

**INFLUÊNCIA DA INTERAÇÃO EXPORTAÇÃO-GRAU DE ATIVOS INTANGÍVEIS NO
VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

CAMILA ASSUNÇÃO SANTOS

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

FLÁVIA BARBOSA DE BRITO ARAÚJO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

KÁREM CRISTINA DE SOUSA RIBEIRO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

INFLUÊNCIA DA INTERAÇÃO EXPORTAÇÃO-GRAU DE ATIVOS INTANGÍVEIS NO VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

1. Introdução

A diversificação do mercado por meio de exportações é uma forma de internacionalização que proporciona menos dependência do mercado interno, novos clientes, economias de escala e custos mais baixos (OKPARA, 2009), possibilitando um aumento na competitividade e no valor de mercado das organizações conforme evidenciado por Petry *et al.* (2014), ao encontrarem que os acionistas acreditam que a expansão para o mercado externo aumenta as chances de lucratividade.

No mesmo direcionamento que a estratégia de exportação, os ativos intangíveis possuem impactos sobre a economia vigente, uma vez que impulsionam a riqueza e o crescimento das empresas (LEV, 2001), para Perez e Famá (2015, p.115), “os ativos intangíveis, tais como a tecnologia, processos de fabricação, patentes, redes de distribuição ou marcas seriam os grandes responsáveis pela geração de valor”.

De maneira complementar, Antunes (2000) afirma que a geração de riqueza e valor das empresas não está mais associado somente a capital e mão de obra, mas sim, em como o conhecimento é aplicado nas atividades, ou seja, no intangível.

De acordo com Boulton, Libert e Samek (2001), por meio de ativos intangíveis e tangíveis, as empresas estão gerando valor aos acionistas de uma forma nova ao combinar os dois tipos de recursos. Segundo Kayo *et al.* (2006), o valor de mercado é a somatória de ambos, sendo o intangível de grande relevância na composição desse valor econômico.

O recente destaque sobre os recursos intangíveis ocorre, pois, as empresas estão adquirindo ativos críticos, não palpáveis e de difícil imitação ou substituição, pois muitos desses ativos tem sido construído em um processo de aprendizagem interna, e a combinação de ativos tangíveis e intangíveis proporciona organização, coordenação e maximização desses recursos, proporcionando uma vantagem competitiva sustentável (STAL,2010).

Concomitantemente a essa mudança no mercado que faz com que características intangíveis sejam relevantes nos resultados das empresas, o processo de internacionalização também surge como uma maneira de crescer, obter oportunidades e estar no mercado global, de maneira que seja possível competir e obter liderança de mercado (STAL, 2010). No Brasil, as exportações cresceram mais do que a média mundial (10,6%), alcançando os patamares de 17,5% de crescimento em 2017, com isso, a participação mundial passou para 1,23%, sendo o melhor resultado desde 2013 (MDIC, 2018).

Nestes dois cenários, surgem estudos que relacionam investimentos em intangíveis com a geração de valor dos acionistas como Perez e Famá (2015) e com o valor da empresa como Kayo *et al.* (2006), Leite e Santos (2013), Gamayuni (2015) e Medrado *et al.* (2016) e estudos que associam nível de internacionalização com criação de valor para os acionistas como Errunza e Senbet (1981), Petry *et al.* (2014) e Souza, Passos e Portugal (2017).

Todos esses apontamentos, quando tomados em conjunto, podem ser resumidos no seguinte problema de pesquisa que norteia este trabalho: Qual a relação da interação exportação-grau de ativos intangíveis no valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3?

Diante deste contexto, o objetivo principal deste estudo é investigar se há relação entre ativos intangíveis aliado à exportação como estratégia de internacionalização no valor de mercado das empresas de capital aberto listadas na B3. Para isso, foram considerados os anos

de 2010 a 2017 em detrimento da Resolução CFC 1.156/2009, que exigiu a adequação dos demonstrativos contábeis de acordo com as normas internacionais (IFRS) a partir de 2010.

De maneira prática, este estudo buscou contribuir com o processo decisório dos investidores, credores e gestores ao fornecer informações sobre a relação que o investimento em ativos intangíveis bem como a adoção da estratégia de exportação pode ou não impactar no valor de mercado das organizações. Para a literatura, de acordo com Medrado *et al.* (2016), devido a modernização das regras contábeis, a literatura sobre o valor de mercado em relação ao valor contábil tem se expandido, neste sentido, essa pesquisa buscou combinar duas variáveis (ativos intangíveis e exportação) em evidência tanto nas empresas como no meio acadêmico, e contribuir com o enriquecimento dos estudos.

A estrutura deste trabalho ocorre da seguinte maneira: após a introdução, a segunda seção explora a fundamentação teórica sobre a temática, na terceira seção apresenta-se os procedimentos metodológicos, a quarta seção refere-se aos resultados e análise e por fim, a quinta seção destina-se as considerações finais.

2. Fundamentação teórica

2.1. A relação entre ativos intangíveis e valor da empresa

O crescimento da economia mostra que ativos físicos e financeiros estão perdendo espaço no quesito diferencial, e estão se tornando commodities em detrimento do crescimento da valorização e consolidação dos ativos intangíveis que estão proporcionando lucros anormais, competitividade e chegando a subsidiar monopólios temporários (LEV, 2001).

Esse desempenho superior proporcionado pelos intangíveis, ocorre devido a facilidade maior que o mercado oferece para a aquisição de ativos tangíveis como terrenos, máquinas, equipamentos entre outros, fazendo com que, empresas que possuam ativos intangíveis promovam um diferencial importante perante a concorrência, contribuindo assim para o aumento do valor das empresas. (CARVALHO *et al.*, 2010).

Essa diferenciação promovida pelos ativos intangíveis ocorre devido a singularidade e dificuldade de aquisição que esses ativos possuem (KAYO *et al.*, 2006). Alguns exemplos do que podem ser caracterizados como ativos intangíveis, são: licenças, marcas, software, patentes, pesquisa e desenvolvimento, goodwill e direitos autorais (IGARASHI, TOGNON; IGARASHI, 2011). Para Medrado *et al.* (2016), também podem ser chamados de intangíveis a reputação, propaganda, know-how, confiança dos clientes, P&D, capital intelectual, dentro outros.

Já segundo Kayo (2002), os ativos intangíveis são um conjunto de conhecimentos e práticas estratégicas que associado aos ativos físicos, formam o valor da empresa. Assim como reforçado por Perez e Famá (2016) que dizem essa criação de valor é diretamente relacionada com os recursos intangíveis de uma organização.

Após a publicação da Lei 11.638 de 28 de dezembro de 2007 em que tornou-se obrigatório o registro de uma conta chamada Ativos Intangíveis nos demonstrativos contábeis, o Brasil vivência um aumento no volume de estudos que envolve os ativos intangíveis. (MEDRADO *et al.*, 2016)

Contudo, mesmo antes de ser reconhecido contabilmente, na década de 80, empresas como Coca-Cola, Sony e Mercedes já possuíam marcas valorosas, a Merck e Pfizer já era dona de muitas patentes, ou seja, os ativos intangíveis já era uma realidade e fazia parte da estratégia do negócio (PEREZ; FAMÁ, 2015). Um ativo intangível é devidamente reconhecido caso ele tenha capacidade de ser separado, vendido, trocado ou transferido legalmente (ROACH, 2016).

Com essa valorização dos ativos intangíveis, surgiram diversos estudos que buscam compreender a relação entre esses recursos e o valor e desempenho das empresas. Estudos como o de Kayo *et al.* (2006) buscaram, por meio de uma análise teórica, possíveis estratégias sobre

ativos intangíveis que podem impactar na geração de valor, e concluíram que “diferentes ativos intangíveis influenciam o valor da empresa, dependendo da fase do ciclo de vida em que se encontra um produto.” (KAYO *et al.*, 2006, p. 1)

Outro estudo que buscou entender essa relação é o de Ritta e Ensslin (2010) que investigou as organizações listadas no Ibovespa no período compreendido entre 2007 e 2008 e encontraram que os recursos intangíveis determinam positivamente variáveis como patrimônio líquido e valor de mercado.

Na mesma linha, outra pesquisa que buscou contribuir com a literatura foi o de Leite e Santos (2013), que buscaram analisar a valorização de ativos intangíveis das cinco maiores empresas da indústria de materiais básicos entre 2005 e 2010 e a sua possível relação com o valor de mercado, após a investigação, eles encontraram que recursos intangíveis influenciam positivamente o valor das empresas.

Segundo Decker *et al.* (2013) organizações com alto grau de intangíveis agregaram valor para as firmas listadas na B3 no período de 2006 a 2011, embora tenham encontrado que o retorno do patrimônio líquido e retorno do ativo apresentaram melhores resultados com níveis mais altos de ativos tangíveis, os autores explicaram que pode ser uma consequência da pouca mensuração dos intangíveis nas demonstrações contábeis.

Já de acordo com as pesquisas de Gamayuni (2015), ao avaliar uma empresa da indonésia no período de 2007 a 2009, ele encontrou que os ativos intangíveis não possuíam relação com as políticas financeiras, porém, apresentavam influência positiva com o ROA e com o valor da empresa.

Nos estudos de Perez e Famá (2015), os autores investigaram a relação entre ativos intangíveis e o desempenho das empresas, de forma que pudessem inferir se tais recursos podem ser responsáveis por uma maior geração de valor para os investidores. A conclusão foi que de fato existe uma relação significativa que comprovam essa associação entre as variáveis.

Por fim, no trabalho de Medrado *et al.* (2016), ao investigarem empresas do índice IBRX 100 da B3 no período de 2008 a 2014, demonstraram que existe uma relação positiva “entre o nível de intangibilidade dos ativos e o grau de valorização das ações, representado pela relação market-to-book” (MEDRADO *et al.*, 2016, p. 32).

2.2 A relação entre exportação e valor de mercado

O mercado é um ambiente repleto de incertezas, mudanças cambiais e políticas, que faz as empresas busquem constantemente adequar os volumes de vendas de forma que se mantenham competitivas e tornem-se perenes. Neste cenário, muitas empresas buscam por meio da internacionalização um caminho para crescerem e manter-se no mercado (SOUZA; PASSOS; PORTUGAL, 2017).

A definição de internacionalização pode ser compreendida como um processo contínuo de trocas de organizações domésticas com locais no exterior (DAL-SOTO, 2006) ou mesmo como um processo em que uma empresa nacional realiza para que possa atuar internacionalmente (AHMAD; KITCHEN, 2008)

A internacionalização proporciona o crescimento das organizações pois expõe as empresas e gera retornos importantes para o mercado interno, uma vez que adquirem know how sobre os padrões aceitos internacionalmente, novas tecnologias e formas de gestão. Além disso, ao crescer, as empresas possuem maior capacidade de investimento em intangíveis como P&D (STAL, 2010).

As empresas, ao se tornarem multinacionais possuem vantagens sobre as domésticas pois passam a fornecer e trocar capital, tecnologia e habilidades gerenciais com o mercado. Ao considerar que o mercado possui imperfeições, essas vantagens adquiridas poderão impactar no

valor de mercado da multinacional quando se comparado a empresas que atuam apenas nacionalmente (ERRUNZA; SENBET, 1981).

Há também outros motivos que fazem com que as organizações adotem a estratégia de internacionalização, o que de acordo com Gomes et al. (2009, p. 37) podem ser: “a disponibilidade de recursos naturais, escassos nos países de origem; a existência de mão de obra barata, permitindo o barateamento da produção a custos tão baixos que compensassem os custos adicionais de transporte para outros mercados; e a atratividade dos mercados locais”.

Contudo, vale ressaltar que o processo de internacionalização pode depender do país de origem, estudos como o de Buckley e Tian (2016) mostra que existem diferenças consideráveis entre o desempenho entre multinacionais de mercado emergentes quando se comparado a mercados desenvolvidos, muito em detrimento do nível de investimento em um ativo intangível importante que é o P&D.

Ao estudar a internacionalização de 90 empresas brasileiras que são consideradas de países emergentes, Lussieu da Silva (2003) encontrou o seguinte cenário:

- a) alta concentração de exportações de commodities, recursos naturais e capital;
- b) setores dominantes que respondem por boa parte das exportações brasileiras;
- c) a internacionalização bastante focada no comercial, uma vez que, apriori o local de origem possui vantagens sobre a localização no exterior, porém, observa-se uma tendência em instalar fábricas fora do país.

Nesse sentido, o mercado internacional pode ser complexo, pois, geralmente as empresas possuem poucas informações sobre os locais de destino, além de não possuírem conhecimentos específicos sobre regulamentos, leis, concorrência, gostos e culturas, sendo assim, muitas organizações realizam um processo de expansão de maneira gradual, atuando inicialmente por meio das exportações (CONCONI; SAPIR; ZANARDI, 2016).

Inicialmente, as exportações podem ser um meio que as empresas encontram de aumentar as suas vendas e lucros, ou mesmo expandir o *Market share*, diversificar e aumentar ativos intangíveis como a reputação da marca (CAVUSGIL; ZOU; NAIDU, 1993).

Diante disto, a exportação, entre as opções existentes para atuar internacionalmente, é a mais atrativa devido ao seu custo e riscos potencialmente menores se comparado a alternativas, tais como, joint ventures, subsidiárias, dentre outros (CONCONI; SAPIR; ZANARDI, 2016).

Neste cenário, a exportação pode aumentar a competitividade e valorizar o valor de mercado das organizações, estudos como o de Petry *et al.* (2014) buscou analisar a relação entre o nível de internacionalização e a criação de valor, e encontrou que quanto maior o índice de internacionalização, maior a criação de valor para os investidores.

Outro estudo que investigou essa relação foi o de Souza, Passos e Portugal (2017), que avaliaram as empresas mais internacionalizadas do Brasil de acordo com a Fundação Dom Cabral (FDC). Em uma amostra de 15 empresas no período de 2010 a 2014, mostrou uma relação significativamente positiva entre internacionalização e valor de mercado das ações.

Diante dos estudos sobre ativos intangíveis e exportação impactando positivamente e individualmente no valor de mercado, surge a seguinte hipótese a ser testada neste trabalho: Hipótese H1 - Há uma relação positiva entre a interação exportação-grau de intangibilidade no valor das empresas de capital aberto listadas na B3.

3. Procedimentos metodológicos

3.1 Classificação da pesquisa e testes iniciais

Esta pesquisa se caracteriza como descritiva por buscar detalhar um objeto com o intuito de conhecer as suas características, assim como verificar possíveis relações (SELLTIZ *et al.*,

1965). Neste sentido, a pesquisa buscará verificar se há relação entre o valor da empresa com o grau de intangibilidade e o nível de exportação.

Como método estatístico utilizado para responder ao objetivo de pesquisa, foi aplicado a técnica regressão com dados em painel, pois é um método que permite analisar a evolução das variáveis no decorrer do tempo e a avaliar a existência ou não de relações entre elas. (MARQUES, 2000).

Foi utilizado a ferramenta gráfica box plot para verificar se os dados apresentavam outliers, e foram detectados que as variáveis Valor de mercado (VM), Grau de Intangibilidade (GI), Retorno (ROE), Estrutura de financiamento (FIN), EBITDA, Tamanho (TAM) e Exportação (EXP) possuíam valores extremos, logo, foi utilizado a winsorização com um grau de 0.025 para a tratativa do problema.

Para verificar se os dados deste estudo possuem problemas de multicolinearidade, foi realizado o teste VIF que apontou uma média de 1,75 conforme pode ser visto na tabela 4, sendo assim, as variáveis não apresentaram tal problema, uma vez que os VIF individuais e médio foram menores que 10.

Após o teste VIF, foi realizado os testes de Woodridge e Wald para detectar problemas de autocorrelação e heterocedasticidade respectivamente. Contudo, nenhum dos dois testes apresentaram valores que refutassem as hipóteses H0 destinados a afirmativa de não haver autocorrelação e heterocedasticidade, logo, não foi necessário utilizar o modo *robust* na regressão uma vez que as variáveis não demonstraram problemas.

Por fim, no intuito de utilizar o melhor modelo de dados em painel para as variáveis deste estudo, realizou-se os testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman, e conforme a tabela 4, a opção mais adequada foi a de efeito fixo, uma vez que os três testes geraram resultados menores que 0,05% recusando as opções de pooled e efeito aleatório.

3.2 Seleção da Amostra e Variáveis Estudadas

Para compreender se as variáveis Grau de Intangibilidade e Exportação se relacionam com o Valor da empresa, foi formado uma base com todas as empresas ativas listadas na B3, com exceção das financeiras por terem demonstrativos singulares,

A variável dependente deste estudo é o Valor da Empresa, e como variáveis independentes, serão utilizadas as variáveis Grau de Intangibilidade conforme utilizado por Pérez e Famá (2015) e exportação conforme utilizado e adaptado de Santos, Vasconcelos e De Luca (2015), além disso, foi criado uma terceira variável de interação (EXP*GI) com as duas variáveis citadas. E como variáveis de controle estão: ROE, FIN, EBITDA e TAM conforme aplicado e adaptado dos estudos de Medrado *et al.* (2016) no intuito de minimizar o erro estocástico.

As variáveis MV, GI, ROE, FIN, EBITDA e TAM foram coletados no banco de dados da Economatica, e contemplou todas as empresas ativas e não financeiras no período de 2010 a 2017, em detrimento da Resolução CFC 1.156/2009, que exigiu com que os demonstrativos financeiros brasileiros se adequassem e padronizassem as normas internacionais. A variável EXP foi coletada diretamente nos formulários de referência disponibilizados pela CVM, no item 7.6 – Receitas relevantes proveniente do exterior.

Diante das variáveis apresentadas, a equação formulada para responder ao objetivo de pesquisa foi

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 GI_{it} + \beta_2 EXP_{it} + \beta_3 EXP * GI_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 FIN_{it} + \beta_6 EBITDA_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \varepsilon_i$$

Onde:

β_0 = coeficiente de interseção

MV_{it} = valor atribuído pelo mercado para a empresa;

GI_{it} = refere-se ao grau de intangibilidade;

EXP_{it} = compreende as exportações da empresa;

$EXP * GI_{it}$ = compreende a interação de exportação e grau de intangibilidade da empresa;

ROE_{it} = refere-se ao retorno gerado sobre o patrimônio líquido;

FIN_{it} = compreende a estrutura de financiamento da empresa;

$EBITDA_{it}$ = refere-se ao lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização;

TAM = Compreende o tamanho da empresa;

ε_i = É o termo de erro da regressão.

Na tabela 1, apresenta-se um resumo das variáveis deste estudo, com as siglas, forma de cálculo, fonte e estudo base.

Tabela 1 – Resumo das variáveis - sigla, forma de cálculo, fonte e estudo base

Sigla da Variável	Forma de cálculo	Fonte	Estudo Base
<u>Variável dependente</u>			
VM	Valor de Mercado da Ação	Economatica	Marques <i>et al.</i> (2017)
<u>Variáveis de controle</u>			
ROE	Lucro líquido (após impostos) / patrimônio líquido	Economatica	Medrado <i>et al.</i> (2016)
FIN	Valor total das dívidas financeiras / valor total de ativos	Economatica	Medrado <i>et al.</i> (2016)
EBITDA	Lucro antes dos juros, IR, depreciações/exaustões e amortizações / ativos totais	Economatica	Medrado <i>et al.</i> (2016)
TAM	Logaritmo natural dos ativos totais	Economatica	Medrado <i>et al.</i> (2016)
<u>Variáveis independentes</u>			
GI	Valor de Mercado da Ação / Patrimônio Líquido	Economatica	Pérez e Famá (2015)
EXP	Porcentagem de receitas derivadas do exterior	Formulário de referência Item 7.6 – Receitas relevantes proveniente do exterior	Adaptado de Santos, Vasconcelos e De Luca (2015)
<u>Variável de Interação</u>			
EXP*GI	EXP X GI	Economatica	

Fonte: Elaborado pelos autores

4. Análise dos dados

4.1 Análise descritiva dos modelos

Neste tópico são analisados os resultados das 332 empresas (2.656 observações) listadas na B3 de todos os setores (19) com exceção do setor financeiro e fundos, por meio da técnica de regressão em painel com efeitos fixos.

A tabela 3 contém a estatística descritiva das variáveis deste estudo. Observa-se que o Valor de Mercado (VM) possui uma média de R\$ 5,8 e um máximo de R\$ 50,18 bilhões com um desvio padrão de R\$ 10,35 bilhões. Já o Grau de Intangibilidade (GI) possui uma média de 1,75 com um desvio baixo de 2.15.

Em relação a exportação, as empresas apresentaram uma média de 0,06% de receitas provenientes do exterior, podendo chegar a 100% de exportação em seu ponto máximo. As variáveis ROE e IFIN apresentaram dispersões altas de 30.13 e 21.06 respectivamente.

O EBITDA que representa o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização das empresas estudadas apresentou uma média de R\$ 0.88 bilhões, chegando a resultados de R\$ 8.04 bilhões.

Tabela 2: Dados descritivos do estudo

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Min	Max
Empresas	2,656	167	96	1	332
Setor	2,656	10	5	1	19
Ano	2,656	2014	2	2010	2017
VM	2,040	5.80	10.35	0.01	50.18
GI	2,033	1.75	2.15	-1.55	9.64
EXP	2,023	0.06	0.17	0	1
EXP*GI	1,547	0.13	0.55	-1.53	10.28
ROE	2,135	2.13	30.13	-118.66	51.23
FIN	2,497	27.24	21.06	0.00	84.19
EBITDA	2,350	0.88	1.72	-0.46	8.04
TAM	2,499	9.17	1.15	5.24	10.84

Nota Variáveis: VM – Valor de Mercado; GI – Grau de Intangibilidade; EXP – Exportação; EXP*GI – Interação entre exportação e Intangibilidade; ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido; FIN – Estrutura de financiamento; EBITDA – Lucro antes dos juros; TAM – Tamanho da empresa

Após a análise descritiva, foi realizado o teste de correlação para verificar indícios de associações entre as variáveis de estudo.

Na tabela 3, é possível verificar a correlação das variáveis deste estudo, e o que se observa é que as variáveis GI, ROE, EBITDA e TAM possuem uma associação significativa e positiva com a variável dependente Valor de mercado (VM), mostrando assim, possíveis indícios de que essas variáveis se relacionam. Contudo, com exceção da variável EBITDA que mostrou uma correlação forte (0.8210) com a variável de interesse, todas as associações mostraram-se fracas ou médias, sendo assim, a regressão com dados em painel foi realizada no intuito de estabelecer se de fato existe ou não relação entre as variáveis.

Tabela 3 – Tabela de correções das variáveis de estudo

	VM	GI	EXP	EXP*GI	ROE	IFIN	WBTIDA	TAM
VM	1							
GI	0.3147*	1						
EXP	0.0143	0.0417	1					
EXP*GI	0.0133	0.2468*	0.6402*	1				
ROE	0.2190*	0.1660*	-0.0011	0.0001	1			
FIN	0.0104	-0.0199	0.0781*	0.0436	-0.0244	1		
EBITDA	0.8210*	0.1520*	0.0848*	0.0209	0.2115*	0.1414*	1	
TAM	0.5816*	0.1438*	0.0879*	0.0458	0.3932*	0.3561*	0.5151*	1

Nota Variáveis: VM – Valor de Mercado; GI – Grau de Intangibilidade; EXP – Exportação; EXPGI – Interação entre exportação e Intangibilidade; ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido; FIN – Estrutura de financiamento; EBITDA – Lucro antes dos juros; TAM – Tamanho da empresa

4.2 Análise da regressão com dados em painel

A análise de regressão em painel, apresentada na tabela 4, apresenta indícios de que o modelo proposto é válido por apresentar probabilidade menor do que 5%, sendo, $\text{Prob} > 0.000$. Além disso, conforme informado anteriormente, após os testes de Chow, Breuch-Pagan e Hausmann, conforme pode ser visto os resultados na tabela 4, o modelo que se mostrou mais apropriado para a amostra é o de efeito fixo. Além disso, os dados foram controlados pelo ano e pelo setor.

Ao analisar a amostra de 1.330 observações das empresas listadas na B3, observa-se que o Grau de Intangibilidade (GI) mostrou-se significativa e positivamente relacionado com o valor de mercado da empresa (VM) o que corrobora com os achados de Gamayuni (2015) e Medrado *et al.* (2016), ou seja, quanto maior o grau de ativos intangíveis da empresa maior o seu valor de mercado, fato explicado por Gamayuni (2015) ao dizer que os recursos intangíveis podem aplicar um efeito positivo já que, quanto maior o seu grau de intangibilidade, maior a sua capacidade de gerar lucros e riquezas, logo, os acionistas e investidores podem analisar as organizações de forma positiva o que poderá acarretar em um aumento no valor das empresas.

Já quando se analisa a exportação enquanto estratégia de aumento de competitividade, este fator não apresentou relação significativa com o valor de mercado, contrariando, por exemplo, os resultados de Souza, Passos e Portugal (2017), logo, por mais que estudos como o de Petry *et al.* (2014) e Souza, Passos e Portugal (2017) mostrem que existe uma relação positiva entre internacionalização e valor, o que se percebe é que nesses estudos anteriores a amostra eram muito pequenas, logo, ao se expandir a análise para todas as empresas listadas na B3 como proposta deste trabalho, não foi possível encontrar uma relação entre as variáveis.

Referente ao resultado da variável de interação EXP*GI que buscou compreender se as empresas com alto grau de intangibilidade aliado a estratégia de exportação, poderia proporcionar um maior valor de mercado. O que encontrou-se foi que também não existe relação significativa com a variável de interesse, logo, exportar e ter alto grau de ativos intangíveis não representa impacto no valor de mercado. Este resultado pode ter sido encontrado em detrimento dos baixos investimentos em ativos intangíveis como o P&D apresentado por

empresas originadas de países emergentes como o Brasil, conforme evidenciado por Buckley e Tian (2016).

As variáveis de controle EBITDA e TAM mostraram-se determinantes positivos sobre o valor de mercado, logo, quanto maior o tamanho e o resultado do EBITDA, maior o valor de mercado das firmas. O resultado do EBITDA se justifica, pois conforme Medrado *et al.* (2016) os acionistas veem com bons olhos a geração de caixa, uma vez que significa que a empresa possui meios de pagar suas dívidas e manter o nível de *payout*.

Tabela 4 – Estatística de Regressão em Painel - Efeito Fixo

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Razão-t	p-valor
GI	0.9689	0.1673	5.79	0.000***
EXP	-2.0058	1.7194	-1.17	0.245
EXP*GI	-0.3052	0.3003	-1.02	0.311
ROE	-0.0010	0.0052	-0.20	0.843
FIN	-0.0613	0.0209	-2.93	0.004***
EBITDA	1.7802	0.5170	3.44	0.001***
TAM	5.1987	1.6029	3.24	0.001***
Observações		1330		
VIF		1.75		
Breusch-Pagan		1744.07***		
Chow		46.49***		
Hausman		123.81***		
Woodridge		61.491***		
Wald		2.2e+33***		
Controlado pelo ano		Sim		
Controlado pelo setor		Sim		

Nota: onde: *, **, *** Estatisticamente significantes ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Nota Variáveis: VM – Valor de Mercado; GI – Grau de Intangibilidade; EXP – Exportação; EXP*GI – Interação entre exportação e Intangibilidade; ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido; FIN – Estrutura de financiamento; EBITDA – Lucro antes dos juros; TAM – Tamanho da empresa

Já a variável FIN também se mostrou significativamente relacionada a variável de interesse, porém, de maneira negativa, ou seja, quanto maior a alavancagem financeira, menor o valor de mercado das organizações, contrariando os achados de Medrado *et al.* (2016). Tal resultado pode ter sido encontrado em detrimento do contexto das empresas brasileiras ser menos estável, logo, a dívida pode não ser vista com bons olhos pelos investidores.

5. Considerações finais

Este estudo teve como objetivo principal avaliar o grau de intangibilidade aliado à exportação, ambos analisados sobre uma ótica estratégica que fomenta a competitividade e promove a diferenciação, para compreender se o valor de mercado pode ser impactado por esses dois fatores.

Para isso, após a apresentação sobre como os recursos intangíveis e as exportações poderiam impactar no valor das empresas, foi formado uma base com todas as organizações de capital aberto listadas na B3 no período de 2010 a 2017, logo após isso, foram extraídos os dados necessários pelo sistema Economatica e do Formulário de Referência disponibilizados pela CVM para que fosse possível testar a hipótese deste estudo.

Foi utilizado a técnica de regressão com dados em painel, e a partir dos resultados encontrados, as seguintes contribuições foram geradas:

- a) rejeita-se H1 pois não foi encontrada relação significativa entre a interação exportação-grau de intangibilidade com o valor de mercado;
- b) o grau de intangibilidade impacta positivamente o valor de mercado, ou seja, quanto maior o grau de ativos intangíveis, maior o valor de mercado das organizações;
- c) a variável exportação não possui relação com o valor de mercado das firmas;
- d) quanto maior o tamanho e o EBITDA, maior o valor de mercado;
- e) quanto maior a alavancagem, menor o valor de mercado.

Como demonstrado por este estudo, devido a crescente importância dos ativos intangíveis, uma vez que eles são únicos e de difícil compra ou imitação, compreender que estes recursos impactam diretamente no valor econômico das organizações pode, sobretudo, contribuir com as decisões dos gestores sobre os intangíveis, já que, conforme observado nestes resultados, existe uma forte ligação entre essas decisões de investimento em intangíveis e a maximização do valor das empresas. Já a exportação, por ser o meio mais comum de atuação internacional, necessita de mais estudos que abordem os impactos produzidos por essa estratégia.

Como limitação, a variável de internacionalização trata-se de um constructo com diversas vertentes, logo, como este trabalho operacionalizou apenas a variável de exportação, pode ocorrer de resultados diferentes surgirem ao se avaliar outras formas de expansão mundial.

Como trabalhos futuros, sugere-se investigar se a exportação pode se comportar em relação ao valor de mercado em formato de U ou de S, ou seja, poderia avaliar se a exportação quadrática e cúbica traria resultados diferentes em relação ao presente estudo que considerou a exportação linear. Outra sugestão seria acrescentar mais variáveis que caracterizem a internacionalização, de forma que o estudo contemple outras estratégias de atuação internacional.

Referencial

- AHMAD, S. Z., KITCHEN, P. J. Transnational corporations from Asian developing countries: The internationalisation characteristics and business strategies of Sime Darby Berhad. **International Journal of Business Science and Applied Management**, 3(2), 2008.
- ANTUNES, M. T. P. **Capital intelectual**. São Paulo: Atlas, 2000.
- BOULTON, R. S.; LIBERT, B. D.; SAMEK, S. M. **Cracking the value code**. New York: Harper Collings Publishers, 2001.
- BUCKLEY, P.J; TIAN, X. Internalization theory and the performance of emerging-marketmultinational enterprises. **International Business Review**, 2016.
- 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.
- CAVUSGIL, S.T.; ZOU, S.; NAIDU, G.M. Product and Promotion Adaptation in Export Ventures. **Journal of International Business Studies** 24(3): 479–506, 1993.
- CONCONI, P.; SAPIR, A.; ZANARDI, M. The internationalization process of firms: From exports to FDI, **Journal of International Economics**, 99, issue C, p. 16-30, 2016.
- DAL-SOTO, F. O processo de internacionalização de empresas brasileiras do setor de componentes para couro, calçados e artefatos. In: **Workshop Internacionalização de empresas–Desafios e oportunidades para países emergentes**. 2006.
- DECKER, F.; ENSSLIN, S. R.; REINA, D. R. M.; REINA, D. A Relação entre os ativos intangíveis e a rentabilidade das ações: Um estudo com empresas listadas no índice Bovespa. **REUNA**, v. 18, n. 4, p. 75-92, 2013.

ERRUNZA, V.R.; SENET, L. W. The effects of international operations on the market value of the firm: **theory and evidence** *J. Finance*, 1981.

GAMAYUNI, R.R. “The effect of intangible asset, financial performance and financial policies on the firm value”, *International Journal of Scientific & Technology Research*, 4(1), 2015.

GOMES, C. M. et al. Gestão da Inovação Tecnológica para o Desenvolvimento Sustentável em Empresas Internacionalizadas. *Gestão & Regionalidade*, São Caetano do Sul, v. 73, n. 25, p.35-47, 2009.

IGARASHI, D. C. C.; TONGNON, F. C.; IGARASHI, W. Análise de demonstrativos financeiros de modo a identificar as alterações na evidenciação dos ativos intangíveis em função da Lei No. 11.638/07. *ConTexto*, v. 11, n. 19, p. 77-88, 2011.

KAYO, E. K. et al. Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 10, n. 3, p. 73-90, 2006.

LEITE T. S.; SANTOS, D. F. L. A relação dos ativos intangíveis e o valor de mercado na indústria de materiais básicos do Brasil. *Revista Brasileira de Administração Científica*, v. 4, n. 1, 2013.

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

LUSSIEU DA SILVA, M. A Inserção internacional das grandes empresas nacionais. In: LAPLANE, M.; COUTINHO, L.; HIRATUKA, C. (Org.). **Internacionalização e desenvolvimento da indústria no Brasil**. São Paulo: Editora Unesp, 2003.

MARQUES, L. D. Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão da literatura. Série **Working Papers** do Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão (CEMPRE) da Faculdade de Economia do Porto, Portugal, n. 100, 2000.

MARQUES et al. Estrutura de Capital e Qualidade da Informação Contábil: Evidências Empíricas no Mercado Brasileiro no período de 2008-2014. *Portuguese Journal of Finance, Management and Accounting*. ISSN: 2183-3826. Vol 3, Nº 5, March 2017.

MEDRADO, F. et al. Relação entre o nível de Intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, São Paulo, v. 10, n. 28, p. 32-44, dec. 2016.

MDIC. Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços. Disponível em: <<http://www.mdic.gov.br/index.php/noticias/3223-exportacoes-brasileiras-crescem-acima-da-media-mundial>>. Acesso em 01 de jul.2018.

OKPARA, O. J. Strategic choices, export orientation and export performance of SMEs in Nigeria. *Management Decisions*. 2009.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Características estratégicas dos ativos intangíveis e o desempenho econômico da empresa. *UNISANTA Law and Social Science* – p. 107 - 123; Vol. 4, nº 2, 2015.

PETRY, J. F. et al. Influência da internacionalização das empresas brasileiras na criação de valor. *Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios*, [S.l.], v. 7, n. 1, p. 158-180, abr. 2014.

RINDU, R.G. The Effect Of Intangible Asset, Financial Performance And Financial Policies On The Firm Value. *International Journal of Scientific & Technology Research*. V. 4 - Issue 1, 2015.

RITTA, C. D. O.; ENSSLIN, S. R. Investigação sobre a relação entre ativos intangíveis e variáveis financeiras: um estudo nas empresas brasileiras pertencentes ao Índice Ibovespa nos anos de 2007 e 2008. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 10, 2010, São Paulo. *Anais...*São Paulo: USP, p. 1-16, 2010.

ROACH; Stephen D. Is excess rent intangible? *Appraisal Journal*, v. 84, n.2; p. 121, 2016.

SANTOS, J. G. C.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Internacionalização de empresas e governança corporativa: Uma análise das maiores companhias abertas do Brasil.

Advances in Scientific and Applied Accounting ISSN 1983-8611 São Paulo v.8, n.3 p. 300 - 319 Set. / Dez. de 2015.

SELLTIZ, C.; WRIGHTSMAN, L. S.; COOK, S. W. **Métodos de pesquisa das relações sociais**. São Paulo: Herder, 1965.

SOUZA, P. V. S.; PASSOS; D. L.; PORTUGAL, G. T. Fatores relacionados à internacionalização das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração da UNIMEP**. v.15, n.2, 2017.

STAL, Eva. Internacionalização de empresas brasileiras e o papel da inovação na construção de vantagens competitivas. **RAI - Revista de Administração e Inovação**, São Paulo, v. 7, n. 3, p. 120-149, nov. 2010.