nesse caso, a estratégia adotada foi a de excluir as páginas e, conseqüentemente, o volume de texto relacionado à evidência obrigatória de informações relacionadas à independência da avaliação e outras exigibilidades determinadas pela APIMEC. Dado que esses dados não variaram significativamente, em termos de volume textual e palavras utilizadas, optou-se por excluí-las por considerar que elas não fazem parte do relatório em si dos analistas financeiros em relação às empresas avaliadas, ou seja, essas seções existem para cumprir com formalidades exigidas pelos órgãos de regulamentação de atuação profissional.

Em todos os seus aspectos relevantes, os resultados encontrados na etapa 4.1.1 e 4.1.2 permaneceram constantes, mesmo após a retirada dessas seções. Destaca-se que a palavra-chave que mais sofreu alterações foi “*employee*”, uma vez que ela era continuamente citada na seção retirada, que fazia menção aos empregados da corretora para qual o analista *sell-side* trabalhava, em especial citando que não havia relações entre eles e a empresa avaliada.

GRÁFICO 4 - Descrição relativa setorial da análise de conteúdo por palavra-chave mais significativa

Gráfico 4.1 - Ativo Estrutural

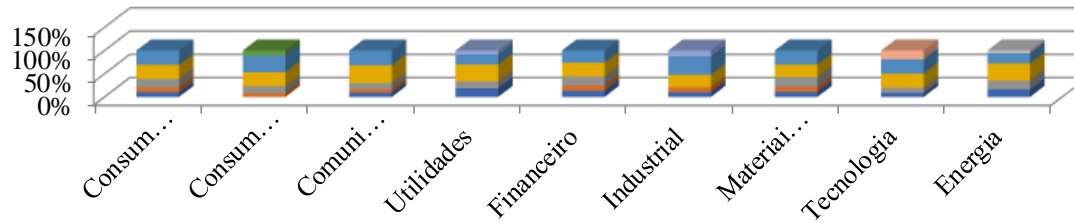


Gráfico 4.2 - Ativo Relacional

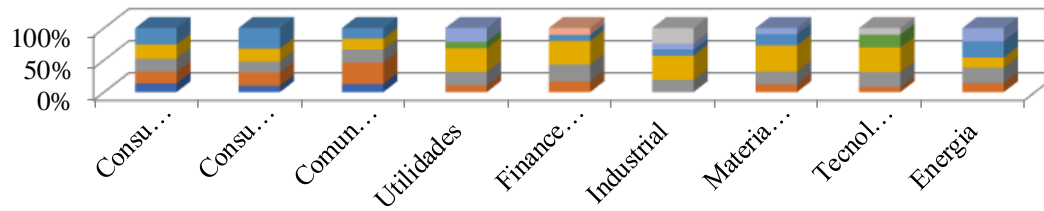
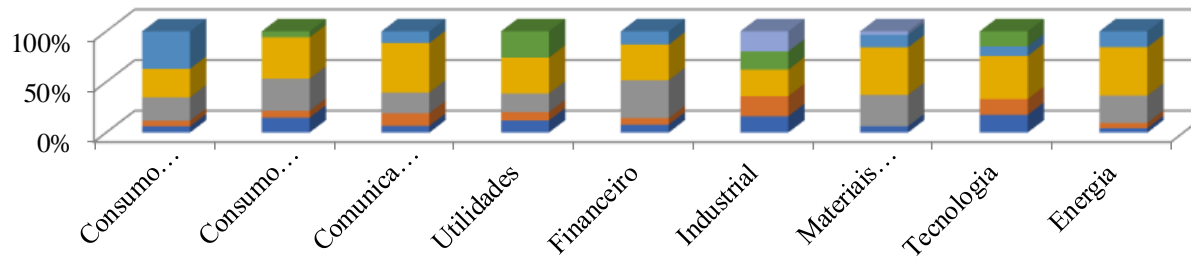


Gráfico 4.3 - Ativo Humano



Fonte: Elaborado pela autora com base nos coletados.

4.2 RESULTADOS DA ABORDAGEM QUANTITATIVA ECONÓMETRICA

A segunda etapa da análise de dados perseguiu uma abordagem quantitativa desenvolvida por meio da análise de modelos de regressão por dados em painel. Os tópicos estão organizados da seguinte maneira: 4.2.1 Estatística Descritiva; 4.2.2 Análise de Regressão; 4.2.3 Testes de Robustez.

4.2.1 Estatística descritiva

Usualmente, iniciam-se as análises quantitativas de dados pela estatística descritiva. Nessa etapa, o pesquisador consegue apresentar informações exploratórias dos dados coletados, de modo que passa a ser possível não somente compreender o seu comportamento, como também antecipar algumas evidências sobre o tema pesquisado e, assim, compará-los com pesquisas anteriores.

Na Tabela 1 mostram-se alguns dados exploratórios dos analistas financeiros. Em particular, demonstra-se a estatística descritiva da quantidade de analistas financeiros que recomendaram compra (*tot_buy_rec*), venda (*tot_sell_rec*) e manutenção (*tot_hold_rec*) de títulos negociados na B3, bem como o número total de analistas seguindo empresas (*tot_analyst_rec*). Adicionalmente, na Tabela 1 se evidenciam o *rating* de consenso das recomendações (*eqy_rec_cons*) e o esforço dos analistas (*effort*).

TABELA 1 - Estatística descritiva dos analistas financeiros

	<i>eqy_rec_cons</i>	<i>tot_hold_rec</i>	<i>tot_sell_rec</i>	<i>tot_buy_rec</i>	<i>tot_analyst_rec</i>	<i>effort</i>
Nro	811	982	982	982	982	1098
Mean	3.77	3.86	0.96	4.52	9.34	35.62
DP	0.78	3.51	1.78	4.05	6.60	30.94
min	1	0	0	0	0	4
máx	5	18	14	19	27	191
p25	3.33	1	0	1	3	19.8
p50	3.85	3	0	4	9	26.03
p75	4.33	6	1	7	15	34.47

Observação: As siglas significam: nro = número de observações; mean = média; DP = desvio-padrão; min = valor mínimo; máx = valor máximo; p25 = primeiro quartil; p50 = mediana; p75 = terceiro quartil. As variáveis reportadas são: *eqy_rec_cons* = rating de consenso das recomendações dos analistas, que variam de 1, forte venda, a 5, forte compra; *tot_buy_rec* = total de analistas que recomendaram compra; *tot_sell_rec* = total de analistas que recomendaram venda; *tot_hold_rec* = total de analistas que recomendaram manter; *tot_analyst_rec* = total de analistas seguindo empresas; *effort* = esforço dos analistas.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados coletados.

Pelos dados da Tabela 1, observa-se que, em média, e durante o período analisado, um maior número de analistas financeiros recomendaram a compra e a manutenção de ações. Os valores de máximo dessas variáveis reforçam esse argumento. Além disso, a média do *rating* de recomendação

também suporta essa interpretação, na medida em que o valor de 3,77 está próximo do *rating* 3, que é de manter, e de 4, que é recomendação de compra.

Sobre isso, McNichols e O'Brien (1997), Ljungqvist et al (2007) e Ramnath, Rock e Shane (2008) discutem que há anos é sabido, pelos participantes do Mercado de Capitais, que os analistas são relutantes em recomendar a venda de ações em decorrência de possíveis represálias que eles(as) possam receber, seja de seu empregador, de seus clientes (principalmente o analista *buy-side*) ou da companhia avaliada. Bradshaw (2011) concorda, afirmando que é, de certo modo, compreensível que os analistas recomendem mais frequentemente a compra ou a manutenção de títulos em consequência de seu ambiente de atuação embutir uma miríade de conflitos de interesse. Além disso, caso os analistas tenham errado em suas previsões, a recomendação de venda é o único caso que não há como reverter, pois a perda já foi realizada. Portanto, esse fato é um indício inicial de que os analistas financeiros que recomendam ações e avaliam companhias abertas listadas na B3 podem ter apresentado viés otimista em suas previsões, durante o período abrangido nesta pesquisa.

No Brasil, encontrar viés otimista nas previsões dos analistas financeiros não seria considerado um resultado inesperado. Esse viés foi evidenciado em Lima Júnior (2017), Martinez (2011) e Franco (2002) para o contexto nacional.

Adicionalmente, considera-se importante reportar que, apesar das diferenças metodológicas de ambas as pesquisas, os resultados reportados na Tabela 1 para o número de analistas seguindo companhias abertas brasileiras foi menor do que os valores apresentados em Lima e Luca (2016). Nesta tese, o valor médio e da mediana de cobertura dos analistas foi de, aproximadamente, nove, enquanto na pesquisa citada foi de 12. Base de dados divergentes, períodos amostrais diferentes e critérios de seleção de empresas distintos podem ter contribuído para isso.

Em relação à variável esforço, considera-se importante mencionar que, durante o seu cálculo e considerando todas as companhias da amostra inicial, foi verificado que, em média, cada analista seguia cerca de 23 empresas de setores diferentes, com máximo de 145 empresas, em uma corretora estrangeira, e de 105 em uma corretora brasileira. Em relação a corretoras que têm analistas seguindo mais de 50 empresas, observou-se que isso foi uma prática identificada principalmente em corretoras brasileiras habilitadas a recomendar ativos negociados na B3. Esses resultados podem indicar um possível acúmulo de funções, excesso de trabalho ou, mesmo, que os analistas não teriam tanto tempo a dedicar suas análises para a detecção de valor dos ativos intangíveis.

Na Tabela 1 também é possível identificar que a estrutura dos dados é desbalanceada, conforme indicam as diferenças de valores no número de observações. Essa característica da base de dados já era esperada porque se pretendeu investigar empresas que foram, são ou se tornaram de capital aberto

durante o período de 2010 a 2016, com o objetivo de tentar contornar possíveis problemas de viés de sobrevivência amostral.

Além das características gerais dos analistas financeiros, buscou-se explorar descritivamente qual a direção da correlação dessas características com as cinco variáveis *proxy* de ativos intangíveis, que foram propostas nesta tese. Conforme pode ser observado na Tabela 2 (ver Apêndice 3), a variável “ativos intangíveis”, que faz referência aos intangíveis evidenciados no Balanço Patrimonial, apresentou correlação positiva e significativa com número de analistas, e negativo e significativo com acurácia, conforme previsto pelas evidências empíricas. A variável “gastos com P&D” não apresentou dados suficientes, sendo descartada das análises doravante. Também apresentou correlações positivas e significativas com cobertura de analistas a variável “número de empregados”. Sobre esse último dado, como número de empregados é uma variável *proxy* de capital humano, Antunes e Leite (2008) evidenciaram que os analistas brasileiros tendem a enfatizar a importância desse tipo de intangível para a criação de valor corporativo.

As informações apresentadas pela estatística descritiva podem antecipar alguns possíveis resultados nas estimações das regressões. Como não houve correlações significativas estatisticamente entre três das cinco variáveis *proxy* de ativos intangíveis com as variáveis de características dos analistas financeiros, é possível que isso refletir nas análises de regressão de dados em painel.

Como análises complementares, foram realizadas as correlações entre as características dos analistas financeiros e as seis variáveis de performance corporativa, conforme apresentado na Tabela 2 (ver Apêndice 3). Para cobertura de analistas, por exemplo, todas as variáveis de desempenho da firma foram significativas estatisticamente a 1%, sendo o direcionamento da correção positivo, exceto para *turnover*, que foi negativo. Para erro de previsão, apenas as variáveis “lucratividade” e “*market-to-book*” apresentaram valores positivos e com significância estatística a 5%. E, por fim, para acurácia, apenas as variáveis “*market-to-book*” e “*ROF*” apresentaram correlações significativas a 1% a 10% respectivamente, porém, negativas.

Após esse exame inicial da base de dados, realizaram-se as estatísticas descritivas das variáveis a serem estimadas no modelo de regressão, conforme evidenciado na Tabela 3.

TABELA 3 - Estatística descritiva das variáveis dependentes e independentes.

	Obs	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	p25	p50	p75
NUM	982	0.87	0.39	0	1.4	0.60	1	120.41
FE	671	-0.23	2.65	-6.01	1.30	-0.07	-0.02	0.0007
AC	822	0.040	0.22	0	3.97	0.004	0.01	0.02
AI	1866	0.16	0.21	0	0.91	0.004	0.06	0.26
PAT	440	0.84	0.71	0	2.98	0.30	0.7	1.33
EMP	1004	3.54	0.74	0.70	6.20	3.08	3.52	4.06
MKT	705	0.079	0.09	0	.6116437	0.017	0.04	0.10
EFF	1098	-3.56	30.95	-191	-4	-3.45	-2.60	-19.8
EBT	1920	0.086	0.23	-5.07	5.55	0.05	0.09	0.14
TAM	1535	6.08	0.98	0.18	1.02	5.4	6.22	6.74
MTB	1496	5.00	40781.32	4.21	849335.6	6.25	1.18	2.5
ROI	1626	-2.33	1.12	-40951.29	4689	-0.04	0.67	2.41
TUR	4172	0.61	0.49	0	1	0.002	1	1

Observação: As abreviações significam - Cobertura de analistas (NUM), Erro de previsão (FE), Acurácia (AC), Ativos intangíveis (AI), Gastos com P&D (PED), Número de patentes (PAT), Número de empregados (EMP), Despesas com *marketing* (MKT), Esforço (EFF), Lucratividade (LUC), Tamanho (TAM), *Market-to-book* (MTB), ROI (ROI), *Turnover* (TUR), Obs = número de observações.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados coletados.

A estatística descritiva das variáveis referentes às características dos analistas financeiros está alinhada com os dados reportados na Tabela 1. Em particular, a variável erro de previsão mostrou valor médio negativo, o que reforça o argumento de que os analistas financeiros podem apresentar viés otimista em suas avaliações. Isso porque o cálculo dessa variável considera como erro de previsão a diferença entre o lucro por ação observado em relação ao previsto pelo analista, ou seja, caso a previsão tenha sido maior do que foi observado, o valor dessa variável passa a ser valor negativo. Ressalta-se que a previsão reportada na Tabela 3 é a do mês de dezembro, ou seja, a mais atual emitida pelo analista antes do encerramento do período.

Em relação às variáveis *proxy* de ativos intangíveis, é possível identificar na Tabela 3 que, em média, os ativos intangíveis evidenciados nas demonstrações financeiras corresponderam a 16% dos ativos totais, com valores máximos de 91%. Por outro lado, as despesas com *marketing* representaram, em termos médios, 8% dos ativos totais e valor máximo de 10%. A variável “número de patentes” e “número de empregados” está em logaritmo natural, mas, ao analisar seus valores em nível (ou calculando o *antilog*), foi possível identificar que o número médio de patentes foi de 29, com valor máximo de 958, ao passo que o número médio de empregados foi, de aproximadamente, 14 mil, com valor máximo de aproximadamente um milhão e meio. O valor mínimo foi de 5.

No tocante às variáveis de desempenho corporativo, os dados da Tabela 3 evidenciam que a lucratividade, medida pelo EBITDA, representou, em média, aproximadamente 8% dos ativos totais. A rentabilidade média, medida pelo ROI, foi negativa. Na variável *turnover* foi realizada uma padronização e, pela estatística descritiva, a partir do terceiro percentil, o valor foi igual a 1. Os valores de esforço são sempre negativos devido à sua definição. Além disso, na Tabela 2 é possível identificar valores com altos desvios-padrões, a exemplo da variável *market-to-book*, mas isso era esperado. Como existem, na amostra, companhias com valor de mercado muito superior ao seu valor contábil, isso refletiu na heterogeneidade dessa variável na base de dados utilizada. Como é atribuído ao *market-to-book* um forte indício de criação de valor pelos ativos intangíveis (LEV, 2001), e os analistas financeiros em mercados emergentes são sensivelmente impactados por ele (MOSHIRAN; NG; WU, 2009), optou-se por não *winsorizar* essa variável.

De posse dos resultados apresentados, verificou-se que eles são, de modo geral, heterogêneos. Essa heterogeneidade se revelou tanto nas estatísticas descritivas das variáveis *proxy* de ativos intangíveis, como nas variáveis de desempenho corporativo. Nesse sentido, percebe-se que os analistas financeiros que recomendam ativos listados na B3 lidam com companhias bastante heterogêneas entre si, o que pode fazer com que avaliá-las constitui um desafio, sobretudo quando são acompanhadas várias delas simultaneamente.

4.2.2 Análise de Regressão por dados em painel

Antes de proceder às análises da abordagem quantitativa econométrica, é importante esclarecer que, nas Tabelas, a seguir foram realizados três testes para verificar o painel mais adequado para estimação dos modelos. São eles: 1) o teste de chow, que testou a hipótese nula do modelo *pooled* contra efeitos fixos; 2) o teste de breusch-pagan, que testou a hipótese nula do modelo *pooled* contra painel de efeito aleatório; e, por fim, 3) o teste de hausman, que testou a hipótese nula de efeitos aleatórios contra painel de efeitos fixos.

Após a realização desses testes, as estimações mais adequadas para o Painel A e para o Painel C foram as regressões em dados em painel com efeitos fixos, enquanto para o Painel B foi com efeitos aleatórios. Destaca-se também que os valores reportados nas tabelas a seguir são estimações robustas à heterocedasticidade e autocorrelação. Para tornar esses modelos robustos, foi necessário incluir um AR(1) nos resíduos e foi utilizado o estimador *feasible generalized least squares* (FGLS) no Painel A e no Painel C. No Painel B, por outro lado, não foi detectada autocorrelação nos resíduos, portanto as regressões estimadas foram robustas à heterocedasticidade por meio de uma matriz de variância

assintótica. Não foram identificados problemas de multicolinearidade nos modelos, visto que todos os testes *variation inflation factor* (VIF) apresentaram valores menores que 1,3.

Conforme mencionado na seção 2.6, cada hipótese desta tese está vinculada a uma equação de regressão principal que é referente às análises da etapa *quanti*. Dessa forma, na Tabela 4 evidenciam-se os resultados estimados para cada uma das três equações de regressões propostas: modelo de equação 1, referente à hipótese 1, reportada no Painel A; modelo de equação 2, referente à hipótese 2, reportada no Painel B, e modelo de equação 3, referente à hipótese 3, reportada no Painel C. Com exceção do número de empregados, que apresentou correlação positiva apenas com cobertura e tem código A3, os demais códigos (A1, A2, B1, B2, C1 e C2) são referentes às estimações que utilizaram como variável *proxy* de intangíveis os ativos intangíveis reportados no Balanço Patrimonial, representado pelo número 1 após a letra do Painel de referência, e o número de patentes, representado pelo número 2. Para evitar possíveis problemas de multicolinearidade, optou-se por não incluir as duas variáveis *proxy* de ativos intangíveis no mesmo modelo de regressão. Como nota adicional, aponta-se que as variáveis *proxy* remanescentes de intangíveis não foram incluídas nas análises porque não apresentaram correlações significantes estatisticamente com nenhuma das variáveis relacionadas às características dos analistas já na matriz de correlação.

Ao iniciar as análises pelas variáveis *proxy* de ativos intangíveis, percebe-se, na Tabela 4, que os ativos intangíveis não apresentaram relações significantes estatisticamente com nenhuma das características dos analistas financeiros. Ao retomar as argumentações teóricas de Lev (2001), Zingales (2000), Stewart (1998) e Sveiby (1997), dentre outros, esse resultado parece ser contra-intuitivo. Por outro lado, para o contexto brasileiro, em outras pesquisas empíricas não foram encontradas relações significativas entre variáveis *proxy* de ativos intangíveis e variáveis de desempenho corporativo, por exemplo. Dentre os trabalhos que investigaram esse tema, destacam-se Miranda et al (2013), Santos et al (2014), Nascimento et al (2012), Carvalho, Kayo e Martin (2010). Desse modo, os resultados reportados na Tabela 4 são contemporâneos das evidências empíricas nacionais, uma vez que evidenciaram ausência de relações significantes entre ativos intangíveis e características dos analistas financeiros.

TABELA 4 - Análises dos modelos de regressão para todas as empresas da amostra

	Prev	Painel A			Prev	Painel B		Prev	Painel C	
		(A.1)	(A.2)	(A.3)		(B.1)	(B.2)		(C.1)	(C.2)
Ativos Intangíveis	+	0.019 (0.031)			+	0.046 (0.141)		-	-0.002 (0.002)	
Número de Patente	+		0.007 (0.008)		+		0.006 (0.021)	-		0.000 (0.000)
Número de Empregados	+			0.0239*** (0.008)	+			-		
Esforço	-	0.003*** (0.000)	0.004*** (0.001)	0.003*** (0.000)	+	0.007 (0.005)	-0.002 (0.003)	-	1.79e-06 (0.000)	-0.000*** (0.000)
Lucratividade	+	0.183*** (0.051)	0.125 (0.079)	-0.049 (0.061)	-	0.856** (.374)	1.656*** (0.477)	+	-0.018*** (0.003)	-0.011*** (0.002)
Tamanho	+	0.163*** (0.013)	0.064*** (0.014)	0.15*** (0.014)	-	0.161** (0.073)	0.055 (0.042)	+	-0.003*** (0.001)	-0.003*** (0.001)
Market-to-Book	+	1.96e-06* (1.20e-06)	-7.46e-07 (2.58e-06)	1.49e-06*** (5.48e-07)	+	-0.000* (6.98e-06)	-7.92e-06 (6.05e-06)	-	-8.64e-08** (3.70e-08)	-3.15e-07*** (9.58e-08)
ROI	+	-9.02e-06 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-	0.000** (0.000)	0.000** (0.000)	+	2.55e-07 (1.76e-06)	-4.97e-06 (5.80e-06)
Liquidez	+	-0.154*** (0.022)	-0.236 (0.203)	-0.154*** (0.038)	-	-0.008 (0.267)	6.554* (3.303)	+	0.005 (0.013)	1.507*** (0.217)
Constante		0.074 (0.086)	0.804 (0.101)	0.128 (0.091)		-1.133** (0.454)	-0.725** (.338)		0.034*** (0.005)	0.025 (0.006)
AR(1)		0.689	0.737	0.594					0.910	0.686
Número de Observações		879	322	518		650	253		762	292
Wald chi ²		419.80	80.67	277.04		36.85	49.83		74.79	130.96
Prob > chi ²		0.000	0.000	0.000		0.000	0.000		0.000	

Obs: Os asteriscos *, ** e *** referem-se aos níveis de significância estatísticos de 10%, 5% e 1%, respectivamente. Os valores entre parênteses são os erros-padrões. O Painel A reporta à estimação da hipótese 1, e as siglas A1, A2 e A3 referem-se às três variáveis *proxy* de intangíveis contábeis. De mesmo modo, o Painel C e o B vinculam-se à segunda e à terceira hipóteses de pesquisa, sendo B1 e B2, bem como C1 e C2, as estimações considerando apenas duas variáveis *proxy* de intangíveis. A abreviação “prev” significa previsão e mostra o sinal esperado. As estimações dos painéis A e C têm efeitos fixos e são robustos a heterocedasticidade e autocorrelação, e o Painel B tem efeito aleatório e os erros-padrões são robustos a heterocedasticidade.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados coletados.

Na Tabela 4 é possível identificar que A.3 foi positiva e significativa estatisticamente. Nessa regressão foi considerada como a principal variável de análise a *proxy* de intangível referente ao capital humano. No entanto, sugere-se que essa variável pode estar mais relacionada ao tamanho da empresa do que ao conceito de capital humano. Como essa variável mede o número de empregados de uma companhia, pode-se deduzir que as maiores companhias terão maior número de empregados, e não necessariamente mais investimentos em formação de capital humano. Essa constatação é reforçada ao se observar que na matriz de correlação essa variável foi fortemente correlacionada com a variável *proxy* de tamanho, tanto em termos de significância estatística, como em termos de magnitude econômica.

No tocante às variáveis de desempenho da firma, alguns resultados coincidiram com os sinais esperados pela literatura, enquanto outros não. Por exemplo, a variável “esforço” foi negativa e significativa estatisticamente com acurácia da previsão dos analistas, ou seja, quanto maior o esforço demandado para avaliar uma empresa, menor foi a acurácia. No entanto, essa variável tem coeficiente muito pequeno, portanto, pode não ser considerada como economicamente relevante. Em sentido contrário, a variável “esforço” está positivamente correlacionada com cobertura de analistas, a 1% de significância. No contexto brasileiro, isso pode ser compreendido na medida em que as assimetrias informacionais locais, por vezes, podem ser consideradas entraves para coletar informações corporativas de qualidade, o que dificulta o seu trabalho e, assim, demandam maior esforço em diferenciar suas recomendações das dos demais analistas de mercado. Além disso, entre as corretoras para as quais os analistas trabalham pode existir algum esquema de incentivo que recompense os analistas que seguem mais empresas, o que, conseqüentemente, aumentaria o seu esforço em avaliá-las adequadamente.

As variáveis “lucratividade” e “tamanho” corresponderam às expectativas de sinal esperado no Painel A, porém, divergiram a do que era esperado no Painel B e no Painel C. Embora no Painel C os coeficientes tenham sido pequenos, no painel B é possível identificar que “lucratividade” e “tamanho” impactam positivamente com o erro de previsão dos analistas. Isso pode ser justificado na medida em que essas variáveis se referem às companhias com estruturas organizacionais mais complexas, seja porque apresentam maior valor de mercado e, conseqüentemente, maior pluralidade de canais de captação de investimentos externos, ou porque a lucratividade de seus negócios seja originada de diversos segmentos econômicos. Portanto, deduz-se que analisá-las pode constituir uma atividade difícil que, por vezes, pode induzir os analistas ao erro em suas previsões de investimento.

A variável *market-to-book* apresentou sinal esperado no Painel A e no Painel C. Nesse sentido, percebe-se que também é verificado no Brasil que o *market-to-book* impacta na cobertura e na acurácia das previsões dos analistas. Moshiran, Ng e Wu (2009) destacaram que as recomendações dos analistas são sensíveis a essa variável. Além disso, como *market-to-book* refere-se a um índice que mede em quantas vezes o valor de mercado da empresa supera seu valor contábil, essa variável pode se

caracterizar como um termômetro para os analistas identificarem ações sobreavaliadas. Para Barth, Kasznik e McNichols (2001), identificar ações sobre ou subavaliadas é uma das especialidades dos analistas financeiros.

Na Tabela 4, a variável “liquidez” apresentou sinal oposto ao esperado, isto é, a relação entre liquidez e cobertura dos analistas foi negativa. Possivelmente, os analistas podem preferir seguir empresas com menor liquidez, já que essas opções de ativos seriam menos óbvias de serem recomendadas ou seguidas por investidor comum. Ao evitar o previsível, o analista não só conseguiria agregar maior valor preditivo às suas recomendações, como também maior acurácia em suas previsões, conforme evidenciado no Painel C. Por fim, a variável ROI apresentou significância estatística apenas no Painel B, sendo seu coeficiente fraco economicamente.

As análises apresentadas em referência aos valores exibidos pela Tabela 4 mostraram o relacionamento entre as variáveis *proxy* de ativos intangíveis e de performance corporativa com as características dos analistas financeiros considerando todas as empresas da amostra. Contudo, nas hipóteses de pesquisa propostas nesta tese, foram enfatizadas as companhias intangível-intensivas. Nesse sentido, na Tabela 5 apresentam-se as mesmas estimações dos modelos de regressões da Tabela 4, com a diferença de que foi criada uma variável *dummy* para definir companhias intangível-intensivas. Essa variável se baseou na mediana dos ativos intangíveis evidenciados nos Balanços Patrimoniais e foi criada da seguinte maneira: valores acima da mediana assumem valor 1 e designam companhias intensivas em intangíveis, e assumem valor 0 para valores abaixo da mediana. Em inglês, isso é conhecido como *rule of thumb*. Ao realizar essa separação, foi identificado que aproximadamente 77% da amostra era constituída de empresas intangível-intensivas.

É possível identificar que os resultados apresentados na Tabela 5 são consistentes, em todos os seus aspectos relevantes, com os resultados apresentados na Tabela 4. Resumidamente, isso significa que os ativos intangíveis não apresentaram influências significantes, em termos estatísticos, nas características dos analistas financeiros quanto à cobertura, ao erro de previsão e à acurácia. Esse padrão se repete, inclusive, em companhias intangível-intensivas. Consequentemente, todas as hipóteses de pesquisa foram rejeitadas.

No entanto, isso não sugere que os ativos intangíveis não exercem influência nos analistas financeiros no contexto do mercado acionário brasileiro. Conforme encontrado na abordagem quantitativa por análise de conteúdo, esses profissionais dissertam sobre os ativos intangíveis em seus relatórios de avaliação de empresas. Possivelmente, os analistas consideram que os ativos intangíveis sejam relevantes em suas análises, porém, não lhes atribuem valor, em termos monetários, ou em qualquer outra escala métrica, porque esses ativos são mais complexos de serem avaliados. Além disso,

TABELA 5 - Análises dos modelos de regressão para empresas intangível-intensivas

	Prev	Painel A			Prev	Painel B		Prev	Painel C	
		(A.1)	(A.2)	(A.3)		(B.1)	(B.2)		(C.1)	(C.2)
Ativos Intangíveis	+	0.009 (0.036)			+	0.306 (0.203)		-	0.001 (0.001)	
Número de Patente	+		0.002 (0.009)		+		0.002 (0.019)	-		-0.001 (0.000)
Número de Empregados	+			0.025** (0.010)	+			-		
Esforço	-	0.003*** (0.000)	0.004*** (0.001)	0.003*** (0.000)	+	0.007 (0.005)	-0.002 (0.003)	-	-1.83e-06 (0.000)	-0.000*** (0.000)
Lucratividade	+	0.181*** (0.050)	0.132* (0.079)	-0.024 (0.064)	-	0.709* (0.407)	1.687*** (0.463)	+	-0.014*** (0.003)	-0.02*** (0.005)
Tamanho	+	0.134*** (0.013)	0.071*** (0.016)	0.132*** (0.016)	-	0.213** (0.095)	0.038 (0.038)	+	-0.003*** (0.001)	-0.002** (0.001)
<i>Market-to-Book</i>	+	2.73e-06*** (1.05e-06)	-4.12e-07 (2.67e-06)	1.80e-06*** (6.02e-07)	+	-0.000 (7.53e-06)	-8.38e-06 (5.79e-06)	-	-1.03e-0*** (3.45e-08)	-7.50e-07*** (1.71e-07)
ROI	+	-3.45e-06 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-	0.000* (0.000)	0.000** (0.000)	+	4.44e-07 (1.48e-06)	-4.63e-06 (5.44e-06)
Liquidez	+	-0.159*** (0.022)	-0.222 (0.176)	-0.155*** (0.037)	-	0.109 (0.303)	6.134* (3.314)	+	-0.010* (0.005)	1.401*** (0.202)
Constante		0.229*** (0.089)	0.703*** (0.103)	0.237 (0.103)		-1.303** (0.517)	-0.661** (0.315)		0.034*** (0.004)	0.017*** (0.006)
AR(1)		0.749	0.738	0.682					0.734	0.657
Número de Observações		879	322	518		650	253		762	292
Wald chi ²		360.78	106.66	222.70		34.38	65.92		96.08	170.28
Prob > chi ²		0.000	0.000	0.000		0.000	0.000		0.000	0.000

Obs: Os asteriscos *, ** e *** referem-se aos níveis de significância estatísticos de 10%, 5% e 1%, respectivamente. Os valores entre parênteses são os erros-padrões. O Painel A reporta à estimação da hipótese 1, e as siglas A1, A2 e A3 referem-se às três variáveis *proxy* de intangíveis contábeis que apresentaram correlações significativas com cobertura. De mesmo modo, o Painel C e o B vinculam-se à segunda e à terceira hipóteses de pesquisa, sendo B1 e B2, bem como C1 e C2, as estimações considerando apenas duas variáveis *proxy* de ativos intangíveis: ativos intangíveis e número de patente. A abreviação “prev” significa previsão e mostra o sinal esperado das variáveis. As estimações dos painéis A e C têm efeito fixo e são robustos a heterocedasticidade e autocorrelação, e o Painel B tem efeito aleatório e os erros-padrões são robustos a heterocedasticidade. A variável *dummy* refere-se à intensidade de ativos intangíveis e baseou-se em sua mediana: acima dela foram consideradas as companhias intangível-intensivas e 0 caso contrário.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados coletados.

poucas informações adicionais sobre o valor dos ativos intangíveis são divulgadas pelas companhias de capital aberto, dificultando, ainda mais, sua avaliação. Se o(a) analista tenta avaliá-los, provavelmente incorrerá em erros, o que pode prejudicar sua carreira profissional. Além disso, conflitos de interesse podem desencorajá-los(as) a empreender esforços para avaliar ativos intangíveis.

Em relação às variáveis de desempenho corporativo, verificou-se que as mais consistentes foram esforço, lucratividade, tamanho e *market-to-book*. Nesse sentido, os analistas financeiros parecem ser influenciados por indicadores de desempenho em nível da firma e do mercado, conforme evidenciado em Pace, Basse e Silva (2003) no contexto brasileiro.

4.2.3 Testes de robustez

Os testes de robustez têm como finalidade verificar a consistência das estimações realizadas. Para isso, nesta tese foram estimadas as três equações principais do modelo de regressão analisado, utilizando, para isso, outras formas alternativas para calcular as variáveis definidas anteriormente. Para simplificar a discussão dos resultados dessas estimações, apresenta-se a Tabela 6.

De acordo com os dados apresentados na Tabela 6, as estimações foram consistentes com os valores reportados na Tabela 4 e na Tabela 5, exceto o painel B (4). Nesse sentido, a rejeição das hipóteses desta pesquisa foi verificada novamente, mesmo após utilizar outros critérios de definição das variáveis e outras formas de estimação. Portanto, as características de avaliação dos analistas financeiros quanto à cobertura, ao erro de previsão e à acurácia não são influenciadas por ativos intangíveis corporativos.

TABELA 6 - Testes de robustez

	Painel A		Painel B		Painel C
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
AI	0.008 (0.009)	-0.011 (0.034)	0.441 (0.344)	5.154 (5.196)	-0.001 (0.002)
EFF	0.004*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.001 (0.001)	0.012 (0.054)	0.000 (0.000)
EBT	0.107 (0.086)	0.144** (0.060)	0.894*** (0.266)	27.351* (15.896)	-0.0215*** (0.003)
TAM	0.052 (0.016)	0.162*** (0.013)	0.189** (0.098)	1.343 (3.922)	-0.003*** (0.000)
MTB	-8.62e-07*** (2.68e-06)	2.21e-06* (1.18e-06)	-9.03e-06** (4.01e-06)	0.000 (0.000)	-8.02e-08** (4.01e-08)
ROI	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000*** (0.000)	0.002 (0.002)	4.72e-08 (1.84e-06)
TUR	-0.258 (0.255)	-0.204*** (0.024)	-0.105 (0.106)	6.039 (4.370)	0.018 (0.016)
Constante	0.883*** (0.104)	0.024 (0.085)	-1.442** (0.641)	-15.345 (25.727)	0.034 (0.006)
AR(1)	0.76	0.654			0.966
Nro	309	839	653	653	762
Wald chi ²	58.23	416.28	106.90	10.27	82.68
Prob > chi ²	0.000	0.000	0.000	0.2466	0.000

Obs: Em (1), a variável dependente do Painel A foi estimada como o logaritmo do número de analistas. Em (2), o Painel A1 da Tabela 5 foi estimado com efeitos aleatórios e robusto a autocorrelação e heterocedasticidade. Em (3) foi realizada a mesma regressão em Painel B1 da Tabela 5, sendo a diferença que a previsão do analista foi a do mês de abril. Em (4) foi utilizada a mesma regressão em B1 da Tabela 5, apenas modificou a variável dependente para a proposta em Martinez (2007), adotando o mês de dezembro como última previsão. Em (5) foram estimados os ativos intangíveis utilizando a diferença entre o valor do intangível apresentado no Balanço e a mediana setorial, dividida pelo ativo total. Os asteriscos *, ** e *** referem-se aos níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente. As abreviações significam: Cobertura de Analistas (NUM), Erro de Previsão (FE), Acurácia (AC), Ativos Intangíveis (AI) Esforço (EFF), Lucratividade (LUC), Tamanho (TAM), *Market-to-book*(MTB), ROI (ROI), TURNOVER (TUR).

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados coletados.

5 CONCLUSÕES

Nesta tese, o caminho teórico-empírico percorrido para atender ao objetivo geral proposto de analisar como e em que medida os ativos intangíveis influenciam as análises de investimentos dos analistas no mercado acionário brasileiro foi orientado por cinco objetivos específicos. Os três primeiros objetivos específicos eram de cunho teórico, enquanto os dois restantes eram de cunho empírico.

Dessa forma, com o primeiro objetivo específico buscou-se levantar, na literatura disponível sobre o tema, quais as principais categorias de análise relacionadas aos ativos intangíveis. Após uma ampla verificação de evidências empíricas da realização de análises de conteúdo em *annual reports* e em relatórios de analistas financeiros, foram identificadas três principais categorias que derivam das taxonomias dos ativos intangíveis. São elas: 1) capital humano, 2) capital estrutural e 3) capital relacional.

O segundo e o terceiro objetivos específicos estavam vinculados. Ao assumir que os ativos intangíveis podem ser compreendidos por meio de perspectivas, optou-se por seguir as perspectivas contábil e financeira para compreender os ativos intangíveis, uma vez que elas são mais próximas conceitualmente. Desse modo, o segundo objetivo específico levou à discussão sobre as perspectivas contábil e financeira dos ativos intangíveis à luz de suas teorias positivas e normativas.

Em seguida, com o terceiro objetivo específico, propôs-se uma conversão dessas perspectivas no contexto da avaliação dos ativos intangíveis. O principal resultado disso foi pressupor que analistas financeiros são atores capazes de processar dados e metodologias provenientes dessas duas perspectivas, de modo a complementar as informações sobre ativos intangíveis para os participantes do Mercado de Capitais. Isso pode ser feito por meio de suas avaliações de investimento, que assumem aspectos quantitativos (previsões de lucro por ação, de preço-alvo, recomendações de compra, venda ou mantém de ações) e qualitativos (relatório, na forma de texto, de suas percepções de mercado).

Desse modo, estruturou-se nesta tese que os três primeiros objetivos específicos foram atendidos na Revisão de Literatura. Assim, após o mapeamento teórico-empírico dos fatores determinantes da influência dos ativos intangíveis nas avaliações dos analistas financeiros, passou-se ao quarto e ao quinto objetivos específicos.

No quarto objetivo específico foram desenvolvidas análises de conteúdo com o objetivo de responder ao termo “como”, presente no objetivo geral. Nessa etapa, de cunho eminentemente exploratório, o objetivo foi verificar como e quais ativos intangíveis são mais citados pelos analistas financeiros em seus relatórios de investimento. O pressuposto vinculado a esse objetivo específico pressupôs que os analistas enfatizam a categoria de capital estrutural dos intangíveis. Ao proceder com a análise de conteúdo dos relatórios dos analistas, que totalizaram cerca de 16.426 páginas, os resultados

encontrados apontaram que os termos “estratégia” e “missão” foram os mais citados, ou seja, foram enfatizados termos-chave de intangíveis relacionados ao capital estrutural.

Ao verificar a validação empírica da proposição de pesquisa apresentada, concluiu-se que os analistas financeiros levam em consideração os ativos intangíveis em suas avaliações de investimentos, e enfatizam termos relacionados ao capital estrutural, ou seja, citam os ativos intangíveis gerados pela estrutura e que são formados internamente no ambiente organizacional. Nessa fase exploratória foi interessante perceber que os analistas dissertam sobre ativos intangíveis de modo geral, sinalizando para os seus clientes que esses ativos corporativos são considerados relevantes, ao avaliar o desempenho futuro de uma empresa. Entretanto, possivelmente, isso é feito de forma subjetiva, ou seja, os analistas reconhecem a relevância da missão e da estratégia da empresa, por exemplo, mas não atribuem um valor específico a esses ativos. Em raciocínio análogo, as variáveis *proxy* de ativos intangíveis podem refletir essa questão: apesar de patentes e gastos com P&D serem ativos intangíveis estruturais, o que os analistas consideram como efetivamente relevantes é a adequação da estratégia e da missão da empresa em relação ao resultado por ela reportado e em comparação ao desempenho do setor a qual pertence.

Com o quinto objetivo específico buscou-se investigar o termo “em que medida”, presente no objetivo geral, que está relacionado à influência dos ativos intangíveis as avaliações dos analistas financeiros, em termos de cobertura, erro de previsão e acurácia. Para isso, foram formuladas três hipóteses de pesquisa. Resumidamente, essas hipóteses presumiam que os ativos intangíveis em empresas intangível-intensivas influenciavam diretamente a cobertura e o erro de previsão dos analistas, e indiretamente a acurácia de suas avaliações. Para modelar essa relação, foram utilizadas cinco variáveis *proxy* de ativos intangíveis e seis variáveis *proxy* de desempenho corporativo.

Os resultados encontrados sugeriram que todas as hipóteses de pesquisa foram rejeitadas. Em termos quantitativos, os modelos estimaram que os analistas financeiros são influenciados principalmente por medidas de desempenho corporativo. Entretanto, nesta tese, os resultados apresentados não afirmam que os intangíveis não sejam relevantes para os analistas, ou tampouco se pode pressupor que os resultados das duas etapas se anulam. As principais contribuições desses resultados servem para mostrar que, de fato, os analistas financeiros têm consciência da relevância dos ativos intangíveis, porém, não lhes atribuem valor, em termos monetários, ou em qualquer outra escala métrica, porque esses ativos são mais complexos de serem avaliados. Em mercados emergentes, a exemplo do Brasil, isso se agrava devido à assimetria de informação local. Além disso, os dados contábeis por vezes não evidenciam o valor dos intangíveis corporativos em sua totalidade. Nesse caso, na hipótese de o(a) analista tenta fazê-lo, provavelmente ele(a) incorrerá em erros, o que pode prejudicar sua carreira profissional ou permear outros problemas de conflitos de interesse.

Como em toda pesquisa científica, os resultados desta tese encontram limitações. Primeiramente, constitui uma limitação, em ambas as etapas de análise de dados, as bases consultadas: 1) *Thomson One*®, 2) *Bloomberg*®; e 3) *Orbis*®. Na primeira base consultada a limitação é a de que apenas são disponibilizados para consulta os relatórios que os analistas forneceram gratuitamente à base de dados. Possivelmente, o número disponível nessa base é inferior ao universo de relatórios que os analistas credenciados pela APIMEC produzem para as companhias abertas brasileiras e somente as maiores corretoras devem disponibilizá-los. Na segunda base de dados, possíveis erros de coleta ou padronização de informações contábeis podem surgir, o que pode impactar o cálculo das variáveis utilizadas nesta pesquisa; e, por fim, a terceira base de dados apresenta uma série histórica muito restrita e, além disso, apenas poucas companhias abertas brasileiras apresentaram número de patentes.

Contextualizando as limitações para cada uma das duas etapas de análises conduzidas nesta tese, destaca-se que na abordagem quantitativa por análise de conteúdo, as limitações foram o critério de seleção, a escolha dos termos-chave das categorias de intangíveis e a operacionalização da análise de conteúdo.

No critério de seleção, apenas empresas listadas no índice Novo Mercado e que eram seguidas por analistas financeiros *StarMine* da *Thomson One*® compuseram a amostra. Isso pode sugerir dois vieses de seleção, quais sejam: 1) pelas maiores empresas com melhores práticas de governança corporativa e 2) pelos melhores analistas financeiros. Com isso, os resultados reportados podem não ser representativos, ao considerar o universo de empresas e de analistas financeiros no mercado acionário brasileiro, o que impossibilita generalizações.

Em relação à escolha dos termos-chave, dois possíveis problemas podem emergir. O primeiro é que esses termos são teóricos, sendo possível que analistas financeiros façam uso de outros termos ou jargões de mercado para se referir aos ativos intangíveis na prática. O segundo, que é consequência do primeiro, é que uma simples mudança no estilo de escrita do analista poderia impactar na escolha dos termos-chave para se referir aos ativos intangíveis.

Por fim, a forma como a análise de conteúdo é conduzida também pode impactar nos resultados. A abordagem utilizada nesta tese foi eminentemente quantitativa, portanto, o critério de identificação dos termos-chave referentes aos intangíveis era a correspondência ortográfica do termo encontrado no texto do relatório do analista. Isso pode constituir uma limitação na medida em que é possível que os analistas possam ter se referido aos ativos intangíveis de forma indireta ou utilizando-se de outros meios. Além disso, a compreensão semântica do texto pode auxiliar na identificação de formas alternativas de referência aos intangíveis. Como a CATA foi utilizada nessa tese, a interpretação dos dados foi de natureza sintática e não semântica do texto analisado, portanto, essa compreensão não foi realizada.

Na etapa da abordagem quantitativa econométrica, as principais limitações foram: 1) delimitação da amostra; 2) variáveis *proxy* utilizadas e 3) método de estimação adotado.

A delimitação da amostra constitui numa limitação na medida em que restringe os resultados encontrados para as empresas coletadas e para o período abrangido na pesquisa, o que impossibilita generalizações. Adicionalmente, as variáveis *proxy* de ativos intangíveis e de características das avaliações dos analistas financeiros não foram mensuradas diretamente, de modo que foi medida uma aproximação das variáveis investigadas. Por fim, o método de estimação adotado é uma limitação porque, a depender da forma como o modelo de regressão e os estimadores são especificados, os resultados podem divergir.

Apesar disso, os resultados evidenciados nesta tese buscaram contribuir com a literatura do tema em quatro formas. A primeira é que foi discutido, e demonstrado ilustrativamente, que as perspectivas da Contabilidade e das Finanças, à luz de suas teorias positivas e normativas, convergem na avaliação de ativos intangíveis. Isso é importante porque possibilita o avanço e o estreitamento dessas duas áreas do conhecimento na avaliação de ativos intangíveis. Por se tratar de um tema multidisciplinar, torna-se importante encontrar pontos de intersecção de áreas correlatas como forma de aprimorar o corpo teórico e empírico sobre o tema.

Destaca-se como segunda contribuição a busca por identificar algumas características gerais dos analistas financeiros, seja no contexto internacional como, também, no local. Para isso, foi realizada uma revisão dos trabalhos publicados sobre esses profissionais de mercado e, assim, destacaram-se três pontos principais, quais sejam: 1) às vezes, suas previsões falham, mas, ainda assim, são superiores a modelos de séries temporais; 2) por vezes, suas previsões são otimistas, mas isso é justificado, em parte, pelos conflitos de interesse com que eles são confrontados durante a execução de seu trabalho de avaliação de empresas e 3) pode ser possível que os analistas complementem as informações sobre ativos intangíveis por meio de suas recomendações de investimento.

A terceira contribuição reside na evidenciação empírica de que os analistas financeiros citam termos-chave relacionados aos ativos intangíveis em suas avaliações de empresas, que denota sua relevância para esses profissionais. Dentre os ativos intangíveis mais relevantes, destacou-se o capital estrutural. Até a finalização desta tese, essa é a primeira evidência empírica nacional sobre o tema.

Finalmente, a quarta contribuição examinou em que medida os ativos intangíveis influenciam as avaliações de investimento dos analistas financeiros que recomendam companhias abertas listadas na B3. Apesar de que não foram encontradas relações significativas esse economicamente relevante entre variáveis *proxy* de ativos intangíveis e características-chave dos analistas, foi verificado que os analistas são influenciados principalmente por medidas de desempenho.

Para pesquisas futuras, sugere-se que seja investigado o ambiente de atuação dos analistas financeiros, visto que, possivelmente, há idiosincrasias locais que tornam o seu trabalho ainda mais desafiador. Essas análises podem se tornar ainda mais relevantes quando é considerado o papel de intermediador de informação que esses profissionais desempenham no Mercado de Capitais em mercado emergentes, a exemplo do Brasil. Em específico, deve-se investigar mais a fundo se os analistas complementam as informações sobre ativos intangíveis de companhias listadas na B3, seja por meio de abordagem qualitativa ou quantitativa. Além disso, sugere-se também que sejam investigados empiricamente outras variáveis *proxy* de ativos intangíveis. No Brasil, as ênfases das análises residem no Q de Tobin e no *Market-to-book*, que são variáveis *proxy* de ativos intangíveis com muito ruído, visto que elas medem, principalmente, a capitalização de mercado das companhias em que, dentre várias informações que estão presentes no preço, o intangível é apenas uma delas.

O debate acerca da influência dos ativos intangíveis nas avaliações de investimento dos analistas financeiros é controverso. Com a presente tese buscou-se contribuir com essa discussão ao apresentar resultados contextualizados para o Brasil. Sem pretensões de esgotar ou de tornar definitivas as reflexões apresentadas, este trabalho sinaliza para que o tema continue sendo debatido e que mais pesquisas teóricas e empíricas sejam desenvolvidas, com o objetivo de contribuir para a construção de um corpo de conhecimento sólido sobre as idiosincrasias brasileiras, no que tange à influência de ativos intangíveis nas avaliações de investimento dos analistas financeiros.

REFERÊNCIAS

- ABDOLMOHAMMADI, M.; SIMMETT, R.; THIBODEAU, J. C.; WRIGHT, A. M. Sell-side analysts' reports and the current external reporting model. **Accounting Horizons**, Texas, v. 20, n. 4, p. 375-389, 2006.
- ABEYSEKERA, I. The project of intellectual capital disclosure: researching the research. **Journal of Intellectual Capital**, v. 7, n. 1, p. 61-77, 2006.
- ABHAYAWANSA, S. A methodology for investigating intellectual capital information in analyst reports. **Journal of Intellectual Capital**, v. 12, n. 3, p. 446-476, 2011.
- ABHAYAWANSA, S.; GUTHRIE, J. Drivers and semantic properties of intellectual capital information in sell-side analysts' reports. **Journal of Accounting & Organizational Change**, v. 12, n. 4, p. 434-471, 2016.
- ABHAYAWANSA, S.; GUTHRIE, J. Intellectual capital and the capital market: a review and synthesis. **Journal of Human Resource Costing & Accounting**, v. 14, n. 3, p. 196-226, 2010.
- ABHAYAWANSA, S.; GUTHRIE, J. Intellectual capital information and stock recommendations: impression management? **Journal of Intellectual Capital**, v. 13, n. 3, p. 398-415, 2012.
- ACKERT, L. F.; ATHANASSAKOS, G. A Simultaneous Equation Analysis of Analysts' Forecast Bias, Analyst Following, and Institutional Ownership. **Journal of Business Finance & Accounting**, New Jersey, v. 30, n. 7, p. 1017-1041, 2003.
- ALCANIZ, L.; GOMEZ-BEZARES, F.; ROSLENDER, R. Theoretical perspectives on intellectual capital: A backward look and a proposal for going forward. **Accounting Forum, Amsterdam**, Amsterdam, v. 35, n. 2, p. 104-117, 2011.
- ALMEIDA, J. E. F. de; DALMÁCIO, F. Z. The effects of Corporate Governance and Product Market Competition on Analysts' Forecasts: Evidence from the Brazilian Capital Market. **The International Journal of Accounting**, v. 50, n. 3, p. 316-339, 2015.
- ALVES, A. P.; SILVA, T. G.; MACEDO, M. A. S.; MARQUES, J. A. V. C. A relevância dos gastos com P&D para o mercado brasileiro de capitais: um estudo com distribuidoras de energia elétrica no período de 2002 a 2009. **Revista de Administração e Inovação**, São Paulo, v. 8, n. 2, p. 216-239, 2011.
- AMARAL, H. F. **Proposta Teórico-Empírica para identificação e avaliação de ativos intangíveis**. 2012. 202 f. Tese (Concurso para professor titular) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.
- AMARAL, P. C.; PEDRO, J. M. **O Capital Conhecimento: modelos de avaliação de activos intangíveis**. Lisboa: Universidade Católica Editora, 2004.
- AMIR, A.; LEV, B.; SOUGIANNIS, T. Do financial analysts get intangibles? **European Accounting Review**, v. 12, n. 4, p. 635-659, 2003.
- ANDRIESSEN, D. IC valuation and measurement: classifying the state of the art. **Journal of Intellectual Capital**, v. 5, n. 2, p. 230-242, 2004b.
- ANDRIESSEN, D. **Making Sense of Intellectual Capital: Designing a Method for the Valuation of Intangibles**. Burlington: Elsevier Butterworth-Heinemann, 2004a.

- ANTÔNIO, R. M.; LIMA, F. G.; PIMENTA JÚNIOR, T. Stock Recommendations and investment portfolio formation: A study in the Brazilian market. **Contaduría y Administración**, Coyoacán, v. 60, n. 4, p. 874-892, 2015.
- ANTUNES, M. T. P.; LEITE, R. S. Divulgação de informações sobre ativos intangíveis e sua utilidade para analistas de investimentos. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 4, p. 22-38, 2008.
- ANTUNES, M. T. P.; LEITE, R. S. MARTINS, E. Capital intellectual: verdades e mitos. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 13, n. 29, p. 41-54, 2002.
- ARAND, D.; KERL, A.; WALTER, A. When do sell-side analyst reports really matter? Shareholder protection, institutional investors and the informativeness of equity research. **European Financial Management**, New Jersey, v. 21, n. 3, p. 524-555, 2015.
- ASQUITH, P.; MIKHAIL, M. B.; AU, A. S. Information content of equity analyst reports. **Journal of Financial Economics**, v. 75, n. 2, p. 245-282, 2005.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/>>. Acesso em: 15 fev. 2016.
- ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS – APIMEC. Disponível em: <<http://www.apimec.com.br>>. Acesso em 15 fev. 2016.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, CÂMBIO E MERCADORIAS - ANCORD. Disponível em: <http://www.ancord.org.br/>. Acesso em: 15 fev. 2016.
- BALTAGI, B. **Econometric analysis of panel data**. 4 ed. Chichester: John Wiley & Sons, 2008.
- BARNEY, J. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**. v. 7, n.1, p. 99-120, 1991.
- BARNEY, J. WRIGHT, M.; KETCHEN, D. JR. The Resource-based view of the firm: Ten years after 1991. **Journal of Management**, v. 27, n. 6, p. 625-641, 2001.
- BARRON, O. E.; BYARD, D.; KILE, C.; RIEDL, E. J. High-Technology Intangibles and Analysts' Forecasts. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 2, 2002.
- BARTH, M. E.; KASZNIK, R.; McNICHOLS, M. F. Analyst Coverage and Intangibles Assets. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 1, p. 1-34, 2001.
- BECCALI, E.; MILLER, P.; O'LEARY, T. How analysts process information: technical and financial disclosures in the microprocessor industry. **European Accounting Review**, v. 24, n. 3, p. 519-549, 2015.
- BECK, N; KATZ, J. What to do (and not to do) with time-series cross-section data. **The American Political Science Review**, v. 89, n. 3, p. 634-647, 1995.
- BEIRUTH, A. X.; LIMA, G. A. S. F.; GALDI, C. F.; ALMEIDA, J. E. F. de. Comparação da acurácia de analistas com o modelo de Ohlson-Juettner (OJ) no Mercado brasileiro. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 19, n. 2, p. 79-92, 204.
- BEJAR, Y. Publication d'informations sur le capital immatériel et attentes des investisseurs: une étude exploratoire par la méthode Delphi. **Comptabilité, Contrôle, Audit**, v. 2, n. 15, p. 165-192, 2009.

- BELLANDO, R.; BRAHAM, Z. B.; GALANTI, S. The profitability of financial analysts' recommendations: evidence from an emerging market. **Applied Economics**, v. 48, n. 46, p. 4410-4418, 2016.
- BERZKALNE, I.; ZELGALVE, E. Intellectual capital and company value. **Procedia – Social and Behavioral Sciences**, v. 110, p. 887-896, 2014.
- BESSIEUX-OLLIVER, C.; SCHATT, A.; WALLISER, E.; ZÉGHAL, D.. La reconnaissance du capital immatériel: quels enjeux pour l'évaluation des entreprises? **Management International**, v. 18, n. 3, p. 12-19, 2014.
- BOFF, L. H.; PROCIANOY, J. L.; HOPPEN, N. O uso de Informações por Analistas de Investimento na Avaliação de Empresas: à Procura de Padrões. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 10, n. 4, p. 169-192, 2006.
- BONTIS, N. Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital. **International Journal of Management Reviews**, v. 3, n. 1, p.41-60, 2001.
- BONTIS, N. Intellectual capital disclosure in Canadian Corporations. **Journal of Human Resource Costing & Accounting**, v. 7, n. 1, p. 9-20, 2003.
- BOUNFOUR, A. **The Management of Intangibles: The organisation's most valuable assets**. London: Taylor & Francis Group, 2003.
- BRADSHAW, M. T. Analysts' forecasts: what do we know after decades of work?. **SSRN Papers Series 1880339**. 2011. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1880339>. Acesso: 9 set.2016.
- BRASIL. Lei Complementar nº155, de 27 de Outubro de 2016. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 out. 2016. Seção 1, p. 8.
- BRASIL. Lei nº11.638, de 28 de dezembro de 2007. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 dez. 2007. Seção 1, Edição Extra, p. 2.
- BRASIL. Lei nº11.941, de 27 de Maio de 2009. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 mai. 2009. Seção 1, p. 3.
- BRETON, G.; SCHATT, A. Rôle et caractérisation de l'analyse financière. In: **Revue d'économie financière**, n. 29, p. 147-161, 2000.
- BROOKING, A. **Intellectual Capital: Core Assets for the Third Millenium Enterprise**. London: International Thomson Business Press, 1996.
- BROWN, L. D.; CALL, A. C.; CLEMENT, M. B.; SHARP, N. Y. Inside the "Black Box" of Sell-Side Financial Analysts. **Journal of Accounting Research**, v. 53, n. 1, p. 1-47, 2015.
- BROWN, L. D.; HAGERMAN, R. L.; GRIFFIN, P. A.; ZMIJEWSKI, M. E. Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 9, n. 1, p. 61-87, 1987.
- BROWN, L. D.; ROZEFF, M. S. The superiority of analyst forecast as measures of expectations: evidence from Earnings. **The Journal of Finance**, v. 33, n. 1, p. 1-16, 1978.
- CARVALHO, F. M.; KAYO, E. K.; MARTIN, D. M. L. Tangibilidade e Intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 871-889, 2010.

CAZAVAN-JENY, A. Intangible Assets: how should organizations measure and report on them? 2015. Disponível em: <<http://knowledge.essec.edu/en/economy-finance/intangible-assets-how-should-organizations-measure.html>>. Acesso: 25 out. de 2015.

CAZAVAN-JENY, A.; JEANJEAN, T.; JOOS, P. Accounting choice and future performance: The case of R&D accounting in France. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 30, n. 2, p. 145-165, 2011.

CERQUEIRA, D. A. C. *et al.* O impacto do reconhecimento do custo atribuído e da divulgação de *impairment* de ativos tangíveis e intangíveis (IFRS) sobre os preços e os retornos das ações das companhias brasileiras. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, Rio de Janeiro, v. 17, n. 3, p.5-23, 2012.

CHALMERS, K.; CLINCH, G.; GODFREY, J. M.; WEI, Z. Intangible Assets, IFRS and analysts' earnings forecasts. **Accounting and Finance**, v. 52, n. 3, p. 691-721, 2012.

CHAVES, E. P. S.; PIMENTA JÚNIOR, T. Relação entre Valor de Mercado e Ativo Intangível na Bovespa. **Revista de Administração IMED**, v. 3, n. 3, p. 239-251, 2013.

CHOONG, K. K. Intellectual capital: definitions, categorization and reporting models. **Journal of Intellectual Capital**, v. 9, n. 4, p. 609-638, 2008.

CIPRIAN, G. G.; VALENTIN, R.; MADALINA, G. A.; LUCIA, V. M. From visible to hidden intangible assets. **Procedia - Social And Behavioral Sciences**, v. 62, n. 1, p.682-688, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIZÁRIOS – CVM. Disponível em < www.cvm.gov.br/>. Acesso: 15 fev. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIZÁRIOS – CVM. Instrução Normativa nº 483, de 6 de Julho de 2010, com alterações introduzidas pela Instrução Normativa CVM nº 538/13. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários. Rio de Janeiro, 2010. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst483.html>>. Acesso em: 07 abr. 2016.]

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CMVM. Analistas Financeiros 2016. Disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/SDI/AnalistasIndependentes/Pages/Analistas-financeiros.aspx>>. Acesso em 07 Abr. 2016.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. **CPC 04 (R1)**: ativo intangível. Brasília, dez. 2010. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/187_CPC_04_R1_rev%2006.pdf>. Acesso: 15 abr. 2015.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. **CPC 15 (R1)**: combinação de negócios. Brasília, ago. 2011. Disponível em:<http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/235_CPC_15_R1_rev%2006.pdf>. Acesso: 15/04/2015.Acesso: 15 abr. 2015.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. **CPC-00 (R1)**: estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro. Brasília, dez. 2011. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf>. Acesso: 15 abr. 2015.

CRESWELL, J. W. **Research design**: qualitative, quantitative, and mixed methods approaches. 4.ed. Thousand Oaks: SAGE Publications Inc, 2014.

- DAHMAH, F.; DURAND, R. B.; WATSON, J. The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets. **The British Accounting Review**, v. 41, p. 120-137, 2009.
- DALMÁCIO, F. Z.; LOPES, A. B.; REZENDE, A. J.; SARLO NETO, A.. Uma análise da relação entre Governança Corporativa e acurácia das previsões dos analistas do Mercado brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 5, p. 104-139, 2013.
- DAMODARAN, A. **The Dark Side of Valuation: valuing young, distressed, and complex business**. 2 ed. New Jersey: Pearson Education Inc, 2009.
- DANIEL, K; TITMAN, S. Market Reactions to Tangible and Intangible Information. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 4, p. 1605-1643, 2006.
- DEAN, A.; KRETSCHMER, M. Can ideas be capital? Factors of production in the postindustrial economy: a review and critique. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 2, p. 573-594, 2007.
- DIAS FILHO, J.M. A linguagem utilizada na evidenciação contábil: uma análise de sua compreensibilidade à luz da teoria da comunicação. **Cadernos de Estudos**, v. 14, n. 24, p. 38-49, 2000.
- DOUKAS, J. A.; KIM, C. F.; PANTZALIS, C. The Two Faces of Analyst Coverage. **Financial Management**, v. 34, n. 2, p. 99-125, 2005.
- DUMAY, J.; GARANINA, T. Intellectual capital research: a critical examination of the third stage. **Journal of Intellectual Capital**, v. 14, n. 1, p. 10-25, 2013.
- DUMAY, J.; CAI, L. A review and critique of content analysis as a methodology for inquiring into IC disclosure. **Journal of Intellectual Capital**, v. 15, n. 2, p. 264-290, 2014.
- DUMAY, J.; CAI, L. Using Content Analysis as a research methodology for investigating intellectual capital disclosure: a critique. **Journal of Intellectual Capital**, v. 16, n. 1, p. 1469-1930, 2015.
- DURIAU, V. J.; REGER, R. K.; PFARRER, M. D. A Content Analysis of the Content Analysis Literature in Organizational Studies: research themes, data sources and methodological refinements. **Organizational Research Methods**, v. 10, n. 1, p. 5-34, 2007.
- DZINKOWSKI, R. The measurement and management of intellectual capital: an introduction. **Management Accounting**, v. 78, n. 2, p. 32-35, 2000.
- ECKSTEIN, C. The measurement and recognition of intangible assets: then and now. **Accounting Forum, Amsterdam**, v. 28, n. 1, p.139-158, 2004.
- EDVINSSON, L. Developing Intellectual Capital at Skandia. **Long Range Planning**, v. 30, n. 3, p. 366-373, 1997.
- ELBANNAN, M. A. Do analysts follow emerging economy firms with higher intangible assets? Empirical evidence from Egypt. **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting**, v. 29, n. 1, p. 50-59, 2013.
- ELWIN, P. Discussion of 'Accounting for intangibles – a critical review of policy recommendations'. **Accounting and Business Research**, v. 38, n. 3, p. 205-207, 2008.
- EVANS, T. G. **Accounting theory: contemporary accounting issues**. Mason: Thompson South-Western, 2003.
- FAMA, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

- FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.
- FÁVERO, L. P. L. Panel data in accounting and finance: theory and application. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 1808-2386, 2013.
- FELIX, R.; RAUSCHNABEL, P. A.; HINSCH, C. Elements of strategic social media marketing: A holistic framework. **Journal of Business Research**, v.70, p.118-126, 2017.
- FLÖSTRAND, P. The sell-side – observations on intellectual capital indicators. **Journal of Intellectual Capital**, v. 7, n. 4, p. 457-473, 2006.
- FOGARTY, T. J.; ROGERS, R. K. Financial analysts' reports: an extended institutional theory evaluation. **Accounting, Organizations and Society**, v. 30, n. 4, p. 331-356, 2005.
- FRANCO, D. Projeções de lucros sistematicamente exageradas: um estudo para o Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 54, n. 4, p. 591-603, 2002.
- FRIED, D.; GIVOLY, D. Financial analysts' forecasts of earnings: a better surrogate for Market expectations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 4, n. 2, p. 85-107, 1982.
- FUJI, A. H. O conceito de lucro econômico no âmbito da contabilidade aplicada. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. 36, p. 4-86, 2004.
- GARCÍA-AYUSO, M. Factors explaining the inefficient valuation of intangibles. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 16, n. 1, p.57-69, 2003.
- GARCÍA-MECA, E.; PARRA, I.; LARRÁN, M.; MARTÍNEZ, I. The Explonatory Factos of Intellectual Capital Disclosure to Financial Analyst. **European Accounting Review**, v. 14, n. 1, p. 63-94, 2005.
- GARCÍA-MECA, E.; MARTÍNEZ, I. The use of intellectual capital information in investment decisions: An empirical study using analyst reports. **The International Journal of Accounting**, v. 42, n. 1, p. 51-81, 2007.
- GHOSH, D.; WU, A. Intellectual capital and capital markets: additional evidence. **Journal of Intellectual Capital**, v. 8, n. 2, p. 216-235, 2007.
- GOLDFINGER, C. Intangible economy and its Implications for Statistics and Statisticians. **International Statistical Review**, v. 65, n. 2, p. 191-220, 1997.
- GOODWIN, J.; AHMED, K. Longitudinal value relevance of earnings and intangible assets: Evidence from Australian firms. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 15, p. 72-91, 2006.
- GRECO, M.; CRICELLI, L.; GRIMALDI, M. A strategic management framework of tangible and intangible assets. **European Management Journal**, v. 31, n. 1, p. 55-66, 2013.
- GROYSBERG, B.; HEALY, P.; SERAFEIM, G.; SHANTHIKUMAR, D. The Stock Selection and Performance of Buy-Side Analysts. **Management Science**, v. 59, n. 5, p. 1062-1075, 2013.
- GU, F.; WANG, W. Intangible Assets, Information Complexity, and Analysts' Earnings Forecast. **Journal of Business Finance & Accounting**, New Jersey, v. 39, n. 9-10, p. 1673-1702, 2005.
- GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 5 ed. São Paulo: Bookman, 2011.

- GUTHRIE, J.; PETTY, R.; YONGVANICH, K.; RICCERI, F. Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting. **Journal of Intellectual Capital**, v. 5, n. 2, p. 282-293, 2004.
- HE, J. J.; TIAN, X. The dark side of analyst coverage: the case of innovation. **Journal of Financial Economics**, v. 109, n. 3, p. 856-878, 2013.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. **Teoria da contabilidade**. 1. ed., São Paulo: Atlas, 1999.
- HIGGINS, H. Can securities analysts forecast intangible firms' earnings? **International Journal of Forecasting**, v. 29, n. 1, p. 155-174, 2013.
- HSU, W.; CHANG, Y. Intellectual Capital and analyst forecast: evidence from the high-tech industry in Taiwan. **Applied Financial Economics**, v. 21, n. 15, p. 1135-1143, 2011.
- HUANG, A. H.; LEHAVY, R.; ZANG, A. Y.; ZHENG, R. Analyst Information Discovery and Interpretation Roles: A Topic Modeling Approach. **Management Science**, v. 64, n. 6, p. 2833-2855, 2017.
- HUNGARATO, A.; TEIXEIRA, A. J. C. A pesquisa e Desenvolvimento e os Preços das Ações das Empresas Brasileiras: um Estudo Empírico na Bovespa. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 6, n. 3, p. 282-298, 2012.
- HUNTER, L.; WEBSTER, E.; WYATT, A. Measuring intangible capital: a review of current practice. **Australian Accounting Review**, v. 15, n. 2, p.4-21, 2005.
- HUSSAIN, S. Simultaneous determination of UK analyst following and institutional ownership. **Accounting and Business Research**, v. 30, n. 2, p. 111-124, 2000.
- INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS – IFRS. 2010. Conceptual Framework for Financial Reporting: the reporting entity. Disponível em: <<http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Conceptual-Framework/EDMar10/Documents/EDConceptualFrameworkMar10.pdf>>. Acesso em 18 out. 2015.
- INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL – IIRC. Integrated Reporting, 2013. Disponível em: <<https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>>. Acesso em: 8 jan 2017.
- IQUIAPAZA, R. A.; AMARAL, H. F.; BRESSAN, A. A. Evolução da pesquisa em finanças: epistemologia, paradigma e críticas. **Organizações & Sociedade**, v. 16, n. 49, p. 351-370, 2009.
- IUDÍCIBUS, S. de; RIBEIRO FILHO, J. F.; LOPES, J. E. de G.; PEDERNEIRAS, M. M. M. Uma reflexão sobre a contabilidade: caminhando por trilhas da “teoria tradicional e teoria crítica”. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 8, n. 4, p.274-285, 2011.
- IUDÍCIBUS, S; MARION, J. C. **Introdução à teoria da contabilidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- JENSEN, M. C. MECKLING, W. H. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

- JENSEN, M. C. Reflections on the State of Accounting Research and the Regulation of Accounting. **SSRN Papers Series 321522**. 1976. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=321522>. Acesso em 2 abr. 2015.
- JENSEN, M. C.; SMITH JR, C. W. The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview. **NBR Working Papers Series 244161**. 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=244161>. Acesso em: 3 ago. 2015.
- JIANG, H. Institutional investors, intangible information, and the book-to-market effect. **Journal of Financial Economics**, v. 96, n. 1, p.98-126, 2010.
- JOHNSON, R. B.; ONWUEGBUZIE, A. J.; TURNER, L. A. Toward a Definition of Mixed Methods Research. **Journal of Mixed Methods Research**, v. 1, n. 2, p. 112-133, 2007.
- KAUFMANN, L.; SCHNEIDER, Y. Intangibles: a synthesis of current research. **Intellectual Capital**, v. 5, n. 3, p. 366-388, 2004.
- KAYO, E. K. KIMURA, H.; MARTIN, D. M. L.; NAKAMURA, W. T.. Ativos Intangíveis, Ciclo de Vida e Criação de Valor. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 10, n. 3, p.73-90, 2006a.
- KAYO, E. K. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. 2002. 110 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.
- KAYO, E. K. KIMURA, H.; BASSO, L. F. C. Avaliação de ativos intangíveis e analytic hierarchy process: um ensaio sobre a hierarquização dos direcionadores não-financeiros de valor. **Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**, v. 3, n. 3, p.231-241, 2005.
- KAYO, E. K. KIMURA, H.; BASSO, L. F. C.; KRAUTER, E.. et al. Os fatores determinantes da intangibilidade. **Revista de Administração da Mackenzie**, v. 7, n. 3, p.112-130, 2006b.
- KAYO, E. K.; FAMÁ, R. A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. **RAUSP - Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 2, p.164-176, 2004.
- KAYO, E. K.; FAMÁ, R.; NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L. Estrutura de Capital e criação de valor: os determinantes da estrutura de capital em diferentes fases de crescimento das empresas. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 10, n. 3, p. 1-14, 2004.
- KAYO, E. K.; TEH, C. C.; BASSO, L. F. C. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 41, n. 2, p.158-168, 2006.
- KIMBROUGH, M. D. The influences of financial statements recognition and analyst coverage on the market's valuation of R&D capital. **The Accounting Review**, v. 82, n. 5, p. 1195-1225, 2007.
- KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 105-231, 2001.
- KOTHARI, S. P.; SO, E.; VERDI, R. Analysts' Forecasts and Asset Pricing: A Survey. **Annual Review of Financial Economics**, v. 8, p. 197-219, 2016.
- KRIPPENDORFF, K. **Content Analysis**: an introduction to its methodology. Thousand Oaks: Sage Publication Inc, 2004.

- KULL, A. J.; MENA, J. A.; KORSCHUN, D. A resource-based view of stakeholder marketing. **Journal of Business Research**, v. 69, n. 12, p. 5553-5560, 2016.
- KWON, S. S. Financial Analysts' Forecast Accuracy and Dispersion: High-Tech versus Low-Tech Stocks. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 19, n.1, p. 65-91, 2002.
- LA PORTA, Rafael et al. Law and finance. **The Journal of Political Economy**, v. 106, v. 6, p. 1113-1155. 1998.
- LAMBERT, D.; MATOLCSY, Z.; WYATT, A. Analysts' earnings forecasts and technological conditions in the firm's investment environment. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 11, n. 2, p. 104-120, 2015.
- LANG, M. H.; LUNDHOLM, R. J. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. **The Accounting Review**, v. 71, n. 4, p. 467-492, 1996.
- LEAL, R. C. Estrutura de Capitais comparada: Brasil e mercados emergentes. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 4, p. 67-78, 2008.
- LESMOND, D. A. Liquidity of emerging markets. **Journal of Financial Economics**, v. 77, n. 2, p. 411-452, 2005.
- LEV, B; SOUGIANNIS, T. A rejoinder to Douglas Skinner's 'Accounting for intangibles – a critical review of policy recommendations'. **Accounting and Business Research**, v. 38, n. 3, p. 209-213, 2008.
- LEV, B. **Intangibles: management, measurement and reporting**. Washington: Brookings Institution Press, 2001.
- LEV, B. Intangible Assets: Concepts and Measurements. **Encyclopedia of Social Measurement**, v. 2, n. 1, p.299-305, 2005.
- LEV, B; SOUGIANNIS, T. Penetrating the book-to-market black box: the R&D effect. **Journal of Business Finance & Accounting**, New Jersey, v. 26, n. 3-4, p. 419-449, 1999.
- LEV, B; GU, F. **The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers**. New Jersey: Wiley, & Sons Inc, 2016.
- LIMA, G. A. S. F.; LUCA, M. M. M. A relação entre o monitoramento dos analistas de mercado e as características de valuation das companhias brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 12, n. 4, p. 129-151, 2016.
- LIMA, M. P. Learning, portfolio complexity and informational asymmetry in forecasts of sell-side analysts. **Brazilian Business Review**, v. 14, n. 2, p. 133-159, 2017.
- LIMA, M. P.; ALMEIDA, V. S. Os analistas sell-side fazem boas previsões de preços-alvo no Brasil? **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 365-393, 2015.
- LJUNGQVIST, A.; MARSTON, F.; STARKS, L. T.; WAI, K. D.; YAN, H. Conflicts of interest in sell-side research and the moderating role of institutional investors. **Journal of Financial Economics**, v. 85, n. 2, p. 420-456, 2007.
- LONGHINI, T. M.; CAVALCANTI, J. M. M.; BORGES, S. L.; FERREIRA, B. P. Investment in Innovation and its Influence on Net Sales: An Analysis Based on PINTEC data. **Brazilian Business Review**, v. 15, n. 3, p. 1-16, 2018.
- LOPES, A. B. **Uma contribuição ao Estudo da Relevância da Informação Contábil para o Mercado de Capitais: O modelo de Ohlson Aplicado à BOVESPA**. 2001. 308f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis,

Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

LORENCINI, F. D.; COSTA, F. M. da. Escolhas contábeis no Brasil: identificação das características das companhias que optaram pela manutenção *versus* baixa dos saldos do ativo diferido. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 23, n. 58, p.52-64, 2012.

MAALOUL, A.; AMAR, W. B.; ZEGHAL, D. Voluntary disclosure of intangibles and analysts' earnings forecasts and recommendations. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 17, n. 4, p. 421-439, 2016.

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. R.; MURCIA, F. D.; MACHADO, M. A. V. Análise da relevância do EBITDA versus fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 5, n. 1, p. 99-130, 2012.

MACHADO, J. H.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 8, n. 16, p. 89-110, 2011.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, v. 7, n.1, p. 77-91, 1952.

MARR, B. **Perspectives on intellectual capital**. Burlington: Elsevier Butterworth-Heinemann, 2005.

MARTÍN-DE-CASTRO, G.; DELGADO-VERDE, M; LÓPEZ-SAÉZ, P.; NAVAS-LÓPEZ, J. E. Towards 'An Intellectual Capital-Based View of the Firm': Origins and Nature. **Journal of Business Ethics**, v.98, n. 4, p. 649-662, 2011.

MARTINEZ, A. L. Determinantes da acurácia das previsões dos analistas do Mercado de Capitais. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 10, n. 2, p. 69-96, 2007a.

MARTINEZ, A. L. The effect of earnings projection revisions on stock returns in Brazil. **Brazilian Business Review**, v. 5, n. 2, p. 121-135, 2008.

MARTINEZ, A. L. Analysts' Optimism and Selection Bias. **Brazilian Business Review**, v. 4, n. 2, p. 103-113, 2007b.

MARTINEZ, A. L. Analysts' recommendations and stock performance: an empirical study of brazilian public companies. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 3, n. 1, p. 90-108, 2010.

MARTINEZ, A. L. Como o mercado de capitais brasileiro reage a surpresa nos lucros? **Revista Eletrônica de Administração – REAd**, v. 12, n. 3, p. 1-23, 2006.

MARTINEZ, A. L. The Role of Analyst as Gatekeepers: Enhancing Transparency and Curbing Earnings Management in Brazil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 15, n. 4, p. 712-730, 2011.

MARTINEZ, A. L.; DUMER, M. C. R. Adoption of IFRS and the properties of Analysts' Forecasts: The Brazilian Case. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 8, n. 20, p. 3-16, 2014.

MARTINS, E.; ALMEIDA, D. L.; MARTINS, E. A.; COSTA, P. Z.. Goodwill: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 52, p. 1-25, 2010.

- MARTINS, V. G.; PAULO, E.; MONTE, P. A. O gerenciamento de resultados contábeis exerce influência na acurácia da previsão de analistas no Brasil? **Revista Universo Contábil**, v. 12, n. 3, p. 73-90, 2016.
- MARTINS, V.G.; MACHADO, M. A. V.; CALLADO, A. L. C. Relevância e representação fidedigna na mensuração de ativos biológicos a valor justo por empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 22, p. 163-188, 2014.
- MATOLSCY, Z.; WYATT, A. Capitalized intangibles and financial analysts. **Accounting and Finance**, v. 46, n. 3, p. 457-479, 2006.
- MAZZIONI, S.; CARPES, A. M. S.; LAVARDA, C. E. F. A relação entre o grau de intangibilidade e a geração de valor adicionado em empresas brasileiras de capital aberto. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 33, n. 2, p. 71-86, 2014.
- McNICHOLS, M.; O'BRIEN, P. C. Self-Selection and Analyst Coverage. **Journal of Accounting Research**, v. 35, n. supplement, p. 167-199, 1997.
- MEHRAN, H.; STULZ, R. M.. The economics of conflicts of interest in financial institutions. **Journal of Financial Economics**, v. 85, n. 2, p. 267-296, 2007.
- MERITUM PROJECT. Guidelines for managing and reporting on intangibles (intellectual capital report). Madrid: Vodafone Foundation, 2002. Disponível em: <http://www.pnbukh.com/files/pdf_filer/MERITUM_Guidelines.pdf>. Acesso em: 10 mai. 2017.
- MERRIAM-WEBSTER. **An Encyclopaedia Britannica Company**. Disponível em: <<http://www.merriam-webster.com/>>. Acesso em: 30 mai. 2015.
- MICHAELY, R.; WOMACK, K. L. Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations. **The Review of Financial Studies**, v. 12, n. 4, p. 653-686, 1999.
- MILLER, M. H. The History of Finance: an eyewitness account. **Journal of Portfolio Management**, v. 25, n. 4, p. 95-101, 1999.
- MINISTÉRIO DA CIÊNCIA, TECNOLOGIA E INOVAÇÃO E COMUNICAÇÕES - MTIC. **Estratégia nacional de ciência, tecnologia e inovação 2016-2022**. Brasília: MTIC, 2016.
- MIRANDA, K. F.; VASCONCELLOS, A. C.; SILVA-FILHO, J. C. L.; SANTOS, J. G. C.; MAIA, A. B. G. R.. Ativos Intangíveis, Grau de Inovação e o desempenho das empresas brasileiras de grupo setoriais inovativos. **Revista Gestão Organizacional**, v. 6, n. 1, p. 4-17, 2013.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297. 1958.
- MOSHIRIAN, F.; NG, D.; WU, E. The value of stock analysts' recommendations: Evidence from emerging markets. **International Review of Financial Analysis**, v. 18, n. 1-2, p. 74-83, 2009.
- MOURA, G. D.; DALLABONA, L. F.; FANK, O. L.; VARELA, P. S.. Relação entre ativos intangíveis e governança corporativa em companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 5, n. 1, p. 120-138, 2013.
- MURTHY, V.; MOURITSEN, J. The performance of intellectual capital: mobilising relationships between intellectual capital and financial capital in a bank. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 24, n. 5, p. 622-646, 2011.

- MUSSA, A.; FAMÁ, R.; SANTOS, J. O. dos. A adição do fator de risco momento ao modelo de precificação de ativos dos três fatores de Fama & French aplicado ao Mercado acionário brasileiro. **Revista de Gestão**, v. 19, n. 3, p. 431-447, 2012.
- NASCIMENTO, E. M.; OLIVEIRA, M. C.; MARQUES, V. A.; CUNHA, J. V. A. da. Ativos Intangíveis: análise do impacto do grau de intangibilidade nos indicadores de desempenho empresarial. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 31, n. 1, p. 37-52, 2012.
- NEUENDORF, K. A. **The content analysis guidebook**. Thousand Oaks: SAGE Publications, 2002.
- NICULITA, A. L.; POPA, A. F.; CALOIAN, F. The Intangible Assets: A New Dimension in the Company's Success. **Procedia Economics and Finance**, v.3, n.1, p.304-308, 2012.
- NIELSEN, C. Through the Eyes of Analysts: A Content Analysis of the Analyst Report Narratives. 2004. **Working Paper M-2004-03**. Disponível em: <https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/40439792/Through_the_eyes_of_analysts_a_content_a20151127-14712-19in2t.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A&Expires=1508857004&Signature=sNybPdaLucFXxU%2Byn%2FV5nhcHxT8%3D&response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DThrough_the_eyes_of_analysts_a_content_a.pdf>. Acesso: 15 jun. 2017.
- OLIVEIRA, J. M. de; BEUREN, I. M. O tratamento contábil do capital intelectual em empresas com valor de mercado superior ao valor contábil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 32, p. 81-98, 2003.
- ORENS, R.; LYBAERT, N. Determinants of sell-side financial analysts' use of non-financial information. **Accounting and Business Research**, v. 40, n. 1, p. 39-54, 2010.
- PACE, E. S. U.; BASSO, L. F. C.; SILVA, M. A. da. Indicadores de Desempenho como Direcionadores de Valor. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 1, p. 37-65, 2003.
- PALMON, D.; YEZEBEL, A. R&D Intensity and the Value of Analysts' Recommendations. **Contemporary Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 621-654, 2012.
- PENMAN, S. H. Accounting for value. 2011. **The European Financial Review**. Disponível em: <<http://www.europeanfinancialreview.com/?p=2602>>. Acesso em: 10 ago. 2015.
- PENMAN, S. H. Accounting for intangible assets: there is also an income statement. **ABACUS**, v. 45, n. 3, p. 358-371, 2009.
- PENMAN, S. H. **Análise de Demonstrações Financeiras e Security Valuation**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.
- PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista de Contabilidade & Finanças**, n. 40, p.7-24, 2006.
- PETERAF, M. A. The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. **Strategic Management Journal**, v. 14, n. 3, p. 179-191, 1993.
- PETTY, J. W.; BYGRAVE, W. D. What Does Finance Have to Say to the Entrepreneur. **The Journal of Entrepreneurial Finance**, v. 2, n. 2, p. 125-137, 1993.
- PETTY, R.; GUTHRIE, J. Intellectual capital literature review. **Journal of Intellectual Capital**, v. 1, n. 2, p. 155-176, 2000.

- PETTY, R.; RICCERI, F.; GUTHRIE, J.. Intellectual capital: a user's perspective. **Management Research News**, v. 31, n. 6, p. 434-447, 2008.
- PREVITS, G. J.; BRICKER, R. J.; ROBINSON, T. R.; YOUNG, S. J. A Content Analysis of Sell-Side Financial Analyst Company Reports. **Accounting Horizons**, Texas, v. 8, n. 2, p. 55-70, 1994.
- QUINTON, S.; WILSON, D. Tensions and ties in social media networks: towards a model of understanding business relationship development and business performance enhancement through the use of LinkedIn. **Industrial Marketing Management**, v.54, p. 15-24, 2016.
- RAMNATH, S.; ROCK, S.; SHANE, P. The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research. **International Journal of Forecasting**, v. 24, n. 1, p. 34-75, 2008.
- RAMNATH, S.; ROCK, S.; SHANE, P. Value Line and I/B/E/S earnings forecasts. **International Journal of Forecasting**, v. 21, n. 1, p. 185-198, 2005.
- REED, K. K.; LUBATKIN, M.; SRINIVASAN, N. Proposing and Testing an Intellectual Capital-Based View of the Firm. **Journal of management studies**, v. 45, n. 4, p. 867-892, 2006.
- REINA, D.; ENSLLIN, S. R. Mapeamento da produção científica em capital intelectual: um estudo epistemológico a partir das perspectivas propostas por Marr (2005). **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 8, n. 1, p. 58-77, 2011.
- SAITO, R.; VILLALOBOS, S. J. S.; BENETTI, C. Qualidade das projeções dos analistas sell-side: evidência empírica no mercado brasileiro. **Revista de Administração - RAUSP**, v. 43, n. 4, p. 356-369, 2008.
- SAKAKIBARA, S.; HANSSON, B.; YOSANO, T.; KOZUMI, H. Analysts' perceptions of intellectual capital information. **Australian Accounting Review**, v. 20, n. 3, p. 274-285, 2010.
- SALAMUDIN, N. et al. Intangible assets valuation in the Malaysian capital market. **Journal of Intellectual Capital**, v. 11, n. 3, p. 391-405, 2010.
- SALINAS, G. **The International Brand Valuation Manual: A complete overview and analysis of brand valuation techniques, methodologies and their applications**. New York: Wiley, 2009.
- SANTOS, D. F. L.; BASSO, L. F. C.; KIMURA, H.; KAYO, E. K.. Innovation efforts and performances of Brazilian firms. **Journal of Business Research**, v, 67, n. 4, p. 527-535, 2014.
- SANTOS, J. L. Ativos Intangíveis. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 2, n. 2, p.1-14, 2002.
- SANTOS, J. O.; SCHMIDT, P.; FERNANDES, L. A.; MACHADO, N. P. **Teoria da Contabilidade: Introdutória, intermediária e avançada**. São Paulo: Editora Atlas, 2007.
- SANTOS, N. L.; MARTINS, C. M. F.; MARTINS, P. L.; NETA, M. C. S.; CHAIN, C. P. Avaliação dos analistas de mercado sobre a relevância dos trabalhos dos auditores independentes na análise financeira das sociedades anônimas (S.A.) de capital aberto. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 12, n. 1, p. 31-47, 2013.
- SAYED, S. A. Should analysts go by the book? Valuation models and target price accuracy in an Emerging Market. **Global Business Review**, v. 16, n. 5, p. 832-844, 2015.

- SCHIEHLL, E.; BORBA, J. A.; MURCIA, F. D. Financial Accounting: an epistemological research note. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 45, p. 83-90, 2007.
- SCHMIDT, P.; SANTOS, J. L. **Avaliação de Ativos Intangíveis**. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2009.
- SCOTT, W. R. **Financial accounting theory**. 5 ed. Toronto: Pearson Education Canada, 2009.
- SKINNER, D. J. A reply to Lev's rejoinder to 'Accounting for intangibles – a critical review of policy recommendations'. **Accounting and Business Research**, v. 38, n. 3, p. 215-216, 2008b.
- SKINNER, D. J. Accounting for Intangibles – a critical review of policy recommendations. **Accounting and Business Research**, v. 38, n. 3, 2008a.
- STANDFIELD, K. **Intangible Management: tools for solving the accounting and management crisis**. London: Academic Press, 2002.
- STEWART, T. A. **Capital Intellectual**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1998.
- STICKEL, S. E. The anatomy of the performance of buy and sell recommendations. **Financial Analysts Journal**, v. 51, n. 5, p. 25-39, 1995.
- SULLIVAN, P. H. **Value-Driven Intellectual Capital: how to convert intangible corporate assets into market value**. New York: Wiley, 2000.
- SUN, B.; CARRETE, L. S.; TAVARES, R. Impacto dos relatórios de recomendação dos analistas financeiros sell-side no retorno das ações. **Revista Evidenciação Contábil**, v. 5, n. 3, p. 22-36, 2017.
- SVEIBY, K. E. **The New Organization Wealth**. San Francisco: Berrett-koeher Publishers, 1997.
- SZÜSTER, N.; SZÜSTER, F. R.; SZÜSTER, F. R. Contabilidade: atuais desafios e alternativas para seu melhor desempenho. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 38, p. 20-30, 2005.
- TEH, C. C.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Marcas, Patentes e Criação de Valor. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 1, p. 86-106, 2008.
- THE ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **The Knowledge-based Economy**. Paris: OECD, 1996.
- THE WORLD BANK. **Where is the wealth of Nations? Measuring Capital for the 21st Century**. Washington: The World Bank, 2006.
- THE WORLD BANK. Databank: World Development Indicators. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>>. Acesso em 15 Mar. 2018.
- TSAI, C.; LU, Y.; YEN, D. C. Determinants of intangible assets value: The data mining approach. **Knowledge-based Systems**, v. 31, p.67-77, 2012.
- TSUI, E.; WANG, W. M.; CAI, L.; CHEUNG, W. B. L. Knowledge-based extraction of intellectual capital-related information from unstructured data. **Expert Systems with Applications**, v. 41, n. 4, p. 1315-1325, 2014.
- VELTRI, S.; BRONZETTI, G. A critical analysis of the intellectual capital measuring, managing, and reporting practices in the non-profit sector: lessons learnt from a case study. **Journal of Business Ethics**, v. 131, n. 2, p. 305-318, 2015.

- VERGARA, S. C. **Métodos de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Atlas, 2005.
- VERGAUWEN, P.; BOLLEN, L; OIRBANS, E. Intellectual capital disclosure and intangible value drivers: an empirical study. **Management Decision**, v. 45, n. 7, p. 1163-1180, 2007.
- WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory**. New Jersey: Prentice Hall, 1986.
- WEBER, R. P. **Basic Content Analysis**. Iowa: Sage Publications Inc, 1990.
- WERNERFELT, B. A resource-based view of the firm. **Strategic Management Journal**, v. 5, n. 2, p. 171-180, 1984.
- WERNKE, R.; BORNIA, A. C. Estudo de caso aplicando modelo para identificação de potenciais geradores de intangíveis. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 33, p. 45-64, 2003.
- WOMACK, K. L. Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value? **The Journal of Finance**, v 51, n. 1, p. 137-167, 1996.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. Cambridge: The MIT Press, 2002.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à Econometria: uma abordagem moderna**. Trad. Rogério César de Souza, José Antônio Ferreira. São Paulo: Cengage Learning, 2008.
- WORLD INTELLECTUAL CAPITAL/ASSETS INITIATIVE. WICI Intangibles Reporting Framework. WICI: 2016. Disponível em: <http://www.wici-global.com/wirf/WICI_Intangibles_Reporting_Framework_v1.0.pdf>. Acesso em: 2 fev. 2017.
- ZANONI, A. B. **Accounting for goodwill**. London: Routledge studies in accounting, 2009.
- ZANOTELI, E. J.; AMARAL, H. F.; SOUZA, A. A. de. Intangible assets and the accounting representation crisis. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 8, n. 1, p. 3-19, 2015.
- ZÉGHAL, D.; MAALOUL, A. The accounting treatment of intangibles – a critical review of the literature. **Accounting Forum**, v. 35, n. 4, p. 262-274, 2011.
- ZINGALES, L. In search for new foundations. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 4, p. 1623-1652, 2000.

APÊNDICE 1 - Termos-chave das categorias de ativos intangíveis

QUADRO 10 - Termos-Chave das Categorias de Ativos Intangíveis

Capital Estrutural	Capital Relacional	Capital Humano
<i>Best Practice</i>	<i>Alliances</i>	<i>Advanced training</i>
<i>Business Knowledge</i>	<i>Backlog</i>	<i>Brain power</i>
<i>Communication</i>	<i>Brand</i>	<i>Career Development</i>
<i>Competitive Intelligence</i>	<i>Brand development</i>	<i>changeability</i>
<i>Computer software</i>	<i>Brand Recognition</i>	<i>Competence</i>
<i>copyrights</i>	<i>business collaborations</i>	<i>Director's dealings</i>
<i>corporate culture</i>	<i>Company names</i>	<i>education</i>
<i>Corporate governance</i>	<i>Company Reputation</i>	<i>Employee</i>
<i>Corporate Learning</i>	<i>consumer</i>	<i>Employee Attitude</i>
<i>Corporate mission</i>	<i>Cultural Diversity</i>	<i>employee behavior</i>
<i>Corporate process redesign</i>	<i>customer</i>	<i>Employee Development</i>
<i>Corporate Univeristy</i>	<i>Customer base</i>	<i>Employee Expertise</i>
<i>Economic Value Added</i>	<i>Customer Capital</i>	<i>Employee Innovations</i>
<i>Electronic data interchange</i>	<i>Customer Knowledge</i>	<i>Employee Know-How</i>
<i>ethics</i>	<i>Customer Loyalty</i>	<i>Employee Knowledge</i>
<i>financial relations</i>	<i>Customer recognition</i>	<i>employee loyalty</i>
<i>Franchising agreement</i>	<i>Customer relations</i>	<i>Employee Productivity</i>
<i>IC</i>	<i>Customer retention</i>	<i>Employee retention</i>
<i>Information Systems</i>	<i>customer satisfaction</i>	<i>Employee satisfaction</i>
<i>Information Technology</i>	<i>Customer service</i>	<i>Employee Skill</i>
<i>Infrastructure</i>	<i>Customer support</i>	<i>Employee training</i>
<i>infrastructure assets</i>	<i>Distribution channels</i>	<i>Employee Value</i>
<i>Innovation</i>	<i>favorable contracts</i>	<i>employee welfare</i>
<i>Innovative</i>	<i>franchising agreements</i>	<i>Empowerment</i>
<i>Intellectual Assets</i>	<i>Goodwill</i>	<i>entrepreneurial spirit</i>
<i>Intellectual Capital</i>	<i>Joint venture</i>	<i>Executive pay</i>
<i>Intellectual Material</i>	<i>licensing agreements</i>	<i>Expert Networks</i>
<i>Intellectual Property</i>	<i>Market share</i>	<i>Expert Teams</i>
<i>Intellectual Resources</i>	<i>Partnership</i>	<i>Expertise</i>
<i>Investor relations</i>	<i>Relational Capital</i>	<i>Flexitime</i>
<i>KM</i>	<i>Repeat business</i>	<i>Human Assets</i>
<i>Knowledge Assets</i>	<i>Supplier Relations</i>	<i>Human Capital</i>
<i>Knowledge Management</i>	<i>trademark</i>	<i>human resources</i>
<i>Knowledge Sharing</i>		<i>Human Value</i>
<i>Knowledge Stock</i>		<i>Innovation</i>
<i>Leadership</i>		<i>innovativeness</i>
<i>Licensing agreement</i>		<i>Intangible skills</i>
<i>Management Philosophy</i>		<i>Intelligence</i>
<i>management processes</i>		<i>know-how</i>

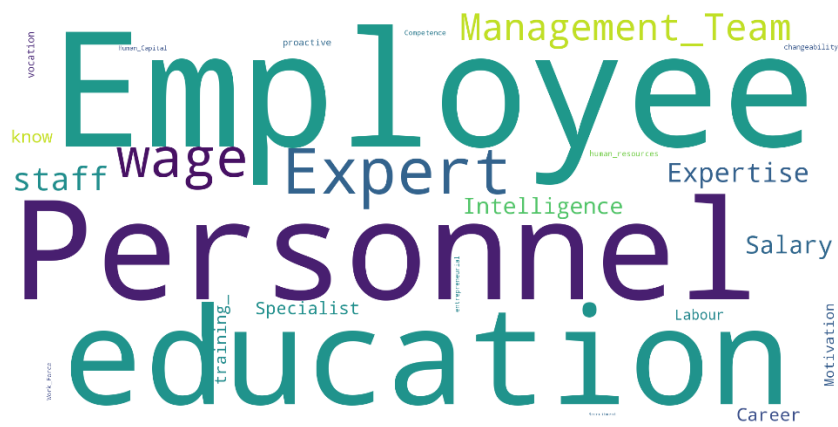
(Continua)

(Conclusão)

<i>Management Quality</i>	<i>Knowledge</i>
<i>Management Style</i>	<i>Labour disputes</i>
<i>Methodologies</i>	<i>Lay-offs</i>
<i>Network</i>	<i>Management Team</i>
<i>networking systems</i>	<i>Motivation</i>
<i>Operating systems</i>	<i>Personnel</i>
<i>Organisational Cultural</i>	<i>proactive</i>
<i>Organisational Learning</i>	<i>reactive abilities</i>
<i>Organizational culture</i>	<i>Recruitment</i>
<i>Organizational structure</i>	<i>retirement program</i>
<i>patents</i>	<i>Specialist</i>
<i>Proprietary process</i>	<i>staff competencies</i>
<i>R&D</i>	<i>staff turnover</i>
<i>Soft assets</i>	<i>teamwork</i>
<i>Structural Capital</i>	<i>Technical Expertise</i>
<i>Supplier Knowledge</i>	<i>Telecommuting</i>
<i>Supply chain</i>	<i>training</i>
<i>Telecommunication</i>	<i>vocational qualification</i>
<i>Trade secrets</i>	<i>Work Force</i>
<i>work environment</i>	<i>Worker's pay</i>
<i>work processes</i>	

Fonte: Elaborado pela autora com base na bibliografia revisada.

Figura 7.3 - Nuvens de Palavras da Categoria Capital Humano



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados coletados.

APÊNDICE 3 - Matriz de correlação

TABELA 2 - Matriz de Correlação

	NUM	FE	AC	AI	PED	PAT	EMP	MKT	EFF	EBT	TAM	MKT	ROI	TUR
NUM	1													
FE	0.18***	1												
AC	-0.16***	-0.76***	1											
AI	0.14***	0.03	-0.05*	1										
PED	-	-	-	-	1									
PAT	-0.08	-0.02	0.002	-0.23***	-	1								
EMP	0.19***	-0.01	0.06	0.11	-	0.23***	1							
MKT	-0.01	-0.01	0.004	-0.07*	-	0.04	0.17	1						
EFF	0.46***	0.03	-0.02	0.07	-	0.16***	0.14***	-0.03	1					
EBT	0.26***	0.08**	-0.05	0.12***	-	-0.14***	-0.02	0.18***	0.05*	1				
TAM	0.57***	0.08**	-0.14***	0.3***	-	0.2***	0.53***	-0.07*	0.32***	0.31***	1			
MKT	0.22***	0.02	-0.04	-0.00	-	0.07	-0.10***	0.06	0.03	0.04	0.25***	1		
ROI	0.03	0.02	-0.09**	0.02	-	-0.10**	0.06*	-0.008	0.03	-0.001	0.03	0.001	1	
TUR	-0.19***	-0.004	-0.003	0.05**	-	-0.07	-0.27***	-0.05	-0.02	-0.05**	-0.01	-0.007	-0.001	1

Observação: Os asteriscos *, ** e *** referem-se aos níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente. As abreviações significam: Cobertura de Analistas (NUM), Erro de Previsão (FE), Acurácia (AC), Ativos Intangíveis (AI), Gastos com P&D (PED), Número de Patentes (PAT), Número de Empregados (EMP), Despesas com Marketing (MKT), Esforço (EFF), Lucratividade (LUC), Tamanho (TAM), *Market-to-book* (MTB), ROI (ROI), TURNOVER (TUR). A variável PED não foi calculada devido ao número reduzido de observações.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados coletados.

