

A RELEVÂNCIA DO *GOODWILL* NO PROCESSO DE AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

THE RELEVANCE OF GOODWILL IN THE EVALUATION PROCESS OF BRAZILIAN COMPANIES

FLÁVIA ZÓBOLI DALMÁCIO

flaviazd@usp.br

AMAURY JOSE REZENDE

amauryj@usp.br

EMANOEL MARCOS LIMA

emanoellima@ufgd.edu.br

ELISEU MARTINS

emartins@usp.br

RESUMO

Este trabalho tem por objetivos: (i) Analisar a relevância das variáveis contábeis para explicar o comportamento dos preços das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa; (ii) Propor um modelo para cálculo do *goodwill*; (iii) Verificar o poder explicativo incremental do *goodwill* no preço das ações. Estudos internacionais sobre capital intangível e *goodwill* destacam que as informações contábeis elaboradas conforme as normas e padrões americanos, especificamente para as empresas da nova economia, não possuem poder preditivo para a avaliação do comportamento dos preços das ações. A amostra utilizada compõe-se de empresas financeiras e não financeiras, selecionadas entre as que possuíam ações (ON e PN) negociadas na Bovespa, no período de 1998 a 2006. Foi utilizada a técnica de dados em painel e, de acordo com os resultados obtidos, constatou-se que os preços correntes das ações das empresas brasileiras podem ser explicados por variáveis contábeis (lucro, patrimônio, ativo diferido) e pelo *goodwill*, com coeficientes estatisticamente significantes.

Palavras-chave: ativo diferido, *goodwill*, informações contábeis, avaliação de empresas, mercado de capitais.

ABSTRACT

The objectives of this paper are: (i) to analyze the relevance of accounting variables to explain the behavior of the stock prices of the Brazilian companies negotiated in the São Paulo Stock Exchange; (ii) to consider a model for calculation of goodwill; (iii) to check the incremental explanatory power of goodwill for the stock prices. International studies on intangible capital and goodwill highlight that the accounting information given in accordance with the American norms and standards, specifically in the case of companies of the new economy, has no predictive power for the evaluation of the behavior of stock prices. The sample used here consists of financial and non-financial companies selected among those who owned stocks traded at the Bovespa in the period between 1998 and 2006. The study used the technique of panel data and, in accordance with the results, showed that the market stock prices of the Brazilian companies can be explained by accounting variables (profit, equity, differed asset) and by goodwill, with statistic statistically significant coefficients.

Key words: differed asset, goodwill, accounting information, evaluation of companies, stock market.

INTRODUÇÃO

A relevância das informações contábeis, há décadas, vem sendo alvo de pesquisas, no meio acadêmico. Nessas pesquisas, variáveis contábeis (lucro, patrimônio líquido) são utilizadas como *proxy* para buscar explicação do comportamento dos preços das ações.

Nesse sentido, a motivação deste trabalho consiste em verificar o poder explicativo incremental do *goodwill*¹ criado pelas empresas brasileiras, e se essa variável é, estatisticamente, significativa para explicar o comportamento dos preços das ações. Essa pesquisa refere-se a um projeto *continuum*² dos estudos realizados sobre ativos intangíveis e a *value-relevance* das informações contábeis.

Nesse contexto, Amir e Lev (1996) examinaram a relevância da informação contábil e das informações não financeiras em companhias de celulares. Os autores indagaram: "as informações contábeis poderiam ser utilizadas na previsão do valor das empresas de alta tecnologia?" e concluíram que os procedimentos contábeis em vigor não seriam capazes de demonstrar o que ocorre com empresas desse segmento, atribuindo, como um dos responsáveis pela fraca performance dos números contábeis, o fato de a contabilidade das empresas americanas ser elaborada com base em preceitos que não permitem que as empresas registrem investimentos realizados em intangíveis em P&D – gastos em pesquisa e desenvolvimento.

Aboody e Lev (1998), Lev e Zarowin, (1999) e Amir et al. (1999) defendem que a contabilidade deveria registrar os gastos com P&D, pois esses gastos são relevantes para explicar o preço e retorno das ações das empresas.

Diante das constatações apresentadas, esta pesquisa direciona seu foco de investigação para as empresas pertencentes ao mercado de capitais brasileiro, como continuação das pesquisas de Rezende e Lopes (2005) e Alencar e Dalmácio (2006).

Rezende e Lopes (2005), ao analisarem o valor dos ativos diferidos como *proxy* para avaliar o impacto das informações contábeis no processo de avaliação das empresas, constataram que os resultados encontrados, referentes às análises sobre os intangíveis (diferido), demonstraram baixo poder explanatório, o que contraria os argumentos de Aboody e Lev (1998), de que o registro dos ativos intangíveis oferece informações relevantes para investidores e de que os gastos com pesquisas e desenvolvimento deveriam ser trazidos de volta para as demonstrações financeiras.

Alencar e Dalmácio (2006), ao analisarem os ativos diferidos, sob a perspectiva de relevância entre os setores

econômicos, nível de liquidez e classe (ON e PN) das ações das empresas brasileiras, apontam que os ativos diferidos apresentam relações significativas, tanto entre os setores quanto referentemente à liquidez e classe de ações.

Nessa linha de estudos, pretende-se continuar a investigação, no mercado brasileiro, respondendo as seguintes questões: *Qual a relevância das variáveis contábeis para explicar o comportamento dos preços das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa? E qual o poder explicativo incremental do goodwill?*

Portanto, por meio desta pesquisa, buscou-se: (i) analisar a relevância das variáveis contábeis para explicar o comportamento dos preços das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa; (ii) propor um modelo para cálculo do *goodwill*; (iii) verificar o poder explicativo incremental do *goodwill* no preço das ações.

A base conceitual utilizada para avaliação do poder explicativo das variáveis foi a estrutura conceitual proposta por Ohlson (1995), que expressa preços como uma função do lucro e patrimônio líquido, conjuntamente, com o *goodwill*.

A relevância do trabalho encontra-se em verificar a importância do reconhecimento e contabilização do *goodwill* no processo de avaliação das empresas, pelos *stakeholders*, ressaltadas as limitações em relação ao tratamento contábil desses itens.

O artigo apresenta-se dividido em 6 seções: sendo que a primeira inclui esta introdução, a segunda discute a relevância da informação contábil, a terceira sessão trata dos aspectos conceituais do *goodwill*, a quarta dos aspectos metodológicos, a quinta demonstra os resultados apurados, e, por fim, são apresentadas as conclusões da pesquisa. Em síntese, esta pesquisa investigou a relevância das variáveis contábeis (lucro, patrimônio líquido), associadas a uma *proxy* de *goodwill*.

A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O MERCADO DE CAPITAIS

O papel da contabilidade, para o mercado de capitais, vem ganhando destaque, principalmente pelo volume de pesquisas desenvolvidas sobre o tema. Grande parte desses trabalhos busca evidências sobre a importância das informações contábeis para o mercado financeiro.

O marco inicial das pesquisas do papel da informação contábil nos mercados de capitais se deu com o trabalho de Ball e Brown (1968). Os autores investigaram a existência da relação entre o lucro contábil e o preço das ações e verificaram que os números contábeis possuem capacidade informacional

¹ Segundo a FIPECAFI (2001, p. 129), "o dimensionamento do *goodwill* permite a conciliação entre os valores global e dos itens do patrimônio de uma entidade. Essa característica é tida como muito importante no que se refere à identificação das expectativas de geração de riqueza". No entanto, "do ponto de vista dos conceitos da objetividade e praticabilidade, o *goodwill* pode ser bastante questionável, dependendo das opções de avaliação adotadas" (FIPECAFI, 2001, p. 130).

² Projeto de continuidade e aperfeiçoamento de trabalhos anteriores dos seguintes pesquisadores: Rezende e Lopes (2005), Rezende (2005) e Alencar e Dalmácio (2006).

para o mercado de capitais. Beaver (1968) verificou que o preço e o volume das ações negociadas, nas semanas próximas à divulgação das informações contábeis, reagem fortemente à informação contábil. Beaver *et al.* (1979), a partir dos estudos de Ball e Brown (1968), verificaram correlação positiva entre as variações dos resultados contábeis e os preços das ações.

Destacam-se também os trabalhos, sobre o comportamento dos lucros e dos retornos ao longo do tempo, realizados por Board e Walker (1990) e Strong e Walker (1993). A pesquisa de Strong e Walker (1993), inspirada no trabalho de Lev (1989), investigou *o lucro contábil e sua importância para investidores*. Os autores concluíram que R^2 (ajustado) é uma medida que pode auxiliar na descoberta do grau de utilidade do lucro contábil e na previsibilidade da variação dos retornos e diagnosticaram que o grau de utilidade do lucro é modesto e explica apenas 5% da variação sofrida na taxa de retorno. Eles salientaram que o fraco poder de explicação das variáveis justifica-se em função das práticas de contabilidade adotadas.

Watts e Zimmerman (1986) afirmam que a pesquisa em mercado de capitais tornou-se uma das áreas mais profícuas na academia contábil internacional. A partir dos trabalhos citados, outros foram desenvolvidos, principalmente nos Estados Unidos e Inglaterra, países que possuem mercado de capitais desenvolvido. Segundo Lopes (2001, p. 111),

esses dois mercados possuem modelos de governança similares (de forma geral) onde a contabilidade é pouco regulamentada e voltada, principalmente, para investidores de mercado de capitais (Ball et al., 2000). Dessa forma, os resultados acima não são surpreendentes na medida em que a contabilidade nestes dois países tem o investidor de mercados de capitais como usuário primordial. No entanto, pesquisas realizadas em mercados emergentes ou menos desenvolvidos são quase que inexistentes; especialmente tratando-se de América Latina.

No Brasil, vale ressaltar o trabalho de Lopes (2001). Utilizando o Modelo de Ohlson (Ohlson, 1995), o autor encontrou evidências de que a informação contábil é relevante em mercados emergentes, como o Brasil. No entanto, a relevância do patrimônio é maior do que o resultado (oposto ao que é observado em mercados mais desenvolvidos), principalmente, em virtude da concentração acionária existente no Brasil. O lucro, no Brasil, não funciona como redutor de assimetria informacional, mas demonstra importância em termos de distribuição de dividendos.

Para Ludícibus e Lopes (2004, p. 134-135), pesquisas que examinam a ligação dos números contábeis e o mercado de capitais podem ser resumidas em três grupos: reação do mercado às novas informações geradas pela contabilidade; alterações no comportamento do relacionamento entre o retorno das ações e os números contábeis; e a relevância

da informação contábil comparada com informações não financeiras.

OS INVESTIMENTOS EM ATIVOS INTANGÍVEIS E SEUS EFEITOS SOBRE VALUE-RELEVANCE DO LUCRO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Quanto ao estudo sobre a relevância das informações produzidas pela contabilidade financeira, para empresas com alta concentração de ativos intangíveis, Lev (1997) e Amir e Lev (1996) argumentam que essas informações se apresentam de forma limitada para avaliação de empresas do setor de tecnologia e serviços (telecomunicações e alta tecnologia), as quais investem valores significativos em intangíveis, como, por exemplo, pesquisa e desenvolvimento, capital humano e desenvolvimento de marca.

Nesse contexto, Lev (1997) destaca que a contabilidade financeira americana limita-se a registrar os ativos intangíveis somente em determinadas circunstâncias, como o intangível adquirido; assim limita a utilidade da informação contábil para análise das empresas que possuem grandes somas de intangíveis não registrados. Outras constatações, apontadas nas pesquisas de Amir e Lev (1996), demonstram que o lucro, o patrimônio líquido e o fluxo de caixa são irrelevantes para determinar o valor das companhias de celular, empresas caracterizadas com alta concentração de ativos intangíveis.

Nesse contexto, Collins *et al.* (1997, p. 42-43) destacam que "[...] a priori nós não temos como predizer como o tratamento contábil dos intangíveis pode afetar a importância relativa dos lucros e patrimônio líquido ao mesmo tempo".

Amir *et al.* (1999) relataram que as previsões dos analistas são mais consistentes nas empresas com alta concentração de ativos tangíveis. Observaram que os números contábeis das empresas americanas, com alta concentração de ativos intangíveis, não se apresentam tão relevantes quanto às previsões dos analistas.

Consequentemente, a justificativa para esses fatos encontra-se em função de as normas contábeis americanas (US-GAAP) não permitirem os registros dos gastos com pesquisas e desenvolvimento ou despesas dessa natureza.

Corroborando esse argumento, Amir *et al.* (1999) diagnosticaram que, quando cresce o percentual de capital com pesquisa e desenvolvimento, observa-se um decréscimo no R^2 (ajustado) das regressões.

Ademais, Lev e Zarowin (1999) argumentam que o não incremento dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras demonstra-se, parcialmente, um dos responsáveis pelo declínio (perda) da relevância dos números contábeis, tanto na avaliação corrente dos preços das ações das empresas quanto na previsão de retornos.

A pesquisa, realizada por Aboody e Lev (1998), concluiu que o registro dos ativos intangíveis resume e oferece informações relevantes para investidores, em geral. Os autores apontaram que os intangíveis, como exemplo, os gastos com

pesquisas e desenvolvimento, deveriam ser trazidos de volta para as demonstrações financeiras. Além disso, os autores apresentam evidências de que a não capitalização de ativos intangíveis está associada a largos erros na previsão dos analistas de lucros.

Além das evidências estatísticas encontradas, por Lev (1989), em relação ao poder explicativo dos números contábeis, Lev e Radhakrishnan (2003) encontraram evidências de que os investidores reconhecem a importância do capital intangível. Além disso, os autores atribuem que a falha ou ineficiência de mercado é consequência da pobreza na evidenciação de informações sobre o capital intangível das empresas.

No Brasil, Lopes (2001), ao estudar uma amostra de empresas nos períodos de 1998 e 1999, constatou que os números contábeis das empresas da nova economia possuem poder explicativo superior aos números da velha economia. Consequentemente, o autor aponta que essas evidências, encontradas no mercado brasileiro, contrariam os resultados apontados pela pesquisa de Lev (1989). Lopes (2001) destaca que essa superioridade merece maiores investigações e, possivelmente, podem ser explicadas pelo fato de que os "BR-GAAP"³, antes do advento da Lei 11.941/09, permitiam que a contabilidade registrasse os *gastos com P&D* e os amortizassem num período entre 5 e 10 anos.

Novamente, vale ressaltar os trabalhos de Rezende e Lopes (2005) e Alencar e Dalmácio (2006), que analisaram o impacto do valor dos ativos diferidos no processo de avaliação das empresas.

A INFORMAÇÃO CONTÁBIL E OS MODELOS DE AVALIAÇÃO

Pelas evidências da relevância da informação contábil no mercado de capitais, percebe-se que a contabilidade, cada vez mais, torna-se necessária no processo de realização de previsões e avaliações econômicas das empresas. Lee (1999) destaca que tamanho interesse por essas áreas de pesquisa ainda encontra espaço para crescimento, pois oferece muitas oportunidades e desafios.

Sobre avaliação de empresas, vale ressaltar o trabalho desenvolvido por Ohlson (1995), que resgata o papel da contabilidade aos estudos de finanças e que passou a ocupar a atenção nos debates acadêmicos (Lundholm, 1995; Bernard, 1995; Fukui, 2001). A metodologia proposta por Ohlson (1995), além de oferecer uma representação descritiva da contabilidade e do processo de avaliação de empresas, atualmente vem estimulando um crescente conjunto de pesquisas que examinam a ligação entre valor de mercado da empresa e valores reconhecidos ou divulgados nos relatórios contábeis. O modelo de Ohlson (1995) sugere uma metodologia em que

o valor de mercado de uma empresa é função de variáveis contábeis atuais e futuras e tenta estabelecer um link entre o lucro contábil, o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa (Lopes e Ludícibus, 2004, p. 94).

Nesse contexto, observa-se que os números fornecidos pela contabilidade sobre a *performance* econômica e financeira das empresas demonstram-se como variáveis significativas para os modelos de avaliação e previsão, tanto dos preços e retornos das ações quanto da avaliação do valor da empresa.

ASPECTOS CONCEITUAIS E MODELOS DE AVALIAÇÃO DO GOODWILL

Metodologias para avaliação do *goodwill* produzido e adquirido pelas empresas e do capital intangível vêm sendo estudadas desde o século XX por diversos autores: Owens (1923), Yang (1927), Gynther (1969), Martins (1972), Stewart (1998), Edvinsson e Malone (1998), Hendriksen e Van Breda (1999), Lev (2004).

Nesse âmbito de discussão, Edvinsson e Malone (1998) destacam uma categoria de ativos de maior complexidade e discussões, sendo formada pelos ativos que não possuem existência física, mas que representam valor para a empresa. São considerados de avaliação objetiva difícil, exceto no caso da venda da empresa, e de realização de longo prazo. Esses ativos são conhecidos como ativos intangíveis, que significa os bens que a empresa possui que não se pode pegar ou tocar. Entretanto, essa definição de acordo com Martins (1972) é muito simplista, já que existem outros tipos de ativos que não possuem existência física e não são classificados como intangíveis.

De acordo com Hendriksen e Van Breda (1999), os ativos intangíveis podem ser divididos em dois grupos: os identificáveis, como, por exemplo, as patentes, e os não identificáveis, tendo como exemplo mais comum o *goodwill*. Segundo os autores, existem três características específicas que distinguem os ativos tangíveis dos intangíveis, a saber: inexistência de usos alternativos, falta de separabilidade e incerteza quanto à recuperação.

Lev (2004, p. 114) parte da premissa de que "o desempenho da empresa, conforme refletido no lucro operacional, é gerado por ativos físicos e financeiros, viabilizados por intangíveis". Segundo esse autor, o capital intangível é um indicador de qualquer empresa competitiva bem administrada, "e não só de quem atua numa arena de alta concentração de intangíveis".

Desde a primeira aparição, em 1571, segundo Monobe (1986), até os dias atuais, o tema *goodwill* ainda é motivo de estudos, debates, artigos, concordâncias e divergências entre os estudiosos. De acordo com um jurista americano (*Chief Justice Story*), citado por Owens (1923), *Goodwill* é

³ BR-GAAP – Representam as normas e princípios que regulamentam a contabilidade brasileira.

the advantage or benefit which is acquired by in establishment beyond the mere value of the capital, stock, funds, or property employed therein, in consequence of the general public patronage and encouragement which it receives from constant and habitual customers on account of its local position or common celebrity, or reputation for skill, or affluence, or punctuality, or from any other accidental circumstances and necessities or even from partialities or prejudices.

De acordo com Gynther (1969),

goodwill exists because assets are present, even though they are not listed with the tangible assets. For example, "special skill and knowledge", "high managerial ability", "monopolistic situation", "social and business connections", "good name and reputation", "favorable situation", "excellent staff", "trade names" and "established clientele" are assets in this category. The sum of the value of these assets (commonly referred to as intangible assets) is the value of Goodwill.

Martins (1972, p. 55) afirma que

o goodwill tem sido motivo de estudos, debates, artigos, livros, legislação, concordâncias e divergências desde há muitos anos. As citações e referências a ele datam de séculos atrás, mas a primeira condensação do seu significado e o primeiro trabalho sistemático tendo-o como tema central parece ter existido em 1891.

Segundo Monobe (1986, p. 57),

o goodwill, em sua natureza, é um valor decorrente da expectativa de lucros futuros e da contribuição atribuível aos ativos não identificados e ou não contabilizados pela empresa, bem como a sub-avaliação dos ativos e até métodos de mensuração. É um valor residual atribuível entre os fatores à existência de administração eficiente, processos industriais e patentes próprios, localização ótima, recursos humanos excelentes, efetividade da propaganda e condições financeiras privilegiadas e do grau de sinergia, fatores importantes para a empresa, mas não contemplados pela contabilidade, em função da dificuldade de sua mensuração.

Todos os fatores apontados anteriormente podem ser considerados como responsáveis pelos resultados da empresa no longo prazo, não tendo sido, entretanto, considerados pela contabilidade.

Por sua vez, o *The Chartered Institute of Management Accountants* (CIMA, 1996, p. 87) definiu *goodwill* como a diferença entre o valor de um negócio como um todo e a soma dos ativos individuais avaliados pelo seu valor justo.

Para Ludicibus (2004, p. 234), "o *goodwill* não deixa de ser aquele algo a mais pago sobre o valor de mercado do patrimônio líquido das entidades adquiridas a refletir uma expectativa de lucros futuros em excesso de seus custos de oportunidade". Observa-se que, nas definições apresentadas, o *goodwill* está associado à expectativa de lucros futuros, e a prospecção desses lucros futuros está associada a um conjunto de fatores não contemplados nas informações contábeis.

Canning (*in* Martins, 1972, p. 63) entende que cada ativo possui um determinado valor econômico, mas que nem todos são de fácil identificação. Segundo o autor,

cada elemento componente do ativo possui certo valor também econômico. Mas nem todos os elementos, recursos, direitos e fatores que possuem valor econômico são facilmente identificáveis. Por isso, goodwill representa tão somente o valor agrupado desses elementos que têm em comum a única característica: dificuldade de sua individualização.

Ohlson (1995) apresenta o modelo *Residual Income Valuation (RIV)*, fornecendo instrumental teórico e matemático para avaliação de empresas a partir de informações contábeis, ou seja, concilia o *book value* e os lucros em sua fórmula de avaliação e afirma que, nesse modelo (*RIV*), os erros entre o *book value* e o valor da empresa ($P - BV$) se referem ao *goodwill*, enquanto que os erros entre o lucro capitalizado e valor da empresa ($P - L/r$) se referem às mudanças no *goodwill*.

Ohlson e Juettner-Nauroth (2005), ao analisarem *Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value*, apresentam o modelo *Abnormal Earnings Growth (AEG)*, derivado da mesma estrutura matemática e teórica do *RIV*; no entanto, os autores destacam que o crescimento anormal dos lucros justifica somente uma parte ou uma mudança do *goodwill*. Essa nova abordagem analítica de Ohlson e Juettner-Nauroth (2005) possibilita a inclusão de outros fatores que comporiam a formação do *goodwill*, produzido pelas empresas, e não somente os lucros anormais futuros.

O *goodwill* é, na maioria das empresas, considerado como o ativo intangível mais importante. No entanto, seu tratamento contábil está dentro dos itens considerados como um dos mais complexos (Hendriksen e Van Breda 1999, p. 392). Os autores destacam três enfoques principais, no que diz respeito à sua avaliação: (i) Atitudes favoráveis da empresa; (ii) Valor presente da diferença positiva entre lucros futuros esperados e o retorno considerado normal sobre o investimento total; (iii) Conta geral de avaliação – a diferença entre o valor da empresa e a sua totalidade e as avaliações de seus ativos líquidos tangíveis e intangíveis individuais.

Esse processo de mensuração e avaliação do *goodwill* e do capital intelectual é um tema que vem sendo investigado. Entre os diversos instrumentos que buscam medir o capital intelectual da empresa, destacam-se: diferença do valor total

dos ativos *versus* o fluxo de benefícios futuros trazidos a valor presente, diferença entre o valor de mercado e o valor contábil; razão entre o valor de mercado e o valor contábil; "Q" de Tobim; Modelo de Stewart; valor intangível calculado; Modelo de Edvinsson & Malone; Modelo de Sveiby; Modelo Heurístico.

O modelo desenvolvido por Stewart (1998, p. 128) segue a lógica de que o valor dos ativos intangíveis é igual à capacidade de uma empresa superar o desempenho de um concorrente do setor que possui ativos tangíveis semelhantes. A operacionalização do modelo de Stewart (1998) se dá pela exemplificação demonstrada no Quadro 1, onde se vê ser ele "estático", baseado no passado recente.

Note-se que esse modelo é semelhante ao adotado na grande maioria dos casos de disputas judiciais quando de falecimento ou retirada de sócios, normalmente em sociedades que não por ações ("apuração de haveres"). Justifica-se esse modelo em função de, nesses casos, a avaliação se dar como regra muito depois da data-base (falecimento, retirada do sócio, etc.) quando não há mais sentido em se falar em projeções.

Sobre a aplicação dessa metodologia, Stewart (1998) ressalta que a Receita Federal norte-americana permite o uso de um método semelhante para cálculo de ativo intangível (ver *Appeal and Review Memorandum 34 (ARM 34)* e *Revenue Ruling 68-609*).

De acordo com a metodologia de Lev (2004, p. 114), para obter o valor do capital intangível é preciso subtrair dos lucros a contribuição média dos ativos físicos e financeiros no setor da empresa. O que resta é uma cifra que indica a contribuição de ativos intangíveis ao desempenho da empresa e serve de base para a avaliação do capital intangível (denominado lucro movido a intangíveis). O capital intangível é, então, calculado computando-se o valor presente do fluxo projetado de lucros movidos a intangíveis.

METODOLOGIA

Esta pesquisa enquadra-se como pesquisa exploratória, pois "tem como objetivo, conhecer com maior profundidade o assunto, de modo a torná-lo mais claro", além disso, "explorar um assunto significa reunir mais conhecimento [...], bem como buscar novas dimensões até então não conhecidas". Observa-se que a pesquisa exploratória é um modo elucidativo para analisar novos conceitos e objetiva tratar um assunto ainda pouco explorado na literatura (Beuren, 2003, p. 80).

Por meio de investigações empírico-analíticas, buscou-se (i) Analisar a relevância das variáveis contábeis para explicar o comportamento dos preços das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa; (ii) Propor um modelo para cálculo do *goodwill*; (iii) Verificar o poder explicativo incremental do *goodwill* no preço das ações. De acordo com Martins (2000, p. 26), as investigações empírico-analíticas

são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

TÉCNICAS E ANÁLISES ESTATÍSTICAS

Nesta pesquisa, foi utilizada a técnica de dados em painel, a fim de se verificar o poder explanatório do lucro líquido e patrimônio líquido em relação ao comportamento dos preços das ações, bem como verificar o poder explicativo incremental do *goodwill* e se essa variável se apresentava estatisticamente significativa para o modelo de avaliação.

Foi utilizado o método dos Mínimos Quadrados Generalizados – GLS, com peso nas *cross-sections*, visando corrigir a presença de heterocedasticidade por meio do uso das variâncias residuais *cross-sections* (ponderação).

SELEÇÃO DAS VARIÁVEIS E AMOSTRA UTILIZADA

De maneira específica, com o intuito de analisar a significância do modelo, foram utilizadas as seguintes variáveis: Lucro por Ação (LPA), Patrimônio Líquido por Ação (VPA e VPALIQ⁴), *Goodwill* por Ação da Empresa (GROA). Como variáveis de controle, foram utilizados: Ativo Diferido por Ação (DIFPA), Variação do Ativo Diferido por Ação (VARDIF), que também podem ser considerados *proxies* de intangível e Receita (LNREC), como *proxy* para tamanho da empresa. As variáveis de controle referentes ao ativo diferido foram incluídas no modelo em virtude das pesquisas anteriores (Rezende e Lopes, 2005; Alencar e Dalmácio, 2006) que já consideraram essas *proxies* para o intangível.

A seleção das variáveis de controle (DIFPA e VARDIF) embasou-se, inicialmente, na consideração de que as normas, vigentes de contabilidade financeira, até o advento da Lei 11.941/09, permitiam que a contabilidade registrasse gastos de natureza diferida (intangíveis), no ativo diferido. Dentre os argumentos apresentados, destacam-se pesquisas que apontam que o registro de investimentos (diferidos) poderia auxiliar o processo de avaliação da relevância da contabilidade (Amir e Lev, 1996; Lopes, 2001).

A amostra utilizada compõe-se de empresas financeiras e não financeiras, selecionadas entre as que possuíam ações (ON e PN) negociadas na Bovespa, no período de 1998 a 2006. Foram desconsideradas todas as ações que não apresentassem

⁴ Valor do patrimônio líquido por ação (VPA), líquido do valor do ativo diferido.

Quadro 1 – Exemplificação do cálculo do goodwill.**Chart 1 – Example of the calculation of goodwill.**

Passo 1 – Calcule o lucro, antes da tributação, referente aos três últimos anos. Por exemplo:	\$3.000.000
Passo 2 – Calcule a média dos ativos tangíveis no final do ano referente aos três anos, através do balanço patrimonial. Por exemplo:	\$15.000.000
Passo 3 – Obtenha o retorno sobre os ativos, dividindo as receitas pelos ativos:	\$3.000.000 / \$15.000.000 = 20%
Passo 4 – Obtenha o retorno médio sobre os ativos do setor para o mesmo período; podem se utilizar índices extraídos de revistas ou instituições especializadas. Imaginemos que o retorno seja de 12%.	12%
Passo 5 – Calcule o "ganho médio do setor". Multiplique o retorno médio sobre o ativo do setor pela média dos ativos tangíveis da empresa:	\$15.000.000 x 12% = \$1.800.000
Passo 6 – Calcule valor adicional das receitas da empresa provenientes de seus ativos em relação à média do setor, ou seja, "retorno em excesso":	\$3.000.000 – \$1.800.000 = \$1.200.000
Passo 7 – Calcule o imposto de renda sobre o valor adicional. Multiplique o resultado do retorno em excesso pela média da alíquota de imposto de renda no período analisado:	\$1.200.000 x 15% = \$180.000
Passo 8 – Diminua do retorno em excesso o valor do imposto de renda encontrado no item anterior. Esse valor representa o prêmio a ser atribuído aos ativos intangíveis.	\$1.200.000 – \$180.000 = \$1.020.000
Passo 9 – Calcule o valor presente líquido do prêmio, dividindo o prêmio por um percentual apropriado, por exemplo, o custo do capital da empresa. Escolheremos o percentual de 15% representando o custo de capital:	\$6.800.000 x 0,15 = \$1.020.000 1.020.000/0,15= 6.800.000

Fonte: Stewart (1998).

nenhuma das informações necessárias para atender as especificações dos modelos utilizados. Cada observação (ação/ano) é tratada como uma ação diferente. A quantidade de observações em cada modelo pode ser verificada nas tabelas de apresentação dos resultados.

MODELOS UTILIZADOS

Com objetivo de analisar o poder explicativo das variáveis contábeis, o estudo fundamentou-se na teoria sobre a informação contábil e mercado de capitais. Buscou-se, nesta pesquisa, analisar as variáveis contábeis, tais como: lucro, patrimônio líquido, associadas a uma *proxy* de *goodwill*, e se o seu poder explicativo é significativo. Para testar tal assertiva, foi utilizada a modelagem proposta por Collins *et al.* (1997), que é baseada no modelo de Ohlson (1995). Essa contribuição da contabilidade, para explicar os preços de mercado correntes, pode ser avaliada pela seguinte especificação:

$$P_{ij} = \omega_0 + \omega_1 E_{ij} + \omega_2 BV_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Em que:

P_{ij} = preço médio das ações da empresa *i*, dos 4 meses (até abril, no caso brasileiro) após o final do exercício social *j*.

E_{ij} = valor do lucro líquido por ação da empresa *i*, no final do período do exercício social *j*.

BV_{ij} = valor do patrimônio líquido por ação da empresa *i*, no final do exercício social *j*.

ε_{ij} = valor termo de erro da regressão.

Portanto, com o objetivo de verificar o poder explicativo incremental do *goodwill*, em que o preço das ações é função do lucro, patrimônio líquido, ativo diferido e *goodwill*, foi utilizada a seguinte modelagem:

$$PA_{ij} = \omega_0 + \omega_1 LPA_{ij} + \omega_2 VPALIQ_{ij} + \omega_3 DIFPA_{ij} + \omega_4 GROA_{ij} + \omega_5 VARDIF_{ij} + \omega_6 LNREC_{ij} + \varepsilon_i$$

Em que:

PA_{ij} = preço médio das ações da empresa *i*, dos 4 meses (até abril, no caso brasileiro) após o final do exercício social *j*.

LPA_{ij} = valor do lucro líquido por ação da empresa *i*, no final do período do exercício social *j*.

$VPALIQ_{ij}$ = valor do patrimônio líquido por ação da empresa *i*, no final do exercício social *j*, líquido do valor do ativo diferido.

$DIFPA_{ij}$ = variável de controle que representa o valor do ativo diferido por ação da empresa *i*, no final do período do exercício social *j*.

$GROA_{ij}$ = *Goodwill* por ação (calculado com base no retorno do ativo) da empresa *i*, no final do exercício social *j*.

$VARDIF_{ij}$ = variável de controle que representa a variação do ativo diferido por ação da empresa *i*, no exercício social *j*.

$LNREC_{ij}$ = variável de controle representada pelo logaritmo do valor da receita líquida da empresa i , no final do período do exercício social j .

ε_{ij} = valor termo de erro da regressão.

A partir da modelagem proposta por Collins *et al.* (1997), a regressão foi repetida entre os anos de 1998 a 2006, usando, como variáveis independentes, o valor do lucro por ação, o valor do patrimônio líquido por ação e o *goodwill*, por empresa e , como variáveis de controle, o valor do ativo diferido por ação, o valor da variação do ativo diferido, o logaritmo da receita por empresa, cujo objetivo é verificar qual a influência desses itens, particularmente, no preço das ações.

O modelo (modificado) proposto é o de Ohlson (1995), que foi aplicado por Collins *et al.* (1997). Tal modelo contempla uma derivação especial para mensuração e avaliação do potencial de *goodwill* criado pelas empresas brasileiras.

MODELO DE AVALIAÇÃO DO GOODWILL

Dentre os objetivos desta pesquisa, destaca-se o desenvolvimento de modelagem para mensuração e avaliação do *goodwill*, a fim de se analisar o impacto dessa variável durante o período de 1998 a 2006, em empresas brasileiras abertas. O modelo, a seguir apresentado, foi, inicialmente, desenvolvido pela NCI – *Research, em Evanston, Illinois* (para mensuração do Capital Intangível Global) e, posteriormente, incorporado pela *American Accounting Association (AAA)*. Entretanto, nessa pesquisa, o conceito de Capital Intangível foi adaptado, devido às incompatibilidades conceituais sobre a definição do Capital Intelectual, na literatura nacional e internacional.

A aplicabilidade dos conceitos de capital intangível para Lev (2004) e Stewart (1998) se dá pela comparação da empresa avaliada com suas concorrentes (equivalentes), sendo que os cálculos estão fundamentados apenas nas informações passadas. A *proxy* de *goodwill*, utilizada neste estudo, está embasada nos conceitos e metodologias de mensuração dos ativos intangíveis e *goodwill* de Lev (2004) e Stewart (1998) e representa uma expectativa de rentabilidade acima do mercado, conforme demonstrado a seguir.

$$GROA_{ij} = (R_{ij} - R_{sj}) * (LO_{ij} / CO_{ij})$$

Em que:

$GROA_{ij}$ = *Goodwill* por ação (calculado com base no retorno do ativo) da empresa i , no final do exercício social j .

R_{ij} = Rentabilidade do ativo média da empresa i , no final do exercício social j .

R_{sj} = Rentabilidade do ativo média do setor s , no final do exercício social j .

LO_{ij} = Lucro operacional da empresa i , no final do exercício social j .

CO_{ij} = Custo de capital da empresa i , no final do exercício social j .

Nesta pesquisa, utilizou-se a taxa livre de risco (CDI) como custo de capital próprio, devido às limitações para se calcular o custo de capital próprio das empresas, que de acordo com Nascimento (1998, p. 196), "é o custo de oportunidade do investidor, pois representa a expectativa de retorno do capital que ele possui e é o parâmetro que utilizará para decidir entre aplicar seu capital na empresa ou em outras oportunidades de negócios". O autor acrescenta que "o custo do capital próprio nada mais é, [...], do que o mínimo (em percentual) que os sócios precisam ganhar para sentirem-se satisfeitos com o risco sendo incorrido".

De acordo com Martins (1972), se uma empresa gera lucros normais e razoáveis para seu setor de atividade, poucos investidores estariam dispostos a pagar por ela mais do que gastariam para constituí-la. O investidor é atraído a desembolsar um valor maior do que o patrimônio líquido a preços de mercado somente se a oportunidade de investimento for capaz de produzir lucros "anormais", acima de um padrão mínimo admitido como normal. Portanto, uma empresa apenas tem seu valor fixado acima do valor de mercado de seu patrimônio líquido se possuir um *goodwill*, uma vantagem competitiva, uma mais-valia que lhe permita produzir um retorno acima dos resultados operacionais mínimos do seu setor de atuação. Daí, a justificativa para a escolha da *proxy* de *goodwill* escolhida para este estudo.

De maneira específica, com base nos modelos propostos, foi formulada a seguinte hipótese:

H_0 : O *goodwill*, assim como as variáveis contábeis lucro e patrimônio líquido, impacta positiva e significativamente nos preços correntes das ações das empresas brasileiras.

Nesse contexto, esta pesquisa buscou analisar empresas brasileiras que possuíam ações negociadas na Bovespa. A amostra utilizada para análise empírica compreende as empresas brasileiras que compõem o banco de dados da Economática, do período de 1998 a 2006.

RESULTADOS E ANÁLISE DOS DADOS

Considerando o trabalho de Lopes (2001), a primeira análise realizada consistiu em verificar a relevância das variáveis contábeis: lucro líquido e patrimônio líquido (LPA e VPA, respectivamente), para explicar o comportamento dos preços das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. Foram consideradas, nessa primeira análise, 4.026 observações de 20 setores econômicos do banco de dados da Economática, conforme Tabela 1.

Nessa análise, foram considerados, numa única amostra, todos os setores econômicos. Os resultados demonstraram que o patrimônio líquido (VPA) apresentou-se mais significativo que o lucro (LPA) no processo de *value relevance*. Observa-se um impacto negativo da variável lucro (LPA) sobre o preço (PA) e

um impacto positivo da variável patrimônio líquido (VPA). Esses resultados são semelhantes aos encontrados por Lopes (2001).

Em seguida, considerando os trabalhos de Rezende e Lopes (2005) e Alencar e Dalmácio (2006), foi feita a inserção da variável ativo diferido (DIFPA) no modelo. Os resultados obtidos encontram-se na Tabela 2. Conforme pode ser observado, o R^2 ajustado do modelo apresentou-se menor do que o da análise anterior. Deve-se ressaltar que, nessa análise, foi extraído o valor do ativo diferido (DIFPA) do valor do patrimônio líquido (VPA), obtendo-se o VPA líquido – VPALIQ. Os resultados indicam que o valor do ativo diferido, reconhecido e contabilizado nos períodos analisados, diminui a oportunidade da informação contábil. No entanto, observa-se que o coeficiente do ativo diferido (DIFPA) apresenta impacto significativo no comportamento do preço das ações.

Tendo em vista o comportamento do ativo diferido no processo de avaliação da relevância da informação contábil, ampliou-se a análise incluindo-se, no modelo, o valor da variação do ativo diferido de cada período. Na Tabela 3, constata-se um fato interessante ao se inserir a variável variação do ativo diferido (VARDIF); o valor do ativo diferido por ação (DIFPA) deixa de ser significativo no modelo, e a variação do R^2 ajustado é significativa. Analisando-se a base dos dados coletados, pôde-se verificar que a variação do ativo diferido (VARDIF), em todos os períodos, é igual ou maior do que zero, ou seja, a variação, quando existente, refere-se a novos investimentos em ativo diferido. Portanto, os resultados encontrados demonstram que novos investimentos em ativo diferido tornam o modelo mais significativo. Verifica-se que novos investimentos em ativo diferido incrementam o poder explicativo do modelo, mais que o ativo diferido como um todo (DIFPA).

Tendo em vista que o objetivo desta pesquisa é analisar as transações com investimentos de natureza intangível, como pode ser observado na Tabela 4, inseriu-se no modelo a *proxy* de *Goodwill* (GROA), calculada a partir das abordagens de Lev (2004) e Stewart (1998). Ao serem analisados os efeitos dos intangíveis associados à informação contábil, observou-se que a inclusão da *proxy* de *goodwill* reduziu a capacidade preditiva do modelo, demonstrando pouca significância estatística.

No entanto, conforme observado na Tabela 5, ao se incluir, novamente, a variação do ativo diferido (VARDIF), obteve-se um incremento significativo do poder explicativo do modelo, confirmando o poder explicativo incremental de novos investimentos em ativo diferido. No modelo apresentado, na Tabela 5, ao se inserir a variação do ativo diferido (VARDIF), o valor do ativo diferido (DIFPA) não é significativo, e o valor do *goodwill* (GROA) demonstrou pouca significância.

De acordo com as informações apresentadas na Tabela 6, pode-se observar que foi inserida, na equação, a variável LNREC (logaritmo da receita operacional líquida de cada período). Observa-se que foram consideradas, conjuntamente, todas as seis variáveis, conforme modelo proposto e descrito na metodologia do trabalho. Pode-se verificar que o efeito da

ponderação do tamanho das empresas resultou nos seguintes resultados: diminuição do R^2 ajustado do modelo, o ativo diferido (DIFPA) tornou-se significativo, e apenas o *goodwill* apresentou pouca contribuição ao modelo (no entanto, significativo, considerando-se $\alpha = 0,10$). Vale ressaltar que a inserção dessa variável de controle reduziu a capacidade preditiva do modelo. Fato interessante nessa análise é que a CONSTANTE (C) e os coeficientes do lucro líquido (LPA) e do ativo diferido (DIFPA) apresentaram impactos negativos no modelo. As demais variáveis apresentaram coeficiente com sinais positivos.

Numa análise complementar, foram consideradas apenas as empresas que possuíam ativos diferidos (DIFPA>0) nos períodos analisados, conforme demonstrado na Tabela 7. Pode-se verificar que o poder explicativo do modelo aumentou (R^2 ajustado); o lucro por ação (LPA), apesar de significativo, possui impacto negativo no preço das ações; o patrimônio líquido por ação (VAPLIQ), a variação do diferido (VARDIF) e a receita (LNREC) são variáveis significativas no modelo e possuem impacto positivo no preço das ações; o diferido por ação (DIFPA), para as empresas que possuem essa conta, é uma variável que continua impactando negativamente o preço das ações e o *goodwill* por ação (GROA) não se apresentou uma variável, estatisticamente significante.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa caracterizou-se pela natureza exploratória, ao analisar o impacto do *goodwill* nos preços das ações das empresas brasileiras. De acordo com as análises, verificou-se que o impacto dos investimentos intangíveis, especificamente, *goodwill* por ação, considerando-se todas as variáveis propostas (Tabelas 6 e 7), não foi estatisticamente significativo, considerando um nível de significância de 5%. A *proxy* de avaliação do *goodwill*, utilizada no modelo de avaliação e derivada dos conceitos de Lev (2004) e Stewart (1998), aparentemente, não apresentou aderência conceitual significativa com a realidade das empresas brasileiras.

No entanto, verificou-se que o valor da variação do ativo diferido (VARDIF) das empresas brasileiras, nos períodos analisados, foi significativo para a análise da relevância da informação contábil. Significância superior à apresentada pelo ativo diferido e pelo *goodwill*. Vale ressaltar que, nesse caso, a variação do ativo diferido refere-se a novos investimentos, pois uma análise específica dos dados revelou que a variação do ativo diferido é, em todos os anos, igual ou maior do que zero.

Uma das limitações desta pesquisa decorre do fato de que as análises não contemplaram os efeitos das variáveis (Tabelas 6 e 7) por setores econômicos, pois o *goodwill* e os montantes gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) podem variar, significativamente, entre os setores. Uma alternativa utilizada para reduzir parte dessa variação foi a utilização do método dos Mínimos Quadrados Generalizados – GLS, com peso nas *cross-sections*, ou seja, esse método visou corrigir a presença

Tabela 1 - Relevância do lucro líquido e do patrimônio líquido.

Table 1 - Value-relevance of earning and equity.

$PA_{ij} = w_0 + w_1LPA_{ij} + w_2VPA_{ij}$		
Variável	W	p-value
C	5,1789	0,0000
LPA	-0,2245	0,0000
VPA	0,3293	0,0000
Cross-sections incluídas		772
Total de observações		4026
R ² ajustado		0,2948
P-value (F-statistic)		0,0000
*Considerando-se um nível de significância de 0,05.		

Tabela 2 - Relevância do ativo diferido.

Table 2 - Value-relevance of deferred asset.

$PA_{ij} = w_0 + w_1LPA_{ij} + w_2VPALIQ_{ij} + w_3DIFPA_{ij}$		
Variável	W	p-value
C	3,5449	0,0000
LPA	-0,1381	0,0325
VPALIQ	0,3200	0,0000
DIFPA	10,5979	0,0000
Cross-sections incluídas		768
Total de observações		3978
R ² ajustado		0,2458
P-value (F-statistic)		0,0000

*Considerando-se um nível de significância de 0,05.

Tabela 3 - Relevância da variação do ativo diferido.

Table 3 - Value-relevance of change in deferred asset.

$PA_{ij} = w_0 + w_1LPA_{ij} + w_2VPALIQ_{ij} + w_3DIFPA_{ij} + w_4VARDIF_{ij}$		
Variável	W	p-value
C	8,10005	0,0000
LPA	-0,2728	0,0000
VPALIQ	0,2407	0,0000
DIFPA	-0,1253	0,5817
VARDIF	1,8182	0,0000
Cross-sections incluídas		576
Total de observações		2216
R ² ajustado		0,5617
P-value (F-statistic)		0,0000
*Considerando-se um nível de significância de 0,05.		

Tabela 4 - Relevância do goodwill.

Table 4 - Value-relevance of goodwill.

$PA_{ij} = w_0 + w_1LPA_{ij} + w_2VPALIQ_{ij} + w_3DIFPA_{ij} + w_4GROA_{ij}$		
Variável	W	p-value
C	7,8349	0,0002
LPA	-0,1567	0,0266
VPALIQ	0,2694	0,0017
DIFPA	9,5480	0,0021
GROA	-0,0048	0,0756
Cross-sections incluídas		768
Total de observações		3978
R ² ajustado		0,5059
P-value (F-statistic)		0,0000
**Considerando-se um nível de significância de 0,10.		

Tabela 5 - Relevância do ativo diferido, goodwill e variação do ativo diferido.

Table 5 - Value-relevance of deferred asset, goodwill and change in deferred asset.

$PA_{ij} = w_0 + w_1LPA_{ij} + w_2VPALIQ_{ij} + w_3DIFPA_{ij} + w_4GROA_{ij} + w_5VARDIF_{ij}$		
Variável	W	p-value
C	8,8614	0,0000
LPA	-0,2753	0,0000
VPALIQ	0,2275	0,0000
DIFPA	-0,1675	0,4837
GROA	0,0018	0,0971
VARDIF	1,7597	0,0000
Cross-sections incluídas		576
Total de observações		2216
R ² ajustado		0,6224
P-value (F-statistic)		0,0000

**Considerando-se um nível de significância de 0,10.

de heterocedasticidade por meio do uso das variâncias residuais *cross-sections* e ponderação das variáveis de cada empresa.

De acordo com os resultados obtidos, há evidências de que os itens de natureza intangível (*goodwill*), de alguma forma, impactam o preço das ações (considerando-se um nível de significância de 10%), além disso, também se verificou que novos investimentos em ativo diferido impactam, significativamente, o preço das ações (ver VARDIF).

Em síntese, destacam-se as principais conclusões obtidas pela execução da pesquisa:

(i) As transações de natureza intangível podem gerar impacto sobre o preço das ações das empresas brasileiras, nos períodos analisados;

(ii) A proxy utilizada para a mensuração do *goodwill*, de acordo com o modelo proposto, demonstrou-se significativa, apenas, ao nível de significância de 10 %; no entanto, observa-se que o ágio, derivado da expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*), representa um elemento de atenção no âmbito contábil e no processo de avaliação dos ativos corporativos, em virtude do seu impacto positivo sobre o preço das ações;

(iii) A variável variação do ativo diferido (VARDIF) demonstrou-se significativa no modelo e possui impacto positivo no preço das ações. Estes resultados remetem à hipótese de que a variação (aumento ou diminuição) da conta do diferido pode representar uma sinalização ao investidor

Tabela 6 – Relevância do lucro líquido, patrimônio líquido, ativo diferido, goodwill, variação do ativo diferido e tamanho das empresas.
Table 6 – Value-relevance of earning, equity, deferred asset, goodwill, change in deferred asset and size of companies.

$PA_{ij} = w_0 + w_1LPA_{ij} + w_2VPALIQ_{ij} + w_3DIFPA_{ij} + w_4GROA_{ij} + w_5VARDIF_{ij} + w_6LNREC_{ij}$		
Variável	W	p-value
C	-0,7510	0,8238
LPA	-0,3171	0,0000
VPALIQ	0,2645	0,0000
DIFPA	-0,8116	0,0012
GROA	0,0033	0,0962
VARDIF	2,1463	0,0000
LNREC	0,5958	0,0228
Cross-sections incluídas		504
Total de observações		1887
R ² ajustado		0,5405
P-value (F-statistic)		0,0000
*Considerando-se um nível de significância de 0,10.		

Tabela 7 – Análise da relevância das variáveis em empresas que possuíam ativos diferidos.
Table 7 – Analysis of the relevance of variables in companies with deferred assets.

$Pa_{ij} = w_0 + w_1LPA_{ij} + w_2VPALIQ_{ij} + w_3DIFPA_{ij} + w_4GROA_{ij} + w_5VARDIF_{ij} + w_6LNREC_{ij}$		
Variável	W	p-value
C	2,3027	0,2376
LPA	-0,2556	0,0003
VPALIQ	0,2405	0,0000
DIFPA>0	-7,1012	0,0002
GROA	0,0002	0,8405
VARDIF	1,8066	0,0000
LNREC	0,7873	0,0000
Cross-sections incluídas		504
Total de observações		1887
R ² ajustado		0,6963
p-value (F-statistic)		0,0000
*Considerando-se um nível de significância de 0,05.		

sobre o nível de investimento em ativos intangíveis realizados no período estudado; e

(iv) Em relação à variável ativo diferido por ação (DIFPA), verificou-se que ela possui um impacto negativo sobre o preço das ações. Os resultados denotam que o ativo diferido (parcela baixada ou a ser baixada) pode ser visto como um gasto realizado que não tem mais capacidade de gerar benefícios futuros. Desse modo, esse tipo de gasto poderia levar os gestores a gerenciar os resultados do período. Esse

gerenciamento não é bem visto pelo mercado, impactando negativamente o preço das ações de determinada empresa.

Esta pesquisa não indica as potenciais implicações do processo de mudança do tratamento contábil, que extinguiu o grupo do ativo diferido e instituiu o grupo ativo intangível (Leis 11.638/07 e 11.941/09), mas apresenta evidências do impacto negativo desse grupo sobre os preços das ações de empresas brasileiras bem como o impacto positivo do goodwill e da variação do diferido (considerado como nível

de investimento em intangíveis). Portanto, como agora as empresas podem tanto contabilizar os ativos intangíveis adquiridos quanto os constituídos internamente, desde que atendam as exigências do CPC 04, sugere-se verificar se esse novo grupo patrimonial é relevante para explicar o comportamento dos preços das ações no mercado brasileiro.

Nesse ínterim, espera-se que o valor do *goodwill* produzido venha a ser reduzido, em função da contabilização das transações relacionadas ao ativo intangível e demais transações geradoras de expectativa de rentabilidade futura.

As inferências realizadas nesta pesquisa ficam restritas à amostra e aos períodos analisados. Vale ressaltar que todas as limitações do trabalho são provenientes dos modelos e *proxies* utilizados. Outras análises estatísticas mais robustas podem diagnosticar percepções mais acuradas a respeito dos itens de natureza intangível.

Para pesquisas futuras, sugere-se a análise em setores econômicos, já que estes podem influenciar a significância dos

coeficientes do *goodwill*, ativo diferido, variação do ativo diferido e demais considerações de intangíveis.

REFERÊNCIAS

- ABOODY, D.; LEV, B. 1998. The value relevance of intangibles: the case of software capitalization. *Journal of Accounting Research*, 36(supplement):161-191. <http://dx.doi.org/10.2307/2491312>
- ALENCAR, R.C.; DALMÁCIO, F.Z. 2006. A relevância da informação contábil no processo de avaliação de empresas brasileiras – Uma Análise dos Investimentos em Ativos Intangíveis e seus efeitos sobre value-relevance do lucro e do patrimônio líquido *In*: ENANPAD, 30, Salvador, *Anais...* ANPAD, p. 1-16.
- AMIR, E.; LEV, B. 1996. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22:3-30. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00430-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00430-2)
- AMIR, E.; LEV, B.; SOUGIANNIS, T. 1999. *What value analysts?* Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=193428>. Acesso em: 07/12/2004.
- BALL, R.; BROWN, P. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6:159-178. <http://dx.doi.org/10.2307/2490232>
- BEAVER, W. 1968. The information content of earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6:67-92. <http://dx.doi.org/10.2307/2490070>
- BEAVER, W.; CLARKE, R.; WRIGHT, W. 1979. The association between unsystematic security returns and the magnitude of the earnings forecast error. *Journal of Accounting Research*, 17:316-340. <http://dx.doi.org/10.2307/2490507>
- BERNARD, V.L. 1995. The Feltham-Ohlson framework: Implications for empiricists. *Contemporary Accounting Research*, 11:733-747. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00463.x>
- BEUREN, I.M. (org.). 2003. *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. São Paulo, Atlas, 200 p.
- BOARD, J.L.G.; WALKER, M. 1990. Intertemporal and cross-sectional variation in the association between unexpected accounting rates of return and abnormal returns. *Journal of Accounting Research*, 28:182-192. <http://dx.doi.org/10.2307/2491222>
- CIMA – THE CHARTERED INSTITUTE OF MANAGEMENT TERMINOLOGY. 1996. *Management Accounting Official Terminology*. London, Chartered Institute of Management Accountants, 114 p.
- COLLINS, D.; MAYDEW, E.; WEISS, I. 1997. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24:39-68. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- CPC 04. 2009. Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 44 p. Disponível em: http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_04n.pdf. Acesso em: 25/03/2011.
- EDVINSSON, L.; MALONE, M.S. 1998. *Capital intelectual*. São Paulo, Makron Books, 214 p.
- FIPECAFI – FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. 2001. *Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica*. São Paulo, Atlas, 414 p.
- FUKUI, Y. 2001. *A Data Admissible Ohlson Model*. [s.l.], Social Science Research Network. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>. Acesso em: 11/12/2004.
- GYNTHNER, R.S. 1969. Some "conceptualizing" on goodwill. *The Accounting Review*, 44(2):247-255.
- HENDRIKSEN, E.S.; VAN BREDA, M.F. 1999. *Teoria da contabilidade*. São Paulo, Atlas, 550 p.
- IUDÍCIBUS, S. de; LOPES, A.L. (org.). 2004. *Teoria avançada da contabilidade*. São Paulo, Atlas, 300 p.
- IUDÍCIBUS, S. de. 2004. *Teoria da contabilidade*. São Paulo, Atlas, 356 p.
- LEE, C.M.C. 1999. Accounting-Based Valuation: Impact on business practices and research. *Accounting Horizons*, 13(4):413-425. <http://dx.doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.413>
- LEV, B. 1989. On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 27(supplement):153-192. <http://dx.doi.org/10.2307/2491070>
- LEV, B. 1997. The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, 37:353-385. <http://dx.doi.org/10.2307/2491413>
- LEV, B. 2004. Sharpening the intangibles edge. *Harvard Business Review*, June:109-116.
- LEV B.; RADHAKRISHNAN S. 2003. The measurement of firm-specific organization capital. NBER Working Paper Series, Cambridge. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w9581.pdf>. Acesso em: 25/03/2011.
- LEV, B.; ZAROWIN, P. 1999. The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, 37(2):353-385. <http://dx.doi.org/10.2307/2491413>
- LOPES, A.B. 2001. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. São Paulo, SP. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 308 p.
- LOPES, A.B. 2002. *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo, Thomson, 148 p.
- LUNDHOLM, R.J. 1995. A Tutorial on the Ohlson and Feltham/Ohlson Models: Answers to some Frequently Asked Questions. *Contemporary Accounting Research*, 11:749-761. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00464.x>

- MARTINS, E. 1972. *Contribuição à avaliação do ativo intangível*. São Paulo, SP. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 109 p.
- MARTINS, G. de A. 2000. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. São Paulo, Atlas, 116 p.
- MONOBE, M. 1986. *Contribuição à mensuração e contabilização do Goodwill não adquirido*. São Paulo, SP. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 183 p.
- NASCIMENTO, A.M. 1998. *Uma contribuição para o estudo dos custos de oportunidade*. São Paulo, SP. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, 198 p.
- OHLSON, J.A. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11:661-687. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- OHLSON, J.A.; JUETTNER-NAUROTH, B.E. 2005. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies*, 10:349-365. <http://dx.doi.org/10.1007/s11142-005-1535-3>
- OWENS, R.N. 1923. Goodwill in the accounts. *The University Journal of Business*, 1(3):282-299. <http://dx.doi.org/10.1086/506674>
- REZENDE, A.J. 2005. A relevância da informação contábil no processo de avaliação de empresas da nova e velha economia: uma análise dos investimentos em ativos intangíveis e seus efeitos sobre value-relevance do lucro. *BBR – Brazilian Business Review*, 2:33-52.
- REZENDE, A.J.; LOPES, A.B. 2005. A relevância da informação contábil no processo de avaliação de empresas da nova e velha economia – Uma análise dos investimentos em ativos intangíveis e seus efeitos sobre value-relevance do lucro e do patrimônio líquido *In: SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS*, 5, São Paulo, 2005. *Anais...* São Paulo, p. 1-18.
- STEWART, T.A. 1998. *Capital intelectual: A nova vantagem competitiva das empresas*. Rio de Janeiro, Campus, 237 p.
- STRONG, N.; WALKER, M. 1993. The explanatory power of earnings for stock returns. *The Accounting Review*, 66(2):385-399.
- WATTS, R.L.; ZIMMERMAN, J.L. 1986. *Positive Accounting Theory*. New Jersey, Prentice-Hall, Inc., 400 p.
- YANG, J.M. 1927. The valuation of intangibles. *The Accounting Review*, 2(3):223-231.

Submetido: 13/09/2009

Aceito: 25/03/2011

FLÁVIA ZÓBOLI DALMÁCIO

Universidade de São Paulo
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908, FEA-3
Cidade Universitária
05508-010, São Paulo, SP, Brasil

AMAURY JOSE REZENDE

Universidade de São Paulo
Av. Bandeirantes, 3900, Monte Alegre
14040-900, Ribeirão Preto, SP, Brasil

EMANOEL MARCOS LIMA

Universidade Federal da Grande Dourados
Rua João Rosa Góes, 1761, Vila Progresso
79825-070, Dourados, MS, Brasil

ELISEU MARTINS

Universidade de São Paulo
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908, FEA-3
Cidade Universitária
05508-010, São Paulo, SP, Brasil