

ANÁLISE DA CAPACIDADE EXPLICATIVA DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS PARA O ÍNDICE MARKET-TO-BOOK DE EMPRESAS LISTADAS NO IBOVESPA

LUCIANO GILIO
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

RESUMO

O valor de mercado das empresas reflete a percepção que o mercado detém em relação ao valor que as empresas têm de fato, considerando todas as informações disponíveis, enquanto o valor contábil reflete também o valor das empresas, mas sob as premissas que as normas contábeis e a teoria contábil mais amplamente aceita permitem. Essa diferença, cada vez mais expressiva, é refletida por um índice comum no mercado financeiro para avaliação de investimentos que é o índice market-to-book. Este trabalho investiga, por meio de um amparo teórico, a capacidade explicativa que está disponível nas demonstrações contábeis elementares exigidas por norma: a demonstração de resultados e o balanço patrimonial para a diferença inerente ao índice market-to-book de empresas brasileiras listadas no Ibovespa. A abordagem metodológica usada para identificar a capacidade explicativa presente nas informações contábeis foi de Pooled Ordinary Least Squares e regressões simples, com a construção de variáveis independentes baseadas nas informações contábeis disponíveis, testando-as como proxies para os investimentos econômicos identificados na literatura relacionada. Identificou-se que o poder explicativo do modelo não atingiu um valor mínimo considerável, evidenciando que apesar de ser um modelo válido, as informações contábeis selecionadas não apresentam poder para explicar a variação no índice market-to-book.

PALAVRAS-CHAVE: *Market-to-book*, investimento no valor da empresa, informações contábeis, *disclosure*, *Value Relevance*.

1. INTRODUÇÃO

O índice *market-to-book* é usado de forma geral como a relação entre o valor de mercado da empresa, sendo esse valor uma forma de apuração do valor econômico da empresa capturado pelo mercado, sobre o valor contábil, ou seja, sobre o valor ao qual as normas contábeis geralmente aceitas, a que a empresa esta sujeita, conseguem capturar. O índice demonstra, quando apresenta um número maior do que 1, que o valor de mercado da empresa é superior ao valor contábil, e se menor do que 1, que o valor contábil supera seu valor de mercado. O índice *market-to-book* é uma ferramenta do mercado de capitais muito usada para investigar a situação momentânea dos preços dos investimentos disponíveis (ALMEIDA, LOPES e CORRAR, 2008, p.2), já que ao conhecer essa relação é possível inferir a respeito da possibilidade de retornos futuros desses investimentos (BEAVER e RYAN, 2000), como por exemplo, se o ativo momentaneamente está subavaliado.

O índice *market-to-book* aparece em literatura de forma similar como *book-to-market* (BEAVER, 1993, p.50), que é inversão matemática entre numerador e denominador. Nesse formato o índice detém a propriedade de identificar de forma relativa o quanto o padrão normativo contábil está capturando em relação ao que o mercado captura, podendo ser evidenciado como um percentual do quanto do valor de mercado já está contido no valor

contábil, podendo excedê-lo. Outra forma de avaliação no mercado de capitais relacionada ao índice *market-to-book* que aparece na literatura é o Q de Tobin, que também usa a relação entre o valor de mercado e o valor contábil, sendo porém este com uso do custo de reposição de ativos físicos, e segundo Souza e Pinho (2007, p.3) tem uma de suas abordagens diminuído do valor do passivo ajustado a valores de mercado tanto no denominador, quanto no numerador. O objetivo do Q de Tobin é oferecer uma medida contábil que considere o custo de reposição dos ativos físicos da entidade (FAMA e BARROS, 2001, p.2; e GERPOTT, THOMAS e HOFFMAN, 2008, p.46).

Para Souza e Pinho (2007, p.3), no entanto: “o valor de Q como medida de incentivo ao investimento da firma só faz sentido quando observado o Q Marginal”, porém esse Q Marginal não é observável, o que torna o uso do Q de Tobin um substituto, porém isso só é válido para mercados competitivos com retornos de escala constantes (SOUZA e PINHO, 2007; HAYASHI, 1982), o que é bastante improvável em amplos mercados, já que assume que não há assimetria informacional (ALMEIDA e SOUZA, 2008, p.4). Portanto, apesar de haver modelos mais completos em teoria é mais indicado o uso do modelo de índice *market-to-book* na captura do que o mercado define como um valor econômico da empresa em dado momento da apuração.

O número resultante do índice *market-to-book* apresenta de forma objetiva a diferença inerente entre o que existe de informação no mercado e que é precificado nas ações das empresas (ALMEIDA e SOUZA, 2008, p.4), e o que as normas contábeis não permitiram ou não viabilizaram incluir em sua apuração. O valor das empresas sob um ponto de vista econômico é na verdade o valor que os acionistas estiveram dispostos a pagar como preço da companhia, desde que não houvesse assimetria informacional no mercado. Considerando a disponibilidade de dados sobre os valores de mercado das empresas com ações negociadas, o valor econômico da empresa como uma medida perseguida e não amplamente aceita e definida, e a condição de proximidade entre valor de mercado e o valor que efetivamente a empresa vale, além da observável discrepância desses dois conceitos para o valor contábil, justificam-se investigações conceitualmente melhor definidas em torno das razões para essa diferença. Esse tipo de investigação é de especial uso para órgãos reguladores que elaboram suas normas e carecem testá-las como úteis, relevantes e funcionais.

As normas e práticas contábeis podem diferir muito entre os países. Órgãos reguladores e culturas podem influenciar muito a forma como se faz contabilidade e portanto o que ela captura de valor econômico. Os principais elementos não capturados pela contabilidade e suas normas em relação ao valor de mercado está nos seus ativos intangíveis (GERPOTT, THOMAS e HOFFMAN, 2008, p.46). Existem muitas normas tratando de ativos intangíveis e ativos e passivos relacionados, entretanto, é quase consenso que há muitas limitações a captura de elementos de intangibilidade evidente e com difícil identificação e separabilidade. Ainda assim, diversas outras informações contábeis são de importante contribuição para crescimento do valor das empresas que de alguma forma são capturados pela contabilidade, como valores que seriam parte de eventuais ativos intangíveis e são destinados a resultado do exercício. Despesas com marketing, despesas de treinamento e despesas de pesquisa e desenvolvimento (P&D) são as principais formas de captura da contabilidade indicados em literatura (GERPOTT, THOMAS e HOFFMAN, 2008, p.39) para o que se torna valor de mercado das empresas, porém tudo que as organizações são capazes de criar e de alguma forma é percebido pelos investidores, integra valor de mercado (KERR e DARROCH, 2004; e SENETTI, KIM e SELLANI, 2004). Apesar de muitos desses números serem apurados internamente para produzir as demonstrações contábeis, podem não ser apresentados ao mercado, em razão da não exigência para esse tipo de abertura, sob a justificativa muitas vezes de que são informações estratégicas da companhia.

Assim, a questão de pesquisa a ser respondida é: **Qual a capacidade explicativa das variáveis baseadas em informações contábeis nas demonstrações contábeis brasileiras para o índice *market-to-book* das empresas do índice Ibovespa de 2009?**

Contudo, o objetivo apresentado é de encontrar a capacidade explicativa das variáveis baseadas em informações contábeis para a diferença resultante no índice *market-to-book* de companhias abertas brasileiras. Portanto, a intenção é investigar se algumas variáveis disponíveis na contabilidade e mais próximas das identificadas para explicar o índice *market-to-book* são suficientemente explicativas para evidenciar a diferença.

O estudo se justifica pela relevância na investigação da adequação de informações contábeis exigidas. O estudo de *value relevance* vem sendo uma linha de pesquisa amplamente estimulada, conforme Barth, Beaver e Landsman (2001, p.86), essa linha de pesquisa estuda a qualidade com que a informação usada por investidores reflete de forma verossímil o que ocorre com as empresas e provê respostas a questionamentos importantes para emissores de normas contábeis, além de gestores das empresas, membros de órgãos reguladores, pesquisadores e outros. Barth (2006) ainda questiona a condição atual para inclusão de estimativas nas demonstrações contábeis, o que seria uma transformação, aproximando as informações contábeis das informações disponíveis ao mercado.

Questionamentos quanto às pesquisas de *value relevance* foram elaboradas por Holthausen e Watts (2001, p.5) que afirmavam que parte dessas pesquisas já produzidas não usavam como base a teoria contábil ou pronunciamentos conceituais técnicos e regulatórios. As pesquisas que verificam a relevância com base nas informações contábeis publicadas e avaliam com alguma relação a informações não contábeis de mercado, contribuem para a evolução do desenvolvimento contábil, usando-se da hipótese dos mercados eficientes para compreender essa relação entre informações disponíveis, conforme Hendriksen (1999, p.117). Assim, a pesquisa nessa linha precisa tanto acompanhar a relevância empírica do que se propõe, quanto precisa usar referências normativas e de teoria contábil relevantes para atingir seu objetivo.

Considerando a disponibilidade de dados no mercado e a pouca quantidade de estudos a respeito do assunto tratado no Brasil, o estudo busca identificar apenas se as empresas listadas no índice Ibovespa tem suas diferenças de *market-to-book* explicadas por variáveis selecionadas. Não objetiva ser abrangente para se aplicar a todos os elementos da contabilidade. Além disso, as limitações de, por exemplo, temporalidade ou defasagem de informações contábeis muito relevantes em estudos de séries temporais não fazem parte do escopo da pesquisa.

O estudo é estruturado em quatro partes. É feita revisão de literatura relacionada em periódicos relevantes, metodologia e hipótese, em que são evidenciadas as metodologias empíricas de investigação usadas, além das possíveis hipóteses a serem testadas por ferramentas estatísticas apropriados. Na seqüência, os resultados da investigação são analisados e, ao término, considerações finais contendo principais contribuições e limitações.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Literaturas relacionadas indicam que a diferença identificada pelo índice *market-to-book*, ou seja, para a diferença entre o valor contábil das empresas e seus valores de mercado estão principalmente nos três seguintes elementos: 1-os investimentos em marcas (EASTON e PAE, 2004; KERIN e SETHURAMAN, 1998; CHU e KEH, 2006), que em decorrência de diversos normativos, em grande parte é contabilizado em despesas com vendas, administrativas, outras despesas operacionais, ou até em despesas de marketing, se existir; 2-

os investimentos em pesquisa e desenvolvimento, que aqui aparecem de uma forma bastante ampla, significando tanto desenvolvimento de novos produtos e marcas, quanto de eficiência na própria operação, ou seja, detém um escopo grande, geralmente sendo contabilizado em ativo (quando permitido pela norma) ou em despesas gerais, administrativas ou de pesquisa e desenvolvimento; 3-investimentos em treinamentos e desenvolvimento de pessoal, de forma mais ampla intitulado de investimento no capital humano, que em geral é contabilizado em despesas de treinamento e de pessoal, mas aparece evidenciado em geral como despesas administrativas ou outras despesas operacionais. Esses elementos sumarizam um amplo grupo de atividades que podem não serem capturados pelos padrões contábeis, no entanto, todos os elementos, incluindo os três citados, mas somados, por exemplo, a condição setorial, porte, aspecto político, compõem um grupo de ativos intangíveis, *goodwill*, e quaisquer outros elementos não contabilizados por não haver permissão regulatória, mas que tem valor claro e continuam a ser produzidos, já que geram valor para a empresa.

Sáenz (2005, p.375) estabelece que a diferença entre o valor de mercado e o contábil se origina de elementos intangíveis que a organização detém, mas que falham em ser reconhecidos em demonstrações contábeis. Segundo Senetti, Kim e Sellani (2004, p.86), a diferença para o *market-to-book* é uma questão de gestão da corporação e sendo que este valor pela gestão precisa ser percebido pelo mercado. Kerr e Darroch (2004, p.30) apresentaram uma análise relacionando o *market-to-book* ao desempenho, testando-o como medida de criação de valor na organização, e que encontrou relação positiva.

As atividades de uma organização são focadas todas elas em criação de vantagem competitiva para si mesma, caso a empresa as faça com objetivo de aumentar em valor e ser eficiente. Assim, todas as atividades que podem criar valor, potencialmente são explicativas para a diferença inerente ao índice *market-to-book*, sendo viável investigar diversas formas de influência nessa interação (EASTON e PAE, 2004). Para Kerin e Sethuraman (1998, p. 261), “*the financial market value of a firm is the sum of the future capitalized cash flows attributed to its tangible and intangible assets*”, ou seja, todos os ativos da organização, tanto reconhecidos quanto não reconhecidos, e seus fluxos de caixa atribuídos são os elementos que formam o valor de mercado de uma empresa.

Pesquisas apontam que ativos intangíveis de marcas geradas internamente são grandes responsáveis pela diferença discutida (LEÃO, 2004). Madden, Fehle e Fournier (2006, p.21) apontam que ainda faltam evidências empíricas fortes que apoiem o valor baseada em marketing e sua importância na criação de valor aos acionistas, e que há relação positiva entre valor de marca, pelo uso da metodologia de valoração de marcas da empresa Interbrand, e o valor das firmas. Outras formas de associação do marketing são relevantes na construção de intangíveis gerados internamente, como as despesas com marketing direto ou com o canal de comunicação de vendas pessoais, porém dependendo da métrica para mensuração dessas marcas, todos esses fatores são considerados integrantes. Kerin e Sethuraman (1998, p.269) identificam que 78% foi a evolução do índice *market-to-book* das empresas que evoluíram positivamente em valor de marca nos anos de 1995 e 1996, enquanto foi de 47% a evolução do índice para empresas que decresceram em valor de marca. As marcas são apontadas como sendo importantes métricas de desempenho no mercado competitivo atual, mas sua relação com os gastos apresentam conclusões diversas (CHU e KEH, 2006 p.323).

Há pesquisas que apontam os gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) como importante responsável pela diferença não capturada pela contabilidade que se identifica no índice *market-to-book*. Chu e Keh (2006, p.323) apresentam que despesas defasadas de propaganda, promoção de vendas e P&D são variáveis que diminuem os retornos do valor da marca, com base na mensuração de marcas da publicação Business Week, no entanto, as despesas de P&D são as que aparecem com a relação mais fraca. A sugestão de Almeida,

Lopes e Corrar (2008, p. 10), que testam a relação do índice *market-to-book* com a perspectiva de gerenciamento de resultados, é de que é necessário testar o índice em relação aos gastos com P&D, já que há um grau de subjetividade neles que pode refletir na expectativa do mercado em relação ao crescimento das firmas. Cheng (2005, p.105) investiga empiricamente que despesas de P&D estimadas, junto a outros fatores, contribuem para a explicação do ROE anormal das organizações. As despesas de P&D carregam aportes de investimentos no valor econômico das organizações, com alguns setores especialmente relevantes nessa condição, como da indústria farmacêutica, em que são fundamentais elevados níveis de P&D no desenvolvimento e lançamento de novos produtos, no entanto, a abertura dessa conta nas demonstrações contábeis brasileiras dificilmente é encontrada comparativamente. Ponte *et al* (2007, p.57) identificaram ainda que as informações não obrigatórias a respeito de P&D em notas explicativas apareceram em 24% das empresas brasileiras entre 2002 e 2005, sendo portanto pouco abertas fora das demonstrações de resultado do exercício e balanços patrimoniais.

Pesquisas também apontam que capital humano é um fator muito relevante na adição de valor não reconhecido na informação contábil, mas reconhecido pelo mercado, e tem sido testado para sua relevância nas organizações. O capital intelectual, a capacidade intelectual, o desenvolvimento de processos, o conhecimento do corpo gerencial e outros similares são todos fatores incluídos dentro de um conceito mais amplo, chamado de capital humano (SÁENZ, 2005, p.376). Conforme Sáenz (2005, p.375) menciona, a falta de dados comparativos entre organizações tem limitado a aplicação empírica de indicadores de capital humano, além disso, o autor cria metodologia de estudo da relação entre indicadores de capital intelectual e o índice *market-to-book*, e elabora análise encontrando que segundo essa metodologia existe relação entre os dois fatores. Chen, Cheng e Hwang (2005, p. 163) testam por sua vez a metodologia *Value Added Intellectual Coefficient* – VAIC – e a relação detida com o índice *market-to-book* de empresas de capital aberto taiwanesas, incluindo em seu modelo também gastos com propaganda e gastos com P&D, e encontrando relação entre valor da firma e eficiência do capital intelectual (CHEN, CHENG e HWANG, 2005, p.174). Diversos autores estabelecem metodologias de captura de capital intelectual (ROVER *et al*, 2009, e SENETTI, KIM e SELLANI, 2004), entretanto, a contabilidade captura os valores de investimentos no valor econômico das organizações pelo capital intelectual pelas despesas com treinamentos, desenvolvimento, especialização e aspectos relacionados, que é evidenciado em contas de despesas administrativas ou outras despesas, não havendo evidenciação direcionada.

Muitas dessas variáveis discutidas que podem capturar os elementos explicativos da diferença para o *market-to-book*, conforme as normas dos princípios contábeis geralmente aceitos - PCGAs, não são claramente exigidas para divulgação. Os órgãos normatizadores da contabilidade brasileira que impactam em maior parte as principais companhias abertas com ações negociadas em bolsa no Brasil são: o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que centraliza algumas entidades em favor da elaboração única de pronunciamentos brasileiros e convergentes com os emitidos pelo órgão emissor das normas internacionais de contabilidade, o *International Accounting Standards Board* – IASB; e a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que detém a regulação de companhias abertas brasileiras, tendo emitido grande parte de suas normas até 2007 de forma independente, mas desde a fase de convergência contábil brasileira às normas internacionais, vem apenas adotando os pronunciamentos técnicos do CPC por meio de deliberações.

O Pronunciamento Conceitual Básico emitido pelo CPC, que detém correlação com a norma internacional de contabilidade *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements* (parte integrante das normas *International Financial Reporting*

Standards-IFRS) do *IASB*, estabelece que entre os objetivos das demonstrações contábeis estão “apresentar os resultados da atuação da administração na gestão da entidade”, e fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira da entidade úteis a um grande número de usuários. Além disso, entre os pressupostos básicos da informação contábil está a condição de relevância, em que define que “para serem úteis, as informações devem ser relevantes às necessidades dos usuários na tomada de decisões”. Assim, a base conceitual de todas as normas, representada pelo pronunciamento conceitual, estipula que essas normas contábeis que a sucedem devem apresentar resultados da atuação da administração, e ao mesmo tempo devem apresentar informações úteis ao usuário, o que dá indícios para que as demonstrações contábeis apresentem muitas informações bem separadas.

O Pronunciamento Técnico CPC nº 26 Apresentação das Demonstrações Contábeis, que detém correlação com a norma internacional de contabilidade *International Accounting Standard - IAS - nº 1* (parte integrante das normas *IFRS*) do *IASB*, define que quanto a agregação de contas, “cada classe relevante de itens semelhantes deve ser apresentada separadamente”, permitindo o julgamento quanto a materialidade e relevância dos valores a serem evidenciados. Entretanto, quanto à demonstração do resultado do exercício, e em específico as despesas, a companhia aberta brasileira deve no mínimo apresentar as rubricas: despesas com vendas, despesas gerais, despesas administrativas, e outras despesas e receitas operacionais. Ainda, o item 101 do referido Pronunciamento Técnico nº 26, exige: “101. As despesas devem ser subclassificadas a fim de destacar componentes do desempenho que possam diferir em termos de frequência, potencial de ganho ou de perda e previsibilidade”.

Percebe-se que há diversas especificações de informação em separado pela norma contábil que rege a apresentação de demonstrações contábeis. Os resultados que a entidade apresenta, portanto, precisam dar as informações de ganhos competitivos a que a entidade desenvolve, sendo que para o uso da informação contábil nesse escopo, seriam fundamentais aberturas de determinadas contas, como os valores para a construção do seu ativo intangível.

Os ativos intangíveis em geral são exigidos para reconhecimento e evidênciação nas normas internacionais de contabilidade desde que adquiridos externamente, conforme Pronunciamento Técnico CPC nº 15 – Combinações de Negócios (correlacionado a norma internacional *IFRS* nº 4), sendo que quando são gerados internamente, sofrem significativas restrições, conforme item 62 do Pronunciamento Técnico CPC 04 Ativo Intangível, que tem correlação com a norma internacional de contabilidade *IAS* – nº 38 do *IASB*: “62. Marcas, títulos de publicações, listas de clientes e outros itens similares, gerados internamente, não devem ser reconhecidos como ativos intangíveis”. As marcas são exemplo elementar de ativo intangível gerado internamente para o qual grandes esforços das organizações são direcionados, sendo que o impeditivo para a contabilização de tais valores gerados por esses esforços gera o distanciamento entre o que é registrado e o que de fato ocorre economicamente.

Entre as mais importantes restrições a intangíveis está também o reconhecimento dos valores desembolsados com pesquisa e desenvolvimento (P&D). Essas restrições ocorrem somente quando se tratam de pesquisas em fase de desenvolvimento dos seus projetos, e não sendo nunca possível o reconhecimento quando em fase de pesquisa (a fase anterior), e ainda assim dependendo do cumprimento de uma série de restrições.

Apresenta destaque também o item 66 que restringe de forma clara, diversas contas, como as despesas de treinamento para contabilização como ativo intangível:

66. Os seguintes itens não são componentes do custo de ativo intangível gerado internamente: (a) **gastos com vendas, administrativos e outros gastos indiretos, exceto se tais gastos puderem ser atribuídos diretamente à preparação do ativo**

para uso; (b) ineficiências identificadas e prejuízos operacionais iniciais incorridos antes do ativo atingir o desempenho planejado; e (c) **gastos com o treinamento de pessoal** para operar o ativo. (grifo do autor)

Contudo, as diferenças entre valores que formam o valor contábil da empresa, ou seja, seu patrimônio líquido, e os valores econômicos que formam o valor de mercado e assim formam numerador e denominador do índice *market-to-book*, abrangem uma gama ampla de variáveis. Ainda assim, predominam entre os apontamentos em literaturas as variáveis mencionadas, principalmente ativos intangíveis gerados internamente não reconhecidos, sendo que suas interações com o próprio índice carecem de massa crítica de investigação. Para Martins (2002, p.110) “percebe-se o vulto que os ativos intangíveis estão tomando na economia atual. E a contabilidade ainda está aquém do desejado, no que tange a evidenciação desses ativos intangíveis”.

3. METODOLOGIA

A metodologia definida para a investigação, em função da base de dados contar com séries temporais, e também com dados em corte transversal, foi a de dados em painel. Foi avaliada a abordagem metodológica de regressão linear múltipla em *Pooled Ordinary Least Squares* - POLS (FÁVERO et al, 2009). A fim de identificar a melhor abordagem, foi aplicada a técnica do teste de Hausman (WOOLDRIGE, 2006, p.445) e o teste de redundância dos efeitos fixos. O P valor de 0,119 foi obtido no teste de Hausman, o que indica que não se deve rejeitar a hipótese nula de que os resíduos não se correlacionam com as variáveis independentes. No entanto, o P valor de 0,957 foi obtido no teste de avaliação da redundância de efeitos fixos, o que oferece evidências de que o melhor modelo para os dados selecionados é o POLS.

A amostra foi coletada pelo *software* Economática. Inicialmente algumas empresas foram selecionadas para um grupo a fim de compor a amostra integrante do índice Ibovespa da Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA, presentes no mês de dezembro do ano de 2009. Algumas empresas que fazem parte do grupo selecionado não detinham modelos de apresentação de suas demonstrações contábeis conforme os pronunciamentos técnicos assumidos pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, é o que ocorre com as instituições financeiras reguladas pelo Banco Central do Brasil, que foram retiradas da amostra.

Além dessas, determinadas empresas que compõem o índice Ibovespa são de tal forma representativas, de acordo com a metodologia de escolha dos ativos integrantes, que suas ações ordinárias – ON e preferenciais – PN fazem parte. No entanto, a apresentação de demonstrações contábeis de ambos os ativos são as mesmas exatamente, o que prejudicaria a análise estatística, já que seria uma situação de observações idênticas, assim, as empresas tiveram as ações preferenciais – PN retiradas do grupo. Por fim, foi estabelecido também o critério de exclusão de empresas que não apresentassem número mínimo de quatro (4) observações subseqüentes em série temporal nas variáveis selecionadas. Contudo a amostra ficou definida somente com empresas brasileiras do ibovespa.

As empresas com ações que apresentam maior participação no índice Ibovespa e que também compõem a amostra são a Vivo, a Companhia Siderúrgica Nacional, Petrobrás, Itaúsa, Gerdau, Votorantim e BM&F. Entretanto, as observações das empresas não apresentam pesos distintos na metodologia apresentada, e para isso as variáveis definidas, que são baseadas em valores absolutos de demonstrações contábeis, são transformadas em valores relativos ao serem divididas pelo ativo total das empresas. Essa técnica de relativizar é usada em diversas pesquisas, dividindo valores, de forma similar ao modelo proposto por Machado, Medeiros e Júnior (2008, p.9) entre informação contábil selecionada e ativo total.

Por fim, a fim de avaliar apenas a variação dos elementos analisados, foi aplicado logaritmo natural (ln), em função do programa Microsoft Excel, conforme a equação:

$$\text{Variável Testada} = \text{Ln} \left(\frac{\text{Índice Relativo em } t}{\text{Índice Relativo em } t-1} \right)$$

A variável testada com os dados disponíveis em variação adquire a condição de pressupostos a ser avaliada, e se mantém funcional para a análise pretendida.

3.1. Definição de Variáveis

As variáveis selecionadas relacionam-se às variáveis econômicas indicadas como fatores para a evolução da diferença no índice *market-to-book*, no entanto, são informações contábeis, ou seja, são extraídas das demonstrações contábeis das entidades da amostra e trabalhadas conforme indicação da equação a seguir. Ressalta-se que pesquisadores já evidenciaram que o valor contábil da empresa, ou seu patrimônio líquido, tem baixa capacidade explicativa em relação ao valor de mercado (COSTA e LOPES, 2007)

A variável dependente, que é aquela determinada para ser explicada no modelo (WOOLDRIDGE, 2006, p.20), determinada pela variação e ajustada por logaritmo natural é:

$$\text{MTB} = \frac{\text{VM}}{\text{PL}}$$

Em que: MTB = Índice *market-to-book*; VM = Valor de Mercado da Empresa da Amostra; e PL = Patrimônio Líquido.

As variáveis explicativas escolhidas são relacionadas à variável econômica identificada em bibliografia, mas cada qual com argumentação específica, conforme a seqüência. A variável IINTAGDIF é a somatória da rubrica contábil de ativo intangível das empresas, o ágio pago por expectativa de rentabilidade futura e o ativo diferido dividido pelo ativo total do período. O ativo diferido até o ano de 2008, em uma fase de convergência de normas contábeis brasileiras aos padrões internacionais, era uma conta contábil que recebia parte dos valores que posteriormente foram alocadas ao ativo intangível, no entanto, parte desses valores continua como diferido.

A escolha desses valores está relacionada à variação de ativo intangível que é capturado pela contabilidade e alocado em ativo, apesar das interpretações de que o ativo intangível é incerto e pode não apresentar confiabilidade, mas certamente uma parte é capturada. Esses valores, conforme a teoria contábil de Hendriksen (1999, p.390), “representam benefícios muito incertos e de difícil associação com receitas ou períodos específicos”, mas ainda assim são os valores que estão disponíveis nas publicações de demonstrações contábeis de empresas brasileiras. Assim, podem ou não ser suficientemente explicativos para a variação de todos os elementos que o mercado incorpora por meio do valor acionário da empresa, ou no caso o índice *market-to-book*. A variável, portanto, segue conforme a equação:

$$\text{IINTAGDIF} = \frac{\text{Ativo Intangível} + \text{Ágio} + \text{Ativo Diferido}}{\text{Ativo Total}}$$

Despesas de vendas e comerciais representam boa parte das despesas com marketing e propaganda das organizações, ou seja, boa parte dos recursos destinados a formação e desenvolvimento de marcas, marketing e similares é alocado nessa conta contábil. Fica em evidência que as despesas de venda são muito mais amplas do que exatamente as despesas

que se enquadrem como investimentos no ativo intangível gerado internamente e no ágio por expectativa de rentabilidade futura, porém como *proxy* contábil desse valor, é a melhor aproximação que parte das organizações apresentam nos seus demonstrativos de resultado e disponível pelo *software* de base de dados do mercado Economática. Assim, a variável definida, IDESPCOM, usa a despesa comercial das empresas da amostra, dividida pelo ativo total da entidade, de forma similar a variável da equação acima, substituindo o numerador por despesas comerciais.

As despesas administrativas recebem na maior parte das vezes grande quantidade dos valores contabilizados que são destinados a treinamento de pessoal. Essa é uma *proxy* contábil para investimentos no capital humano provavelmente muito diluída na conta, que é exatamente o que se quer investigação. A variável IDESPADM representa as despesas administrativas divididas pelo ativo total da empresa, de acordo com a equação da variável anterior, substituindo o numerador por despesas administrativas.

A variável IOTRDOP é representada pela informação da conta contábil de outras despesas operacionais, em que podem estar alocados parte das despesas de treinamento e marketing, além de possivelmente pesquisa e desenvolvimento, posteriormente divididas pelo ativo total. A equação para cálculo da variável é similar as anterior, com a substituição do numerados por outras despesas operacionais.

Durante esse período (informações trimestrais entre 2004 e 2009) consultado foram encontrados alguns *missing values* para as variáveis selecionadas das empresas que compuseram o índice, já que inicialmente estavam disponíveis 969 observações, e o pacote estatístico do *software* Eviews, usados nas versões 5 e 6, incluiu 467 observações válidas em um painel desbalanceado. Dessa forma, apresentam-se algumas estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no trabalho, conforme a Tabela 02:

Tabela 02: Estatísticas Descritivas das Variáveis Selecionadas

Variáveis	Obs.	Média	Desv. Pad.	Mín	Máx
ln-MTB	811	-0,01	0,262	-2	1
ln-IINTAGDIF	792	0,10	0,620	-3	6
ln-IDESPCOM	725	-0,02	0,410	-2	2
ln-IDESPADM	799	-0,01	0,494	-3	3
ln-IOTRDOP	558	-0,08	1,285	-6	6

As estatísticas apresentadas evidenciam a condição das empresas da amostra para as variáveis selecionadas, com uma média de variação no índice *market-to-book* de -0,01 e desvio padrão de 0,262. As estatísticas de média de variação no índice de intangível, ágio e diferido está em 0,10, alta como a média de variação do índice de outras despesas operacionais, com desvio-padrão de 0,620 e 1,285, respectivamente. Essas estatísticas permitem avaliar que os números de variação em IINTAGDIF e IOTRDOP apresentam maior variabilidade, e conforme analisam Lopes, Sant'anna e Costa (2007, p.503) apresentam desvio-padrão muito mais alto do que suas próprias médias, apesar de não terem sido desconsiderados *outliers* na amostra.

A seguir é apresentada a Tabela 03 com a correlação das variáveis utilizadas no modelo:

Tabela 03: Coeficiente de Correlação das Variáveis da Amostra

Variáveis	MTB	IINTAGDIF	IDESPCOM	IDESPADM	IOTRDOP
ln-MTB	1,000				
ln-IINTAGDIF	-0,004	1,000			
ln-IDESPCOM	0,176	0,094	1,000		
ln-IDESPADM	0,108	0,142	0,351	1,000	
ln-IOTRDOP	-0,023	0,074	0,067	0,128	1,000

Evidencia-se pela Tabela 03 que as variáveis selecionadas não apresentam coeficientes de correlação significativos para interpretar existência de problemas de multicolinearidade, que poderia ser um problema para o modelo. Apesar de coeficientes de correlação altos não serem problemas de violação dos pressupostos, pois somente se fosse correlação perfeita, igual a um, haveria violação de hipótese (WOOLDRIDGE, 2006, p.82), mas os coeficientes das variáveis explicativas poderiam ser indeterminados e seus erros-padrão, infinitos, se fossem muito altos (GUJARATI, 2006, p.277). Para o caso, o coeficiente de correlação entre a variação de IDESPCOM e IDESPADM apresenta o valor mais alto com 0,351, segundo Gujarati (2006, p.289) e Wooldridge (2006, p.93), apenas com coeficientes acima de 0,8 e 0,9, respectivamente, há fortes indícios de multicolinearidade.

3.2. Hipótese da Pesquisa

Apresenta-se a hipótese desta pesquisa a ser confirmada ou rejeitada, levando-se em consideração que há indícios de que os dados disponíveis nas demonstrações contábeis não são suficientes para explicar o índice representado, a hipótese nula segue: H_0 . As variáveis selecionadas não são significativamente explicativas para a variação do índice *market-to-book* de empresas brasileiras de capital aberto que compõe o ibovespa. Caso seja verificado que de fato o modelo proposto é significativamente explicativo, pode-se rejeitar a hipótese nula.

3.3. Procedimentos Estatísticos

O estudo usou um modelo de regressão linear múltipla ou dados em painel *pooled* com todas as empresas da amostra e quatro modelos de regressão linear simples exclusivamente por variável independente entre o índice *market-to-book* como variável dependente e o IINTAGDIF, IDESPCOM, IDESPADM e IOTRDOP como variáveis independentes. Neste segundo caso, a utilização da regressão consiste em identificar o comportamento ou relação de cada variável independente com a explicada. O modelo econométrico utilizado para a pesquisa vem a seguir:

$$MTB_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 * \ln(IINTAGDIF_{i,t} / IINTAGDIF_{i,t-1}) * DSETOR + \beta_2 * \ln(IDESPCOM_{i,t} / IDESPCOM_{i,t-1}) * DSETOR + \beta_3 * \ln(IDESPADM_{i,t} / IDESPADM_{i,t-1}) * DSETOR + \beta_4 * \ln(IOTRDOP_{i,t} / IINTAGDIF_{i,t-1}) * DSETOR + u_{i,t}$$

Em que:

$MTB_{i,t}$ = índice *market-to-book* da empresa i no período t;

$IINTAGDIF_{i,t}$ e $IINTAGDIF_{i,t-1}$ = IINTAGDIF da empresa i no período t e t-1;

$IDESPCOM_{i,t}$ e $IDESPCOM_{i,t-1}$ = IDESPCOM da empresa i no período t e t-1;

$IDESPADM_{i,t}$ e $IDESPADM_{i,t-1}$ = IDESPADM da empresa i no período t e t-1;

$IOTRDOP_{i,t \text{ e } t-1}$ = IOTRDOP da empresa i no período t e $t-1$;
 $u_{i,t}$ = termo de erro da regressão.

As variáveis independentes efetivamente usadas no modelo com o uso do logaritmo natural serão chamados a partir de então por \ln -IINTAGDIF, \ln -IDESPCOM, \ln -IDESPADM e \ln -IOTRDOP, além da variável dependente que será intitulada \ln -MTB, a fim de facilitar a compreensão.

O uso da técnica estatística de regressão linear múltipla exige respeitar um conjunto de pressupostos, como a ausência de autocorrelação serial de resíduos, homocedasticidade, normalidade dos resíduos e ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes. O intervalo de confiança usado para todos os testes a seguir foi de 95%, portanto o nível de significância foi de 5%.

A tabela 04 apresenta testes de pressupostos de ausência de autocorrelação e homocedasticidade para a regressão do modelo, que utiliza o MTB como variável dependente e as variáveis independentes selecionadas.

Tabela 04: Pressupostos ao Modelo

Pressuposto	Teste	Valor Observado ^(*)
Autocorrelação	Durbin Watson	2,12
Autocorrelação	Breusch-Godfrey	0,56
Heterocedasticidade	White	0,000009

(*) Valor P de Breusch-Godfrey e White; estatística D de Durbin Watson.

A autocorrelação é um fenômeno que ocorre quando um termo de erro relacionado a uma observação está sendo influenciado pelo termo de erro relacionado a qualquer outra observação (GUJARATI, 2006, p.358). O modelo clássico pressupõe que não existe essa autocorrelação entre os resíduos. Um dos testes específicos para detecção da autocorrelação é o Durbin-Watson, muito freqüente nos *softwares* estatísticos. O valor da estatística D observado na Tabela 04 para o teste foi de 2,12, e esse pressuposto precisa estar próximo de 2 para que seja possível interpretar ausência de autocorrelação, dadas condições para a regra prática (GUJARATI, 2007, p. 378; WOOLDRIDGE, 2006, p.376). Portanto, aceita-se a hipótese de que não há autocorrelação entre os resíduos do modelo da amostra. Portanto, o modelo pode ser avaliado sob o método dos mínimos quadrados ordinários – MQO quanto a esse pressuposto.

Existe a premissa da homocedasticidade, usada para avaliar se os resíduos da função de regressão apresentam variância iguais, assim, é necessário que haja dispersão homogênea de ocorrências da variável dependente em relação a cada observação de variável explicativa, a fim de que não haja problemas de inferência nos estimadores, com níveis de significância seguros, sendo que a violação desse fundamento é conhecida como heterocedasticidade (GUJARATI, 2006, p.313; WOOLDRIDGE, 2006, p243). Foi feito o teste de Heterocedasticidade de White e o valor-p obtido foi de 0,000009, menor que o nível de significância de 5%, o que confirma a heterocedasticidade do modelo (GUJARATI, 2006, p.333). Como forma de buscar a correção do modelo proposto, foi usada a “matriz de erros-padrão e covariâncias de White” a fim de tornar robustos e consistentes com a heterocedasticidade os erros-padrão usados no cálculo das estatísticas t , conforme orientam Corrar, Paulo e Filho (2007, p.208). Pelos resultados percebe-se que apenas uma das variáveis apresenta o valor p do teste t , ao nível de 5% de significância, rejeitando a hipótese nula.

Outro pressuposto é que os resíduos devem apresentar distribuição normal, indicando que os casos amostrados se dispõem normalmente em toda a extensão da população. O diagnóstico para normalidade realizada neste trabalho foi por meio do teste Jarque-Bera que teve como resultado o valor-p de 0,0000, ou seja, não há normalidade entre os resíduos dado nível de significância de 5%. No entanto, recorrendo ao teorema do limite central, segundo Gujarati (2006, p.274) e Wooldridge (2006, p.439), para amostras infinitas, eventualmente para amostras acima de 30 observações (STEVENSON, p.202), a distribuição das médias é aproximadamente normal.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 05 permite verificar que as variáveis independentes do modelo foram estatisticamente significantes quando analisadas de forma conjunta, já que se obteve um valor P do teste F de 0,0021, o que rejeita a hipótese nula, indicando a validade do coeficiente de determinação ajustado, e que ao menos uma das variáveis independentes apresenta influência sobre a variável escolhida para ser explicada, no caso a ln-MTB (CORRAR, PAULO e FILHO, 2007, p.171).

Tabela 05: Resultados da Regressão

	Sinal Esperado	Coef. (β)	Erro-Pad.	Estat. T	Valor P
Constante (α_0)		-0,0183	0,0119	-1,5157	0,1303
ln-IINTAGDIF	+	-0,0103	0,0261	-0.3966	0.6918
ln-IDESPCOM	+	0,1108	0,0493	2.2475	0,0251
ln-IDESPADM	+	0,0433	0,0493	0,8779	0,3805
ln-IOTRDOP	+	-0,0079	0,0082	-0.9608	0,3372
R² Aj.		0,0273			
Estatística F		4,2643			
Valor P (Est. F)		0,0021			

A Tabela 05 ainda permite afirmar que o valor-p é inferior ao nível de significância de 5%, que foi definido para o presente trabalho, demonstrando que o coeficiente $\beta \neq 0$ para a variável ln-IDESPCOM, de variação das despesas comerciais, portanto, essa variável independente explica individualmente a variável ln-MTB, que representa a variação dos índices MTB no período. Entretanto, os demais valores P dos coeficientes β_1 , β_3 e β_4 não apresentaram estatísticas do teste T que os validassem como preditores.

Os coeficientes β da regressão chegaram ao seguinte modelo resultante:

$$\ln\text{-MTB} = - 0,0183 - 0,0103*\ln\text{-IINTAGDIF} + 0,1108*\ln\text{-IDESPCOM} + 0,0433*\ln\text{-IDESPADM} - 0,0079*\ln\text{-IOTRDOP}$$

O coeficiente β para a variável ln-IDESPCOM é maior de forma significativa do que o β para as demais variáveis do modelo, sendo de 0,1108 e o segundo mais significativo 0,0433, apesar de ser conhecida a limitação de que os demais coeficientes podem não ser confiáveis ao nível de significância proposto em razão do que foi avaliado acima no teste t. Fica observado que a variação de despesas com vendas e comercialização, como *proxy* do investimento em marketing e similares, apresenta impacto mais significativo na explicação da variação do índice MTB, com leve inclinação positiva. Isso pode indicar que a variável

independente está explicando a variável dependente, mas não necessariamente relacione-se diretamente a *proxy* sugerida, pois há diversas outras despesas relacionadas. Uma possibilidade é de que a variação seja proporcionada pela força que as vendas tenham no desempenho do índice MTB e não do marketing.

Quanto aos sinais esperados para os coeficientes β das variáveis, salienta-se que as variáveis ln-IINTAGDIF e ln-IOTRDOP, pelas premissas de inclusão no modelo, tenderiam a contribuir positivamente na explicação e revelaram o inverso na resultante. Isso pode ser explicado entre outras razões pela tendência de que essas contas usadas nas *proxys* recebam grandes cargas de gerenciamento de resultados, além de pouca abertura, conforme discutem Almeida, Lopes e Corrar (2008).

O valor do coeficiente de determinação R^2 ajustado obtido com a regressão foi de 0,0273, ou seja, a capacidade de explicação de ln-IINTAGDIF, ln-IDESPCOM, ln-IDESPADM e ln-IOTRDOP para a variação do índice *market-to-book*, ln-MTB, foi de menos de 3%. Esse percentual explicativo revela-se o principal indicador dos vários fatores resultantes do modelo para que se possa investigar a relação das contas contábeis e suas variações com os valores não contabilizados presentes no MTB e conseqüentemente na variável *proxy*.

Ao se fazer uma regressão simples para cada variável independente (ln-IINTAGDIF, ln-IDESPCOM, ln-IDESPADM e ln-IOTRDOP) contra a variável explicada, os resultados obtidos são os indicados na Tabela 06, conforme:

Tabela 06: Resultados Regressões Simples por Variável Independente

Regressão Liner Simples	Coefficiente	Coef. Erro	Teste T	Valor P
Constante (α_0)	-0.0106	0.0098	-1.0895	0.2763
ln-IINTAGDIF	0.0012	0.0157	0.0754	0.9399
R²	-0,0013			
P valor (Est. F)	0,9399			
Constante (α_0)	-0.0103	0.0101	-1.0208	0.3077
ln-IDESPCOM	0.1359	0.0247	5.5033	0.0000
R²	0,0406			
P valor (Est. F)	0,0000			
Constante (α_0)	-0.0098	0.0096	-1.0166	0.3097
ln-IDESPADM	0.0634	0.0218	2.9131	0.0037
R²	0,0098			
P valor (Est. F)	0,0037			
Constante (α_0)	-0.0171	0.0109	-1.5609	0.1192
ln-IOTRDOP	-0.0018	0.0084	-0.2072	0.8360
R²	-0,0018			
P valor (Est. F)	0,8360			

Pela Tabela 06, avalia-se que dos quatro modelos de regressão linear simples obtidos, apenas com as variáveis independentes ln-IDESPCOM e ln-IDESPADM apresentam modelos válidos de acordo com o teste F, que obteve P valores de 0,0000 e 0,0037, respectivamente. Identifica-se pela Tabela 06 que os resultados da regressão simples utilizando como variável dependente ln-MTB e apenas a variável independente ln-IDESPCOM apresentou coeficiente de determinação R^2 com o valor de 4,06%, demonstrando o grau de explicação da variação de

despesas com vendas e de índice MTB, sendo inclusive maior do que o modelo completo. O coeficiente β da variável $\ln\text{-IDESPCOM}$ mostra-se levemente aumentado em relação ao apresentado na regressão múltipla constante na Tabela 05 ($\beta_2 = 0,1108$) e mantém-se estatisticamente significativa conforme o valor-p.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Evidenciou-se que as referências que se tem em pesquisa a respeito das diferenças relacionadas ao índice *market-to-book* estão relacionadas a variáveis econômicas, sendo principalmente mencionados elementos de capital humano, como treinamento e desenvolvimento de pessoal, relacionando-os contabilmente a investimentos ou aplicações de recursos em pessoal, também a elementos relacionados às marcas e demais possíveis intangíveis originados de investimentos ou aplicações de recursos em marketing, e ainda elementos de pesquisa e desenvolvimento não ativados. Além desses, toda a gestão das organizações gera possíveis intangíveis que somente são contabilizados para o caso de combinações de negócios, como fusões e aquisições. As normas contábeis mais amplamente aceitas, que são as normas internacionais de contabilidade, atualmente em fase de adoção no Brasil, exigem evidenciação de determinados elementos na contabilidade, porém não estão disponíveis exatamente as informações sugeridas pela pesquisa científica. No entanto, é freqüente a consideração de que as contas não necessitem de maior nível de abertura para fins de divulgação a usuários externos.

Entendendo-se como relevante a investigação da diferença exata que existe entre valor de mercado das organizações e seus valores contábeis, diferença essa reconhecida no mercado financeiro e acadêmico pelo índice *market-to-book*, tanto para órgãos reguladores, quanto ao próprio mercado e quaisquer usuários das confiáveis informações contábeis, a avaliação do modelo de regressão desenvolvido permitiu perceber que *a priori* não há evidências de que as informações disponíveis são suficientes para explicar a variação de tal índice. Essa compreensão baseia-se na análise do modelo como todo, principalmente no coeficiente de determinação (R^2) apresentando menos de 3%, mesmo o modelo sendo válido (pelo teste F, valor P de 0,0021, rejeitando a hipótese nula de que R^2 é nulo). As regressões simples auxiliares apontam que a variável representativa da variação de $\ln\text{-MTB}$ é principalmente $\ln\text{-IDESPCOM}$, sendo possível interpretar mais de uma razão para essa baixa capacidade explicativa (4,06%). Cabe ressaltar que para apresentar uma conclusão mais ampla, sugerem-se estudos de séries temporais com a consideração de defasagens, como investigam Chu e Keh (2006, p.326) em pelo menos um ano ou como concluem Beaver e Ryan (1993, p.55) até seis anos.

Outras possíveis limitações são o fato de que o modelo em si não exaure a variedade de informações contábeis que poderiam ter sido consideradas, apenas estabelece premissas para que as mais objetivas e comumente disponíveis variáveis independentes para as empresas da amostra fossem selecionadas. Além disso, podem haver diferenças setoriais significativas por conta da carga de ativos de vida útil muito longa que aumentariam muito a defasagem dos efeitos contábeis (BEAVER e RYAN, 1993, p.55), o que pode ser verificado em estudo aprofundado que considere variáveis *dummies* setoriais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, J. E. F. DE ; LOPES, A. B. ; CORRAR, L. J. . **Gerenciamento de Resultados para Sustentar a Expectativa do Mercado de Capitais: Impactos no Índice Market-to-**

Book. In: II Congresso Anpcont (Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis), v. II, 2008, Salvador.

ALMEIDA, J. E. F. DE ; SOUZA, A. F. de, **Fluxo de Caixa e Accruals: Objetividade Versus Subjetividade no Índice Market-to-book das Companhias Abertas Brasileiras.** In: XI SEMEAD Seminários em Administração FEA/USP, 2008, São Paulo. XI SEMEAD Seminários em Administração FEA/USP, 2008.

BARTH, M. - *Including estimates of the future in today's financial statements - BIS Working Papers n°208 – Monetary and Economic Department of Bank for International Settlements*, Agosto 2006.

BARTH, E. M.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. *The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View.* Journal of Accounting and Economics. 2001.

BEAVER, W. H. e RYAN S. G. – *Accounting Fundamentals of the Book-to-Market Ratio.* *Financial Analysts Journal* Nov./Dec. 1993.

BEAVER, W. H.; RYAN, S. G. *Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity.* Journal of Accounting Research. v. 38, n. 1, 2000.

CHEN, M., CHENG S. e HWANG, Y. *An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and Firm's Market Value and Financial Performance.* *Journal of Intellectual Capital.* 159. 2005

CHENG, Q. *What Determines Residual Income?* *The Accounting Review.* 85. Jan-2005.

CHU S. e KEH H. T. *Brand Value Creation: Analysis of the Interbrand Business Week Brand Value Rankings.* Marketing Letters. Volume 17, nº 4, Dezembro, 2006.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS **Pronunciamento Técnico CPC 04 – Ativo Intangível.** Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_04.pdf> Acessado em: 27/12/2009.

_____. **CPC 00 – Pronunciamento Conceitual Básico.** Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf>. Acessado em: 26/12/2009.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 15 – Combinações de Negócios.** Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_15.pdf> Acessado em: 26/12/2009.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis.** Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pdf/CPC26.pdf>> Acessado em: 26/12/2009.

CORRAR, Luiz J.; PAULO, Edilson; e FILHO, José M. D. **Análise Multivariada para Os Cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia.** São Paulo: Atlas, 2007.

COSTA, Fábio Moraes da; LOPES, Alexsandro Broedel. **Ajustes aos US-GAAP: Estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque.** Revista Contabilidade e Finanças da USP. Edição 30 anos de doutorado, p. 45-57, Junho de 2007.

EASTON P. e PAE J. *Accounting Conservatism and the Relation Between Returns and Accounting Data.* Review of Accounting Studies. 495-591, 2004.

- FAMA, R. e BARROS, L. A. B. de C. **Q de Tobin e seu uso em finanças: Aspectos Metodológicos e Conceituais.** V Semead. Junho, 2001.
- FÁVERO, Luiz P.; BELFIORE, Patrícia; SILVA, Fabiana L. da; e CHAN, Betty L. **Análise de Dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- GERPOTT T. J., THOMAS S. E., HOFFMAN A. P. *Intangible asset disclosure in the telecommunications industry* *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 9, Num. 1; pág. 37, Bradford: 2008.
- GONZAGA R. P. e COSTA F. M. **A Relação Entre o Conservadorismo Contábil e os Conflitos Entre Acionistas Controladores e Minoritários Sobre as Políticas de Dividendos nas Empresas Brasileiras Listadas na Bovespa.** Revista Contabilidade e Finanças, USP, São Paulo, v. 20, n°50, p.95-109, maio/agosto de 2009.
- GUJARATI, D. N. **Econometria básica.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HAYASHI, F. *Tobin's Marginal Q and Average Q*, *Econometrica*, v.50, Jan. 1982.
- HARRIS, T. S., LANG, M.; MÖLLER, H. P. *The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis.* **Journal of Accounting Research**, vol. 32, no. 2, Autumn 1994.
- HENDRIKSEN, E.S; VAN BREDÁ, M. F. **Teoria da contabilidade.** São Paulo: Atlas, 1999.
- HOLTHAUSEN, Robert W.; WATTS Ross L. *The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting.* *Journal of Accounting & Economics*. V. 31. may. 2001.
- KERIN R. A. e SETHURAMAN R. - *Exploring the Brand Value-Shareholder Value Nexus for Consumer Goods Companies.* *Journal of the Academy of Marketing Science*. V. 26. 1998.
- KERR G. e DARROCH J. **PERFORMANCE IN THE CONTEMPORARY CONGLOMERATE.** *Academy of Strategic Management Journal*. Jan – 2004.
- LEÃO, Luciano de Castro Garcia. **Contabilidade de Marcas: Contribuição ao Reconhecimento e Evidenciação de Informações sobre as Marcas.** Tese (Doutorado) - Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.
- LOPES, A. B. **Uma contribuição ao Estudo da Relevância da Informação Contábil para o Mercado de Capitais: O modelo de Ohlson Aplicado à BOVESPA.** 2001. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- LOPES, A. B.; SANT'ANNA D. P.; COSTA F. M. **A relevância das Informações Contábeis na Bovespa a Partir do Arcabouço Teórico de Ohlson: Avaliação dos Modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth.** Revista de Administração, São Paulo, v.42, n.4, p.497-510, out./nov./dez. 2007.
- MACHADO M. A. V.; MEDEIROS O. R. e JUNIOR W. E. **Problemas na Mensuração da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil.** XI Semead. Agosto de 2008.
- MADDEN T. J., FEHLE F. e FOURNIER S. M. - *Brands Matter: An Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value Through Brands.* *Journal of the Academy of Marketing Science*. V. 34. 2006.

MARTINS, Vinicius A. **Contribuição à Avaliação do Goodwill: Depósitos Estáveis, Um Ativo Intangível.** São Paulo, Dissertação de Mestrado PPGCC-FEA-USP, 2002.

PONTE, V. M. R.; MOURA, H.; OLIVEIRA M. C.; CARMO R. C. A. **Análise das Práticas de Evidenciação de Informações Obrigatórias, Não-Obrigatórias e Avançadas nas Demonstrações Contábeis das Sociedades Anônimas no Brasil: Um Estudo Comparativo dos Exercícios de 2002 e 2005.** Revista Contabilidade e Finanças USP, São Paulo, v.18, n.45, p.50-62, setembro/dezembro 2007.

Publishing Company, 3.ed., 1992.

SAENZ J. **Human capital indicators, business performance and market-to-book ratio.** *Journal of Intellectual Capital.* 2005.

SENETTI J.T. , KIM C. e SELLANI R. J. **Measuring the Effect of Investment in Intellectual Capital.** *Journal of Applied Management and Entrepreneurship; Apr 2004.*

SOUZA N. A. e PINHO R. M. – **Uma Análise do Q de Tobin como Proxy para o Nível de Investimento da Firma.** 7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. Julho 2007.

STEVENSON, William J. **Estatística Aplicada à Administração.** São Paulo: Harper e Row do Brasil, 1981.

ROVER S. et al. **Operacionalização de Métodos de Mensuração de Ativos Intangíveis em Uma Empresa do Setor Elétrico.** 9º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. Julho, 2009.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução a econometria: uma abordagem moderna.** São Paulo: Pioneira Thomson Learnings, 2006.