

IMPACTO DA AMORTIZAÇÃO DO ÁGIO NO PREÇO DAS AÇÕES DE BANCOS BRASILEIROS

RESUMO

A presente pesquisa foi desenvolvida com a finalidade de verificar se a amortização do ágio decorrente da expectativa de rentabilidade futura foi relevante para a formação do preço das ações de instituições financeiras brasileiras que submetem suas ações à negociação pública na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Metodologicamente, trata-se de um estudo descritivo, de caráter documental, operacionalizado por meio de dados secundários obtidos no banco de dados da Economatica® e BM&FBOVESPA, tratados sob uma perspectiva longitudinal de análise (2001-2009). No que diz respeito à análise dos dados coletados, empregou-se a técnica de análise de dados em painel não balanceada utilizando-se o método *pooling*. Complementarmente ao valor de ágio amortizado e ao preço das ações, o lucro líquido das instituições financeiras pesquisadas foi incluído no modelo como variável de controle. Os resultados sugerem que a amortização linear do ágio não possui conteúdo informacional para explicação da variação dos preços das ações, em linha com o discurso para conclusão dos *Boards* do IASB e do FASB, ao optarem pelo método do teste de *impairment* no tratamento do ágio, de que essa informação contábil não é relevante aos analistas, quando se trata de apreçamento de ações.

1 INTRODUÇÃO

O Brasil tem buscado a convergência para as normas internacionais de contabilidade, com o intuito de reduzir os custos de publicação em diferentes GAAPs (*Generally Accepted Accounting Principles*) e a assimetria informacional que poderá impactar na redução das taxas de captação de recursos de empresas brasileiras no exterior, já que os agentes do mercado precificam o risco quando a informação é imperfeita (AKERLOF, 1970). Corroborando a tendência global para a redução de assimetria informacional, o FASB (*Financial Accounting Standards Board*) e o IASB (*International Accounting Standards Board*) assinaram, em 2002, o memorando de entendimento conhecido como *Norwalk Agreement*, com a finalidade de reduzir as diferenças de práticas contábeis (LEMES e CARVALHO, 2009). Em novembro de 2007, a SEC (*Securities Exchange Commission*) passou a aceitar que empresas FPIs (*Foreign Private Issuer*) arquivassem suas demonstrações financeiras em IFRSs (*International Financial Reporting Standards*), facultando a reconciliação aos padrões americanos.

No Brasil, desde 2008, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) responsabilizou-se pela emissão de normas e orientações contábeis em consonância com os padrões internacionais de contabilidade, as IFRSs, às empresas do mercado brasileiro que estão obrigadas a publicar suas Demonstrações Contábeis em conformidade com tais padrões.

As inúmeras alterações trazidas pela adoção das normas internacionais, por meio do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, trazem um enorme desafio às empresas do mercado brasileiro, já que são consideradas mais voltadas a princípios do que a regras e demandam profissionais mais bem formados, com uma maior capacidade de análise, esperando-se que impulsionem a profissão contábil para um novo patamar, próximo ao desfrutado em outros países (MARTINS, MARTINS e MARTINS, 2007).

Dentre as alterações introduzidas pelas novas regras, a cessação da amortização do ágio, substituindo-a apenas pelo teste de *impairment*, tem causado polêmica. Antes das novas regras, o ágio era amortizado quase sempre linearmente, seguindo, em geral, a amortização aceita para fins de dedutibilidade fiscal, cujos prazos mínimo e máximo variavam entre 5 anos

(Lei nº 9.532 de 1997, modificada pela Lei nº 9.718 de 1998) e 10 anos (Instrução CVM nº 247 de 1996). Em linhas gerais, as práticas de amortização de ágio mais comumente manifestadas pelas companhias pareciam estar induzidas pela orientação do fisco, pois se materializavam num intervalo de 5 a 10 anos. Nesse sentido, defende-se que, apesar de prática e objetiva, a antiga orientação para a amortização do ágio era arbitrária, não representando a efetiva perda de valor ao longo do tempo.

A substituição da amortização do ágio exclusivamente pelo teste de *impairment* passou a ser válida a partir de 2009, em função da edição do pronunciamento CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) de número 15. Porém, o Banco Central do Brasil ainda não regulamentou essa questão, fato que resultou na não aplicabilidade desse pronunciamento, até o momento, para as instituições financeiras. Sendo assim, as instituições financeiras continuaram a amortizar esse ágio no exercício de 2009. Por isso a possibilidade desta investigação nesse período. Dessa maneira, formula-se o seguinte problema de pesquisa: **a amortização do ágio impacta no valor das ações de instituições financeiras?**

Assim, com base nas argumentações apresentadas, o objetivo da pesquisa consiste em verificar se a amortização do ágio decorrente da expectativa de rentabilidade futura foi relevante para a formação do preço das ações de instituições financeiras brasileiras que submetem suas ações à negociação pública na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA).

A exploração da relação entre a amortização do ágio contabilizada pelas instituições financeiras e a cotação de suas respectivas ações é relevante por envolver um tema novo no ambiente estudado. Adicionalmente, ressaltou-se o fato de que o referido tema tem sido pouco explorado academicamente no Brasil, o que também contribui para a importância da pesquisa. Ainda, cumpre observar que, conforme a *Dissenting Opinions* da IFRS 3, a decisão de abandonar o método de amortização do *goodwill* e substituí-lo pelo teste de recuperabilidade não foi consentida de forma unânime pelos membros do *Board* do IASB. No já mencionado *Dissenting Opinions* da IFRS 3, tem-se que dois membros do *Board* (Professor Whittington e Mr Yamada) dissentiram da abolição da amortização do ágio. Destarte, se a aprovação não foi por unanimidade no próprio do *Board* do IASB, pode-se inferir que a falta de consenso entre autoridades do assunto pesquisado sugere que há lacunas que podem ser esclarecidas, ainda que parcialmente, por meio do desenvolvimento de investigações acadêmicas.

Em adição, salienta-se que o estudo realizado pela *PricewaterhouseCoopers* (2010b) identificou aumento drástico no volume de *impairment* do *goodwill*, devido ao *Credit Crunch*. Os resultados da referida pesquisa indicam que, no intervalo entre o último trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, 500 empresas listadas na revista *Fortune* anunciaram aproximadamente US\$ 230 bilhões de baixas do ágio por *impairment*; no entanto, o impacto no preço das ações não foi significativo, ou seja, o mercado antecipou-se em relação ao anúncio de *impairment*, pois o registro da baixa é a conclusão de que eventos já demonstravam que havia indícios da perda de valor do *goodwill* registrado.

Complementarmente a essa introdução, têm-se mais quatro seções neste artigo. A seguir, a segunda seção reúne o referencial teórico que suporta o desenvolvimento da investigação, abordando-se *goodwill*, teste de recuperabilidade de ativos, teoria de mercado eficiente e a questão da amortização do ágio. Na sequência, a terceira seção destina-se à exposição dos procedimentos metodológicos empregados no estudo. A quarta seção exibe a análise dos dados coletados e, por fim, na quinta seção tem-se a conclusão da pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Há que se comentar que a experiência norte-americana quanto à amortização do *goodwill* é emblemática, retratando a falta de consenso sobre o assunto. Até 2001, as regras para a amortização do *goodwill* eram definidas pelo *Accounting Principles Board Opinion* de número 17 (APB 17), que estabelecia que o *goodwill* fosse amortizado dentro de um período máximo de 40 anos. O período arbitrário de amortização de 40 anos não tinha fundamentação lógica e faz supor que a ideia era de que o *goodwill* comprado diminuía com o passar do tempo e a amortização em 40 anos não afetaria substancialmente um período específico. O efeito seria neutralizar ou esterilizar a alocação do *goodwill* do ponto de vista do fornecimento de informações a investidores e credores. Se a amortização de intangíveis não fornece informação útil, ela, também, não prejudicaria ou distorceria outras informações processadas (HERNDRIKSEN e VAN BREDA, p. 395, 1999).

Em Julho de 2001, o FASB editou o SFAS (*Statement of Financial Accounting Standards*) 142, por considerar que o mercado não identificava a amortização do *goodwill* como informação relevante, proibindo tal amortização e substituindo-a pelo *impairment test*:

Analysts and other users of financial statements, as well as company managements, noted that intangible assets are an increasingly important economic resource for many entities and are an increasing proportion of the assets acquired in many transactions. As a result, better information about intangible assets was needed. Financial statement users also indicated that they did not regard goodwill amortization expense as being useful information in analyzing investments. (FASB – Summary of Statement No.142, Issued 6/2001)

O IASB, na adoção da IFRS 3, seguiu o entendimento do FASB quanto ao tratamento dado ao *goodwill*, determinando a proibição de sua amortização. No Brasil, o tratamento do *goodwill* traz muita confusão, primeiramente, pelo conceito de ágio advindo do art. 20 do Decreto-Lei nº 1.598 de 77 que definia que o ágio deveria possuir como fundamento econômico:

(...)

- a) valor de mercado de bens do ativo da coligada ou controlada superior ou inferior ao custo registrado na sua contabilidade;
- b) valor de rentabilidade da coligada ou controlada, com base em previsão dos resultados nos exercícios futuros;
- c) fundo de comércio, intangíveis e outras razões econômicas.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), também, tinha incorrido na mesma impropriedade, sanada com a emissão da Instrução CVM 247, que pode ser verificada na Nota Explicativa à Instrução 247, emitida em substituição à Instrução 01 (CVM, 1978), na qual há a informação de que há, apenas, dois tipos de ágio e deságio com fundamento econômico: decorrente da diferença entre valor de mercado dos bens e respectivos valores contábeis e em função da expectativa de resultado futuro. Essa diferença entre valor de mercado dos bens e seus respectivos valores contábeis figura no Pronunciamento CPC 15 como um passo anterior à apuração do *goodwill*, na qual será verificada a mais ou menos valia dos bens adquiridos.

O Pronunciamento CPC 01 prevê a realização do teste de recuperabilidade do ágio derivado de expectativa de rentabilidade futura no mínimo anualmente ou quando evidências indicarem que o valor do ágio está registrado por valor não recuperável no futuro. Há que se observar que, no Brasil, por força do art. 61 da Lei nº 11.941/07, as instituições financeiras e demais entidades que estão sob controle do Banco Central do Brasil, continuam, até o momento, amortizando o ágio por rentabilidade futura.

O FASB cessou a amortização do ágio por considerar que a informação não era relevante para o mercado e o Brasil seguiu a mesma direção, adotando o critério por intermédio do Pronunciamento CPC 01, que prevê a aplicação do teste de recuperabilidade para o ágio por expectativa de rentabilidade futura. Essa regra, até o momento, não se aplica aos Bancos, que continuam a amortização do ágio.

Mas, para as pequenas e médias empresas o IASB emitiu documento próprio, também reconhecido no Brasil pelo CPC, no qual permanece a obrigação da amortização.

2.1 GOODWILL

O *goodwill* é um assunto dos mais complexos em contabilidade por carecer de muitas das características associadas a ativos, como identificabilidade e separabilidade. Tamanha é a complexidade do assunto que, em estudo realizado por Costa *et al* (2009), foi demonstrado haver aproximadamente 40% de erro na definição do conceito de *goodwill* utilizado nos trabalhos científicos pesquisados. Conceitualmente, o *goodwill* representa o valor pago a mais pelo adquirente em relação aos ativos tangíveis e intangíveis identificáveis e separáveis e passivos avaliados a valor justo da adquirida, numa transação entre partes independentes e não relacionadas (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2009). Deduz-se, portanto, que o *goodwill* reconhecido na contabilidade é aquele que se origina numa transação com partes não relacionadas. É aquilo que o adquirente paga a mais na compra, por motivos não facilmente mensuráveis, tais como: nome, reputação, clientela, localização, inovação e tecnologia, fidelidade, força de trabalho, capital intelectual; no fundo, são aquelas razões que não se consegue mensurar de forma individual e lógica para cada um desses componentes, que são os intangíveis criadores de uma capacidade anormal de lucros.

Hendriksen e Van Breda (1999) informam que a prática contábil americana é alocar o máximo possível do preço de compra a ativos específicos, considerando o *goodwill* como o resíduo, sendo, portanto, a diferença entre o valor dos ativos a preços de mercado e o valor pago.

Iudícibus (2009, p. 205) considera que o *goodwill* pode ser considerado sob três perspectivas: [1] como o excesso de preço pago pela compra de um empreendimento ou patrimônio sobre o valor de mercado de seus ativos líquidos; [2] nas consolidações, como o excesso de valor pago pela companhia-mãe por sua participação sobre os ativos líquidos da subsidiária e [3] como o valor presente dos lucros futuros esperados, descontados de seu custo de oportunidade.

Os *goodwills* dos tipos 1 e 2 são registrados na Contabilidade, já o do tipo 3 é decorrente de expectativas subjetivas quanto à rentabilidade a mais do seu custo de oportunidade.

Destaque-se que, no presente estudo, é considerado como *goodwill* o ágio decorrente de expectativa de rentabilidade futura. É a diferença paga a mais numa transação pela empresa adquirente, pela sua expectativa de que a adquirida proporcionará lucros acima do normal. O ágio só é registrado no ativo intangível do balanço consolidado da adquirente pelo seu custo de aquisição. No balanço individual, ele figura dentro do investimento.

O tratamento contábil do *goodwill* sofreu alterações ao longo do tempo. Nos Estados Unidos, segundo Iudícibus (2009), até 1970 as empresas não amortizavam o ágio ou o amortizavam em poucos períodos. Depois da entrada em vigor do APBO (*Accounting Principles Board Opinion*) nº 17, todos os intangíveis deveriam ser amortizados no prazo máximo de 40 anos. Posteriormente, com a edição das normas SFAS 141 e 142, mudou-se, radicalmente, o tratamento contábil do *goodwill* adquirido, cessando-se sua amortização

periódica, substituída pelo *impairment test*. Caso a aplicação do teste de recuperabilidade conclua que o valor dos benefícios econômicos representados pelo *goodwill* tenha diminuído, reconhece-se a perda.

Iudícibus (2009) entende que não se deveria amortizar o *goodwill* adquirido de uma forma arbitrária por um determinado número de anos. De acordo com o referido autor, ou ele existe ou não, ou mantém ou não. Assim, o teste de *impairment* seria encarregado de evidenciar se o *goodwill* adquirido continua trazendo expectativas de benefícios futuros para a entidade.

Costa Jr.(2008), analisando operações de fusões e aquisições entre firmas brasileiras no período de 2002 a 2006, concluiu que deveriam ser feitos testes de *impairment* para a verificação da substância econômica do ágio, tendo em vista que os resultados mostraram que os valores pagos teriam excedido os resultados anormais esperados. O ágio decorrente da aquisição de negócios sobrevive na empresa adquirente por volta de 5 (cinco) anos. É possível, inferir, assim, que, embora de certa forma arbitrária, a amortização do ágio em um período entre 5 e 10 anos, como era a prática anterior à adoção dos pronunciamentos do CPC no Brasil, não estava longe da realidade.

Estudo realizado pela área de *Corporate Finance* da *PricewaterhouseCoopers* (2010a), divulgado em abril de 2010, demonstrou o forte crescimento da quantidade de operações de fusões e aquisições no Brasil. O primeiro quadrimestre de 2010 registrou um total de 236 operações, volume 39% maior que no mesmo período do ano anterior e recorde histórico para o período. No mesmo período em 2009, foram 170 transações. Nos anos de 2007 e 2008, houve, respectivamente, 203 e 221 transações, sendo o ano de 2008 o recorde anterior. A Tabela 1 apresenta a quantidade anual de operações de fusões e aquisições divulgadas no Brasil.

Tabela 1: Quantidade de operações de fusões e aquisições no Brasil.

Ano	Quantidade de operações (*)
2009	644
2008	644
2007	721
2006	573
2005	389
2004	416
2003	337
Total	3724

(*) Transações divulgadas na imprensa. Não inclui acordos.

Fonte: *PricewaterhouseCoopers* (2010a).

A quantidade de transações efetuadas demonstra que o assunto é recorrente e estará registrado nas Demonstrações Contábeis das companhias brasileiras, evidenciando que não é tema que possa ser desprezado tanto pela academia como pelos contadores que atuam no mercado.

A forma como o ágio é tratado atualmente nas empresas do mercado brasileiro (com exceção dos bancos e das pequenas e médias empresas) pode levar a uma consequência interessante, que seria a manutenção de ágios que já não possuem a mesma capacidade de proporcionar benefícios econômicos futuros como no passado, mas que se mantêm no balanço devido a novos ágios gerados internamente. Explica-se: no momento da aquisição de um novo negócio, o ágio incorporado no negócio possui capacidade de gerar lucros futuros. Com o passar do tempo, essa capacidade tende a diminuir. No entanto, se a empresa passa a criar internamente itens intangíveis que proporcionam uma rentabilidade futura do negócio

adquirido, o teste de *impairment* não resultará em uma redução do valor registrado como ágio, uma vez que continua a haver expectativa de rentabilidade futura. Porém, não é possível, ao menos de forma objetiva, identificar qual parcela, dentro da expectativa de rentabilidade futura, estaria vinculada ao ágio adquirido e qual estaria vinculada a um *goodwill* gerado internamente. Deduz-se, assim, que existe a possibilidade de manter-se nas Demonstrações Contábeis um valor de *goodwill* que, normalmente, não deveria ser amortizado, uma vez que, gerado internamente, não é passível de contabilização.

Para fins de amortização do ágio adquirido, o CPC 01 determina como deve ser realizada a alocação do ágio entre unidades geradoras de caixa ou grupo de unidades geradoras de caixa, que se beneficiam da sinergia.

2.2 TESTE DE RECUPERABILIDADE DE ATIVOS

O teste de recuperabilidade deve ser aplicado anualmente, no mínimo, ou quando houver indícios e/ou evidências de que houve perda do valor recuperável desse ativo. De acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 01, o teste deve ser efetuado de acordo com a menor unidade geradora de caixa. Os dois membros (Professor Whittington e Mr Yamada) que, no *Dissenting Opinions* da IFRS 3, não concordaram com a abolição da amortização do ágio, esclareceram que têm essa opinião por entender que o fato que justifica a sustentação da geração de caixa do ágio poderá estar relacionado com outros fatores, tais como: reestruturação, marketing etc.. E que a abolição da amortização pode ser considerada arbitrária e não estar em consonância com o princípio geral de que o ágio gerado internamente não deveria ser reconhecido.

De acordo com o IAS (*International Accounting Standard*) 22, o ágio tinha o limite de vinte anos para ser amortizado. O *Board* levou em consideração que a escolha da vida útil poderia ser arbitrária, por isso optou pelo teste de *impairment*.

2.3 TEORIA DE MERCADO EFICIENTE

Os pressupostos da teoria do mercado eficiente sugerem a inexistência de espaço para arbitragem. Eugene Fama é apontado como o precursor dos estudos que discutem a hipótese do mercado eficiente (SILVA e SERPA, 2010). Em linhas gerais, a hipótese desse mercado é de que “o valor de um ativo é reflexo do consenso dos participantes com relação a seu desempenho esperado” (ASSAF NETO, 2003, p. 202). O autor ainda adiciona que “um ativo qualquer é formado com base nas diversas informações publicamente disponíveis aos investidores, sendo as decisões de compra e venda tomadas com base em suas interpretações dos fatos relevantes”. No Quadro 1 têm-se as hipóteses básicas do mercado eficiente, segundo Assaf Neto (2003):

HIPÓTESES BÁSICAS DO MERCADO EFICIENTE
Hipótese a: nenhum participante do mercado tem a capacidade de sozinho influenciar os preços das negociações, alterando-os segundo exclusivamente suas expectativas.
Hipótese b: o mercado, de maneira geral, é constituído de investidores racionais, decidindo sobre alternativas que promovam o maior retorno possível para determinado nível de risco, ou o menor risco possível para certo patamar de retorno.
Hipótese c: todas as informações estão disponíveis aos participantes do mercado, de maneira instantânea e gratuita. Nessa hipótese, nenhum investidor apresenta qualquer acesso privilegiado às informações, identicamente disponíveis a todos os agentes.
Hipótese d: em princípio, o mercado eficiente trabalha com a hipótese de inexistência de racionamento de capital, permitindo que todos os agentes tenham acesso equivalente às fontes de crédito.
Hipótese e: os ativos objeto do mercado são perfeitamente divisíveis, e negociados sem restrições.
Hipótese f: as expectativas dos investidores são homogêneas, isto é, apresentam o mesmo nível de apreciação com relação ao desempenho futuro do mercado.

Quadro 1: Hipóteses do Mercado Eficiente

Fonte: Assaf Neto (2003, p. 202-203)

Adicionalmente, Lopes (2002) argumenta que o mercado eficiente responde, rapidamente, à divulgação de uma informação contábil relevante. O autor enfatiza que esse tipo de mercado tem condições de avaliar notas explicativas, derivativos, pensões, entre outras evidenciações.

2.4 MODELOS DE PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS

A argumentação precedente sugere que, num contexto de mercado eficiente, o valor de um ativo é reflexo do consenso dos participantes com relação ao seu desempenho esperado. Assim, as informações existentes no mercado acerca da empresa são avaliadas pelos participantes desse mercado. Dentre essas informações encontram-se as informações contábeis.

A pesquisa em contabilidade financeira do final dos anos 60 (BALL e BROWN, 1968; BEAVER, 1968) com foco no mercado de capitais tornou-se uma das áreas mais prolíferas na academia contábil internacional (WATTS e ZIMMERMAN, 1986). Kothari (2001) pesquisou a relação entre o mercado de capitais e as Demonstrações Contábeis, evidenciando a relevância da informação contábil na formação dos preços das ações. Mais recentemente, têm-se os estudos para a determinação de valor de uma empresa a partir de modelos contábeis, calcados na premissa de que o valor da empresa é o valor do patrimônio ajustado pelos resultados anormais e outras informações que possam afetar a lucratividade da empresa no futuro (OHLSON, 1995); com isso outros estudos se destacaram na militância pela determinação do valor da empresa: Claus e Thomas (2001); Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001); Easton (2004); Ohlson e Juettner-Nauroth (2005) e Lima *et al* (2010).

Individualmente, os modelos de precificação de ativos diferem com respeito ao uso dos dados dos analistas; às premissas com relação às taxas de crescimento de curto e longo prazo; ao horizonte explícito de previsão e como a taxa de inflação é incorporada dentro dos modelos, mas todos estão calcados na premissa de previsão de fluxo de caixa futuro. Desse modo, o pressuposto de que os *accruals* do ágio não representam conteúdo informacional para esses modelos induz à hipótese de pesquisa:

H₀: A amortização do ágio impacta no preço das ações das instituições financeiras brasileiras.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nessa seção, descrevem-se os procedimentos metodológicos empregados para o desenvolvimento do presente estudo. A pesquisa pode ser caracterizada, conforme Vergara (2009), como de natureza descritiva, uma vez que propõe a exploração da influência de uma variável contábil na formação do preço das ações de um determinado segmento empresarial (instituições financeiras brasileiras). Ainda com relação à sua classificação, trata-se de uma pesquisa documental, operacionalizada por meio de dados secundários, sob uma perspectiva longitudinal de análise (2001-2009).

3.1 CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DA AMOSTRA

A seleção da amostra deu-se de forma intencional, tendo em vista que o objetivo foi verificar se a amortização linear do ágio traz conteúdo informacional para o apreamento de ações de instituições financeiras brasileiras. Foram selecionadas as empresas que apresentavam os maiores valores de ágio, exceção feita ao Banco Nossa Caixa Nosso Banco, por não demonstrar em suas notas explicativas o valor do ágio amortizado anualmente, objeto da pesquisa. A amostra das instituições financeiras selecionadas é representativa, tendo em vista que, somadas, as 5 instituições financeiras escolhidas representam aproximadamente 85,03% do total de ativos das instituições financeiras. O montante registrado de ágio nas instituições financeiras selecionadas corresponde aproximadamente a 95,55% do ágio do setor, levando em consideração apenas as instituições financeiras constituídas sob a forma de companhia aberta e que submetem suas ações à negociação na BM&FBOVESPA. Esse recorte justifica-se pela busca de estabelecimento de correlação entre a variável de amortização de ágio com o preço das ações das respectivas empresas. Logo, não seria compatível com o estudo considerar empresas que não possuíssem amortização de ágio relevante no período analisado.

A Tabela 2 apresenta as instituições financeiras brasileiras selecionadas, os valores totais de ativo e o ágio registrado no ativo de cada instituição.

Tabela 2: Instituições Financeiras selecionadas

INSTITUIÇÃO FINANCEIRA	TOTAL DE ATIVOS(*)	%	TOTAL DO ÁGIO (*)	%
UNIBANCO	183.181.050	6,29%	593.487	1,37%
ITAÚ	634.663.189	21,80%	3.558.756	8,24%
BRABESCO	558.100.216	19,17%	5.252.187	12,16%
BRASIL	724.881.378	24,90%	7.266.962	16,82%
SANTANDER	374.814.570	12,87%	24.605.186	56,96%
TOTAL DA AMOSTRA	2.475.640.403	85,03%	41.276.578	95,55%
OUTROS	435.758.074	14,97%	1.920.714	4,45%
TOTAL DO SETOR	2.911.398.477	100,00%	43.197.292	100,00%

(*) data base dos dados dezembro de 2009, ou última informação disponível, das Demonstrações Contábeis consolidadas. Apresentação em R\$ mil.

Fonte: Economática®

No que diz respeito à obtenção dos dados da pesquisa, os preços das ações das companhias estudadas, relativos ao período de 2001 a 2009, foram coletados no banco de dados da Economática®. Complementarmente, foram coletadas as Demonstrações Contábeis das instituições financeiras brasileiras no *site* da BM&FBOVESPA.

Para a análise dos dados coletados, empregou-se a técnica de regressão com dados em painel, que, segundo Gujarati (2006), é indicada quando se deseja acompanhar a mesma unidade de corte transversal ao longo do tempo, possuindo, assim, uma dimensão espacial e outra temporal. Segundo o autor, essa técnica possui vantagens como a tendência de haver heterogeneidade nas unidades; proporciona dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência; maior adequação ao estudo da dinâmica de mudanças; possibilidade de melhor detectar e medir efeitos do que quando a observação é feita por meio de corte transversal puro ou série temporal pura; possibilidade de modelos comportamentais mais complexos; e possibilidade de minimizar o viés que decorreria da agregação de pessoas ou empresas em grandes conjuntos (GUJARATI, 2006, p. 514).

4 ANÁLISE DOS DADOS

O estudo foi desenvolvido com base em dados de bancos com ações negociadas em Bolsa, uma vez que a intenção foi a de verificar a influência ou não do ágio amortizado no período com o valor das ações das empresas.

Dentre os 17 (dezessete) Bancos analisados com ações negociadas em Bolsa, 5 (cinco) foram estudados e o período compreendido foi de 2001 a 2009. Os demais não apresentavam amortização de ágio significativa e sua inclusão na amostra poderia distorcer os cálculos ou, então, abriram seu capital recentemente, não produzindo, assim, informação suficiente para que fossem incluídos no estudo.

A representação do modelo utilizado, considerando-se os dados das instituições financeiras, é ilustrado na Figura 1:

$$\text{Preço da ação} = \alpha + \beta_1 \cdot \text{amortização do ágio} + \beta_2 \cdot \text{lucro líquido} + \beta_3 \cdot \text{ar}(1) + \epsilon$$

Figura 1: Modelo de regressão utilizado

Os dados coletados foram processados por meio de regressão de dados em painel. Optou-se por utilizar o *pooling* de dados, ao invés dos modelos de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios. Essa opção decorre do teste de redundância de efeitos fixos que apontou que o *pooling* seria mais aplicável do que o modelo de efeitos fixos e, também, pelo fato de o valor de Rho, no modelo de efeitos aleatórios, ser próximo de 0 (zero), o que indica que os coeficientes decorrentes da aplicação do modelo de efeitos aleatórios e do *pooling* são similares, eliminado, assim, a viabilidade de se adotar o modelo de efeitos fixos. Para se escolher entre um desses dois modelos, *pooling* ou efeitos aleatórios, foram analisados os valores de R² e R² ajustado, que tendem a ser menores que o primeiro por punir o modelo pela adição de regressores, e foi escolhido o *pooling*. A Tabela 3 apresenta o resultado da análise da regressão :

Tabela 3: Análise de Regressão: preço de ação, lucro líquido e amortização do ágio

Painel A: Análise Multivariada				
Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
LL	2,308496	0,721511	3,199530	0,0032
Ágio	0,140563	1,229582	0,114318	0,9097
C	6,125926	4,132394	1,482416	0,1487
AR(1)	0,523100	0,235312	0,235312	0,0339

Prob (F-Statistic) 0,000000

Durbin-Watson stat 2,323101

A variável dependente analisada foi o preço das ações, enquanto as variáveis independentes foram o valor do ágio amortizado e o valor do lucro líquido do período, essa última como variável de controle. Foi escolhido o lucro líquido como variável de controle pela sua alta correlação com a variável dependente. Também, foram testadas como variáveis de controle a cotação do dólar, o índice Ibovespa, o valor do ativo e a taxa Selic, porém o modelo ficou mais bem ajustado utilizando-se o lucro líquido do período como variável de controle.

O modelo apresentou-se significativo e a ausência de autocorrelação é resultado da aplicação de um termo autorregressivo no modelo. A utilização do termo autorregressivo se justifica em teoria pelo fato de que as Demonstrações Contábeis de um determinado exercício não conseguem exercer influência no preço das ações da companhia na data do encerramento daquele mesmo exercício devido à data da publicação das demonstrações ser posterior à data do encerramento do respectivo exercício, conseqüentemente, posterior, também, à cotação das ações naquela data.

O valor R^2 encontrado foi de 64,9695%, indicando assim que o modelo é capaz de explicar quase 65% da variação do preço das ações dos bancos observados. A variável de controle - lucro líquido - foi considerada significativa, e, a cada 1 bilhão de reais em sua variação, o impacto na variável dependente – preço das ações - é de 2,30 reais.

A variável independente valor do ágio amortizado não se apresentou significativa, o que representa falta de correlação entre sua variação e a variação do preço das ações dos Bancos examinados. O intercepto do modelo, também, não se apresentou significativo, podendo, desse modo, levar ao entendimento de que seu valor não é estatisticamente diferente de zero e isso faz sentido, uma vez que o valor do intercepto seria um valor constante, sem vinculação com o valor das variáveis independentes e, sem a presença dessas variáveis, faz sentido que o preço das ações seja igual a zero.

A fundamentação teórica exibida no início do trabalho já previa a possibilidade de a amortização do ágio não exercer influência nos preços das ações das respectivas empresas. No entanto, caso houvesse a citada influência, poderia ser justificada eventualmente pelo benefício fiscal proveniente da amortização fiscal do ágio, o que gera um benefício para o fluxo de caixa. Cabe ressaltar que a amortização fiscal do ágio não sofreu modificação por parte das novas normas contábeis, pois, como o próprio nome já diz, são contábeis e não fiscais.

Contudo, é muito provável que o ágio produza um reflexo no preço das ações, uma vez que gera efeito caixa decorrente de sua dedução fiscal. O estudo demonstrou que esse reflexo não acontece na amortização. Sugere-se, a título de trabalhos para pesquisas futuras, a análise da provável existência do reflexo mencionado no ato da aquisição do investimento que gerou o ágio; nesse momento, o mercado já possui os valores necessários para conseguir precificar os efeitos futuros, ainda que fiscais e não societários.

5 CONCLUSÃO

O artigo teve por objetivo investigar o comportamento da relação entre a extinção da amortização do ágio para fins societários e os preços das ações, com o intuito de avaliar se a variável amortização do ágio explica parte da variação dos preços das ações. Os resultados apontam que estavam corretas as considerações dos *BOARDS*, tanto do IASB como do FASB, de que a amortização do ágio não traz conteúdo informacional aos analistas quando se trata de

apreçamento de ações. Tal motivo pode ser explicado pelas teorias de hipótese de mercado eficiente (HME), segundo a qual o mercado reage a toda informação relevante disponível e, também, pelos modelos de apreçamento de ativos, que estão calcados na premissa de fluxo de caixa futuro e lucros ajustados por itens que não mais impactam no caixa (já o fizeram no passado), tais como: depreciação, amortização e exaustão. Com isso, pode-se inferir que a amortização perde relevância em termos de conteúdo informacional para a projeção de lucros futuros e o apreçamento de ações.

Como limitação do presente estudo, pode ser apontado o fato de que a cotação dos preços das ações não é afetada na data de encerramento do exercício, mas somente após a publicação das Demonstrações Contábeis, o que tentou ser atenuado pelo modelo utilizado. Ainda que as cotações fossem as do dia de publicação das demonstrações, restaria uma determinada limitação, uma vez que o reflexo das informações contábeis sobre os preços das ações não se dá unicamente no dia da publicação.

Por fim, no que diz respeito ao desenvolvimento de pesquisas futuras, sugere-se um estudo acerca do provável impacto do ágio no preço das ações no ano em que é adquirido, o que poderia ser justificado pela expectativa de economia de saída de caixa decorrente da dedução fiscal proporcionada.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valores**. São Paulo: Atlas, 2003.

BALL, R. J.; BROWN. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 159-178, 1968.

BEAVER, W. H. The information content of earnings announcements empirical research in accounting: selected studies 1968, **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 67-92, 1968.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 05 de Julho de 2010.

BRASIL. Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de Dezembro de 1977.

BRASIL. Lei nº 11.941/09, de 27 de maio de 2009. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que específica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972, as Leis nºs 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.213, de 24 de julho de 1991, 8.218, de 29 de agosto de 1991, 9.249, de 26 de dezembro de 1995, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 9.469, de 10 de julho de 1997, 9.532, de 10 de dezembro de 1997, 10.426, de 24 de abril de 2002, 10.480, de 2 de julho de 2002, 10.522, de 19 de julho de 2002, 10.887, de 18 de junho de 2004, e 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, e as Leis nºs 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 10.925, de 23 de julho de 2004, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 11.116, de 18 de maio de 2005, 11.732, de 30 de junho de 2008, 10.260, de 12 de julho de 2001, 9.873, de 23 de novembro de 1999, 11.171, de 2 de setembro de 2005, 11.345, de 14 de setembro de 2006; prorroga a vigência da Lei nº 8.989, de 24 de fevereiro de 1995; revoga dispositivos das Leis nºs 8.383, de 30 de dezembro de 1991, e 8.620, de 5 de janeiro

de 1993, do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, das Leis nºs 10.190, de 14 de fevereiro de 2001, 9.718, de 27 de novembro de 1998, e 6.938, de 31 de agosto de 1981, 9.964, de 10 de abril de 2000, e, a partir da instalação do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, os Decretos nºs 83.304, de 28 de março de 1979, e 89.892, de 2 de julho de 1984, e o art. 112 da Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005; e dá outras providências.

BRASIL. Lei nº 9.532, de 10 de Dezembro de 1997. Altera a legislação tributária federal e dá outras providências.

BRASIL. Lei nº 9.718, de 27 de Novembro de 1998. Altera a Legislação Tributária Federal.

CLAUS, James; THOMAS, Jacob. Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. **Journal of Finance**, v. 56, n. 5, p. 1629-1666, 2001.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 247, de 27 de Março de 1996.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento técnico CPC 15, de 26 de Junho de 2009 – Combinação de Negócios. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2015.pdf>>. Acesso em 02 de julho de 2010.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento técnico CPC 01 (R1), de 06 de Agosto de 2010 – Redução ao Valor Recuperável de Ativos. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pdf/CPC01R1.pdf>>. Acesso em 07 de agosto de 2010.

COSTA JÚNIOR, J. V. da. **Retornos anormais versus performance operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. 2008.

COSTA, P. S.; ALMEIDA, D. L.; MARTINS, E. A.; MARTINS E. Goodwill: Uma Análise dos Conceitos Utilizados em Trabalhos Científicos. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2009. CD-ROM.

EASTON, Peter D. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. **The Accounting Review**, v. 79, n. 1, p.73-95, 2004.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. Summary of Statement No.142, FASB. Junho 2001.

GEBHARDT, William R.; LEE, Charles M. C.; SWAMINATHAN, Bhaskaran. Toward an implied cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 1, p. 135-176, 2001.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, S. de. **Teoria da Contabilidade**. 9. ed. São Paulo: Atlas. 2009.

KOTHARI, S. P.. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting & Economics**, v. 31, p. 105-231, 2001.

LEMES, S.; CARVALHO, L. N. G. de. Comparabilidade entre o Resultado em BR GAAP e U.S. GAAP: Evidências das Companhias Brasileiras Listadas nas Bolsas Norte-Americanas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 25-45, Mai./Ago. 2009.

LIMA, V. S.; LIMA, G. A. S. F. de.; LIMA, I. S.; CORRAR, L.J.; CARVALHO, L. N. G. de. Convergência Contábil e Custo de Capital Próprio: Evidências em um Mercado Emergente. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 34., 2010, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2010. CD-ROM.

LOPES, A. B. **A Informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

MARTINS, E.; MARTINS, V. A.; MARTINS, E. A. Normatização Contábil: Ensaio sobre sua evolução e o papel do CPC. **Revista de Informação Contábil**, v. 1, n. 1, Set. 2007.

OHLSON, J. A; Earnings book values and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p.661-687, 1995.

OHLSON, James A.; JUETTNER-NAUROTH, Beate E. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. **Review of Accounting Studies**, v. 10, n. 2-3, p. 349-365, 2005.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. Corporate Finance Fusões e Aquisições no Brasil Abril de 2010. Disponível em << www.pwc.com/pt_BR/br/estudos-pesquisas/assets/mea-abril-10.pdf>>. Acesso em 05 de dezembro de 2010a.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. Market turmoil and goodwill implications – a study of the market response to goodwill impairment announcements. Disponível em << www.pwc.com/en_US/us/.../ts-insights-goodwil-impairments.pdf>>. Acesso em 17 de outubro de 2010b.

SILVA, C. A. T.; SERPA, S. A. F. de A. O efeito chamariz nas decisões de investimentos. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2010. CD-ROM.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 11 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. **Positive accounting theory** Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.