

A Relevância do Ativo Diferido e do *Goodwill* no Processo de Avaliação das Empresas Brasileiras

Autores:

FLÁVIA ZÓBOLI DALMÁCIO

(FUCAPE / UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)

AMAURY JOSÉ REZENDE

(UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)

EMANOEL MARCOS LIMA

(UNIVERSIDADE CATÓLICA DOM BOSCO)

ELISEU MARTINS

(UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)

Resumo

Este trabalho tem por objetivos: (1) Analisar a relevância das variáveis contábeis para explicar o comportamento dos preços das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa; (2) Propor um modelo para cálculo do *goodwill*; (3) Verificar o poder explicativo incremental do ativo diferido e do *goodwill*, em que o preço das ações é função do lucro, patrimônio líquido, ativo diferido e *goodwill*. Estudos internacionais, sobre capital intangível e *goodwill*, destacam que as informações contábeis elaboradas conforme as normas e padrões americanos, especificamente para as empresas da nova economia, não possuem poder preditivo para a avaliação do comportamento dos preços das ações. Tendo em vista que, no Brasil, as normas de contabilidade financeira permitem o registro no ativo de gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e outras, buscou-se avaliar se modelo contábil brasileiro, por contemplar aspectos particulares ao “reconhecimento” desses itens, possui poder incremental na avaliação do preço das ações das empresas brasileiras. Foi utilizada a técnica de dados em painel e, de acordo com os resultados obtidos, constatou-se que os preços correntes das ações das empresas brasileiras podem ser explicados por variáveis contábeis (lucro, patrimônio, ativo diferido) e pelo *goodwill*, com coeficientes estatisticamente significantes.

1 Introdução

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

Nesse sentido, a motivação deste trabalho consiste em verificar o poder explicativo incremental do Ativo Diferido e do *Goodwill*ⁱ criado pelas empresas brasileiras, e se essas variáveis são, estatisticamente, significativas para explicar o comportamento dos preços das ações. Essa pesquisa refere-se ao um projeto *continuum*ⁱⁱ dos estudos realizados sobre ativos intangíveis e a *value-relevance* das informações contábeis.

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

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

Diante das constatações apresentadas, esta pesquisa direciona seu foco de investigação para as empresas pertencentes ao mercado de capitais brasileiro, pois as normas de contabilidade brasileira apresentam certa peculiaridade em relação ao registro dos intangíveis, permitindo o registro de gastos com pesquisa e desenvolvimento.

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

Alencar e Dalmácio (2006), ao analisarem os ativos diferidos, sob a perspectiva de relevância entre os setores econômicos, nível de liquidez e classe (ON e PN) das ações das empresas brasileiras, apontam que os ativos diferidos apresentam relações significativas, tanto entre os setores quanto referentemente à liquidez e classe de ações.

A variabilidade da relevância dos ativos diferidos, no cenário brasileiro, pode estar relacionada ao fato de a contabilidade brasileira ser influenciada pela legislação societária e tributária, que impõem regras específicas ao tratamento dos respectivos gastos com pesquisa e desenvolvimento.

Em relação ao tratamento contábil dos gastos com pesquisa e desenvolvimento, a legislação brasileira possibilita diversos tratamentos: como ativo diferido, amortizado até o máximo de 10 anos, de acordo com a legislação societária; como despesa do período, conforme a legislação fiscal; e, finalmente, a legislação fiscal exige que, não seja registrado como despesa do período e sim ativado no diferido, sendo esse valor amortizado em prazo não inferior a 5 anos. Esse dualismo (ativo ou despesa) abre espaço à conveniência do gestor, possibilitando o gerenciamento dos resultados e gerando economia tributária para a empresa.

Desse modo, as questões a serem investigadas são: **Qual a relevância das variáveis contábeis para explicar o comportamento dos preços das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa? E qual o poder explicativo incremental do ativo diferido e do *goodwill*?**

Portanto, por meio desta pesquisa, buscou-se: (1) Analisar a relevância das variáveis contábeis para explicar o comportamento dos preços das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa; (2) Propor um modelo para cálculo do *goodwill*; (3) Verificar o poder explicativo incremental do ativo diferido e do *goodwill*, em que o preço das ações é função do lucro, patrimônio líquido, ativo diferido e *goodwill*.

A base conceitual utilizada para avaliação do poder explicativo das variáveis foi a estrutura conceitual proposta por Ohlson (1995), que expressa preços como uma função do lucro e patrimônio líquido, conjuntamente, com variáveis contábeis (ativo diferido) e outras informações, como o *goodwill*. A relevância do trabalho encontra-se em verificar a importância do reconhecimento e contabilização do ativo diferido e do *goodwill* no processo de avaliação das empresas, pelos *stakeholders*, ressaltadas as limitações societárias e tributárias, em relação ao tratamento contábil desses itens.

O artigo apresenta-se dividido em 6 sessões: sendo que a primeira inclui esta introdução, a segunda discute a relevância da informação contábil, a terceira sessão trata dos aspectos conceituais do *goodwill*, a quarta dos aspectos metodológicos, a quinta demonstra os resultados apurados e, por fim, são apresentadas as conclusões da pesquisa. Em síntese, esta

pesquisa investigou a relevância das variáveis contábeis (lucro, patrimônio líquido e ativo diferido) associadas a uma *proxy* de *goodwill*.

2 A Relevância da Informação Contábil e o Mercado de Capitais

O papel da contabilidade, para o mercado de capitais, vem ganhando destaque, principalmente pelo volume de pesquisas desenvolvidas sobre o tema. Grande parte desses trabalhos busca evidências sobre a importância das informações contábeis para o mercado financeiro. O marco inicial das pesquisas do papel da informação contábil nos mercados de capitais se deu com o trabalho de Ball e Brown (1968). Os autores investigaram a existência da relação entre o lucro contábil e o preço das ações e verificaram que os números contábeis possuem capacidade informacional para o mercado de capitais. Beaver (1968) verificou que o preço e o volume das ações negociadas, nas semanas próximas à divulgação das informações contábeis, reagem fortemente à informação contábil. Beaver, Clarke e Wright (1979), a partir dos estudos de Ball e Brown (1968), verificaram correlação positiva entre as variações dos resultados contábeis e os preços das ações.

Destacam-se também os trabalhos, sobre o comportamento dos lucros e dos retornos ao longo do tempo, realizados por Board e Walker (1990) e Strong e Walker (1989). A pesquisa de Strong e Walker (1989), inspirada no trabalho de Lev (1989), investigou *o lucro contábil e sua importância para investidores*. Os autores concluíram que $R2$ (*ajustado*) é uma medida que pode auxiliar na descoberta do grau de utilidade do lucro contábil e na previsibilidade da variação dos retornos e diagnosticaram que o grau de utilidade do lucro é modesto e explica apenas 5% da variação sofrida na taxa de retorno. Eles salientaram que o fraco poder de explicação das variáveis justifica-se em função das práticas de contabilidade adotadas. Watts e Zimmerman (1986 *apud* Lopes, 2002, p. 1) afirmam que “a pesquisa em mercado de capitais (*financial accounting capital markets research*) tornou-se uma das áreas mais profícuas na academia contábil internacional”. A partir dos trabalhos citados, outros foram desenvolvidos, principalmente, nos Estados Unidos e Inglaterra, países que possuem mercado de capitais desenvolvido. Segundo Lopes (2001, p. 111),

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

No Brasil, vale ressaltar o trabalho de Lopes (2001). Utilizando o Modelo de Ohlson (1995), o autor encontrou evidências de que a informação contábil é relevante em mercados emergentes, como o Brasil. No entanto, a relevância do patrimônio é maior do que o resultado (oposto ao que é observado em mercados mais desenvolvidos). Para Iudícibus e Lopes (2004, p. 134-135), pesquisas que examinam a ligação dos números contábeis e o mercado de capitais podem ser resumidas em três grupos: reação do mercado às novas informações geradas pela contabilidade; alterações no comportamento do relacionamento entre o retorno das ações e os números contábeis; e a relevância da informação contábil comparada com informações não financeiras.

2.1 Os Investimentos em Ativos Intangíveis e seus Efeitos sobre *Value-Relevance* do Lucro e Patrimônio Líquido

Quanto ao estudo sobre a relevância das informações produzidas pela contabilidade financeira, para empresas com alta concentração de ativos intangíveis, Lev (1997) e Amir e Lev (1996) argumentam que essas informações se apresentam de forma limitada para avaliação de empresas do setor de tecnologia e serviços (telecomunicações e alta tecnologia),

as quais investem valores significativos em intangíveis, como por exemplo, pesquisa e desenvolvimento, capital humano e desenvolvimento de marca.

Nesse contexto, Lev (1997) destaca que a contabilidade financeira americana limita-se a registrar os ativos intangíveis somente em determinadas circunstâncias, como o intangível adquirido; assim limita a utilidade da informação contábil para análise das empresas que possuem grandes somas de intangíveis não registrados. Outras constatações, apontadas nas pesquisas de Amir e Lev (1996), demonstram que o lucro, o patrimônio líquido e o fluxo de caixa são irrelevantes para determinar o valor das companhias de celular, empresas caracterizadas com alta concentração de ativos intangíveis. Collins *et al.* (1997, p. 42-43) destacam que “[...] a priori nós não temos como prever como o tratamento contábil dos intangíveis pode afetar a importância relativa dos lucros e patrimônio líquido ao mesmo tempo”.

Amir, Lev e Sougiannis (1999) relataram que as previsões dos analistas são mais consistentes nas empresas com alta concentração de ativos tangíveis. Observaram que os números contábeis das empresas americanas, com alta concentração de ativos intangíveis, não se apresentam tão relevantes quanto às previsões dos analistas. Conseqüentemente, a justificativa para esses fatos encontra-se em função de as normas contábeis americanas (*US-GAAP*) não permitirem os registros dos gastos com pesquisas e desenvolvimento ou despesas dessa natureza. Corroborando esse argumento, Amir, Lev e Sougiannis (1999) diagnosticaram que, quando cresce o percentual de capital com pesquisa e desenvolvimento, observa-se um decréscimo no R^2 (*ajustado*) das regressões.

Ademais, Lev e Zarowin (1999) argumentam que o não incremento dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras demonstra-se, parcialmente, um dos responsáveis pelo declínio (perda) da relevância dos números contábeis, tanto na avaliação corrente dos preços das ações das empresas quanto na previsão de retornos. A pesquisa, realizada por Aboody e Lev (1998), concluiu que o registro dos ativos intangíveis resume e oferece informações relevantes para investidores, em geral. Os autores apontaram que os intangíveis, como exemplo, os gastos com pesquisas e desenvolvimento, deveriam ser trazidos de volta para as demonstrações financeiras. Além disso, os autores apresentam evidências de que a não capitalização de ativos intangíveis está associada a largos erros na previsão dos analistas de lucros.

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

No Brasil, Lopes (2001), ao estudar uma amostra de empresas nos períodos de 1998 e 1999, constatou que os números contábeis das empresas da nova economia possuem poder explicativo superior aos números da velha economia. Conseqüentemente, o autor aponta que essas evidências, encontradas no mercado brasileiro, contrariam os resultados apontados pela pesquisa de Lev (1989). Lopes (2001) destaca que essa superioridade merece maiores investigações e, possivelmente, podem ser explicadas pelo fato de os ‘BR-GAAP’ⁱⁱⁱ permitirem que a contabilidade registre os *gastos com P & D* e os amortizem num período entre 5 e 10 anos.

2.2 A Informação Contábil e os Modelos de Avaliação

A contabilidade, cada vez mais, torna-se necessária no processo de realização de previsões e avaliações econômicas das empresas. Lee (1999) destaca que tamanho interesse por essas áreas de pesquisa ainda encontra espaço para crescimento, pois oferece muitas oportunidades e desafios. Sobre avaliação de empresas, vale ressaltar o trabalho desenvolvido

por Ohlson (1995), que resgata o papel da contabilidade aos estudos de finanças e que passou a ocupar a atenção nos debates acadêmicos (LUNDHOLM, 1995; BERNARD, 1995; FUKUI, 2001). A metodologia proposta por Ohlson (1995), além de oferecer uma representação descritiva da contabilidade e do processo de avaliação de empresas, atualmente vem estimulando um crescente conjunto de pesquisas que examinam a ligação entre valor de mercado da empresa e valores reconhecidos ou divulgados nos relatórios contábeis.

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

3 Aspectos Conceituais e Modelos de Avaliação do *Goodwill*

Metodologias para avaliação do *goodwill* produzido e adquirido pelas empresas e do capital intangível vêm sendo estudadas desde o século XX por diversos autores: Owens (1923), Yang (1927), Gynther (1969), Martins (1972), Stewart (1998), Edvinsson e Malone, (1998), Hendriksen e Van Breda (1999), Lev (2004). Nesse âmbito de discussão, Edvinsson e Malone (1998) destacam que os ativos representam toda propriedade que a empresa tem expresso em valor monetário e são divididos em quatro categorias, sendo três delas objetivas e mensuráveis e uma subjetiva e não mensurável até que seja vendida.

As duas primeiras categorias de ativos são os ativos circulantes e os imobilizados, significando que os primeiros serão utilizados ou vendidos no curto prazo enquanto que os segundos, por suas características, serão utilizados por um período mais longo, sendo depreciados, gerando benefícios futuros e servindo de suporte físico ao desenvolvimento operacional da empresa, enquanto que a terceira categoria é constituída pelos investimentos. A quarta categoria de ativos é a que apresenta maior complexidade e discussões, sendo formada por aqueles ativos que não possuem existência física, mas que representam valor para a empresa. São considerados de avaliação objetiva difícil, exceto no caso da venda da empresa, e de realização de longo prazo. Esses ativos são conhecidos como ativos intangíveis, que significa os bens que a empresa possui que não se pode pegar ou tocar. Entretanto, essa definição de acordo com Martins (1972) é muito simplista já que existem outros tipos de ativos que não possuem existência física e não são classificados como intangíveis.

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

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

Desde a primeira aparição, em 1571, segundo Monobe (1986), até os dias atuais, o tema *goodwill* ainda é motivo de estudos, debates, artigos, concordâncias e divergências entre os estudiosos. Considerando a complexidade que envolve o tema, apresentam-se alguns conceitos encontrados na literatura sobre o assunto.

Owens (1923) destaca que uma das mais antigas definições de *goodwill* é de Lord Elton: “*Goodwill is nothing more than the probability that customers will resort to the old place*” e acrescenta outra definição de um jurista americano (*Chief Justice Story*): *Goodwill é*

the advantage or benefit which is acquired by an establishment beyond the mere value of the capital, stock, funds, or property employed therein, in consequence of the general public patronage and encouragement which it receives from constant

and habitual customers on account of its local position or common celebrity, or reputation for skill, or affluence, or punctuality, or from any other accidental circumstances and necessities or even from partialities or prejudices.

De acordo com Gynther (1969),

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

Martins (1972, p. 55) afirma que:

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

Segundo Monobe (1986, p. 57),

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

Todos os fatores apontados anteriormente podem ser considerados como responsáveis pelos resultados da empresa no longo prazo, não tendo sido, entretanto, considerados pela contabilidade. Por sua vez, o *The Chartered Institute of Management Accountants* (CIMA, 1996, p. 87) definiu *goodwill* como a diferença entre o valor de um negócio como um todo e a soma dos ativos individuais avaliados pelo seu valor justo.

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

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

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

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

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

O *Goodwill* é, na maioria das empresas, considerado como o ativo intangível mais importante. No entanto, seu tratamento contábil está dentro dos itens considerados como um dos mais complexos (HENDRIKSEN e VAN BREDA, 1999, p. 392). Os autores destacam três enfoques principais, no que diz respeito à sua avaliação: (1) Atitudes favoráveis da empresa; (2) Valor presente da diferença positiva entre lucros futuros esperados e o retorno considerado normal sobre o investimento total; (3) Conta geral de avaliação – a diferença entre o valor da empresa e a sua totalidade e as avaliações de seus ativos líquidos tangíveis e intangíveis individuais.

Esse processo de mensuração e avaliação do *Goodwill* e do Capital Intelectual é um tema que vem sendo investigado. Entre os diversos instrumentos que buscam medir o capital intelectual da empresa, destacam-se: diferença do valor total dos ativos versus o fluxo de benefícios futuros trazidos a valor presente, diferença entre o valor de mercado e o valor contábil; razão entre o valor de mercado e o valor contábil; “Q” de Tobin; Modelo de Stewart; valor intangível calculado; Modelo de Edvinsson & Malone; Modelo de Sveiby; Modelo Heurístico.

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

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

QUADRO 1: Exemplificação do cálculo do goodwill.

Fonte: Stewart, 1998.

Note-se que esse modelo é semelhante ao adotado na grande maioria dos casos de disputas judiciais quando de falecimento ou retirada de sócios, normalmente em sociedades que não por ações (“apuração de haveres”). Justifica-se esse modelo em função de, nesses casos, a avaliação se dar como regra muito depois da data-base (falecimento, retirada do sócio etc.) quando não há mais sentido em se falar em projeções. Sobre a aplicação dessa metodologia, Stewart (1998) ressalta que a Receita Federal norte-americana permite o uso de um método semelhante para cálculo de ativo intangível (ver *Appeal and Review Memorandum 34 (ARM 34) e Revenue Ruling 68-609*).

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

4 Metodologia

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

Por meio de investigações empírico-analíticas, buscou-se (1) Analisar a relevância das variáveis contábeis para explicar o comportamento dos preços das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa; (2) Propor um modelo para cálculo do *goodwill*; (3) Verificar o poder explicativo incremental do ativo diferido e do *goodwill*, em que o preço das ações é função do lucro, patrimônio líquido, ativo diferido e *goodwill*. De acordo com Martins (2000, p. 26), as investigações empírico-analíticas

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

4.1 Técnicas e Análises Estatísticas

Nesta pesquisa foi utilizada a técnica de dados em painel, a fim de se verificar o poder explanatório do lucro líquido e patrimônio líquido em relação ao comportamento dos preços das ações, bem como verificar o poder explicativo incremental do ativo diferido e do *goodwill* e se essas variáveis se apresentavam estatisticamente significantes para o modelo de avaliação. Foi utilizado o método dos Mínimos Quadrados Generalizados – GLS, com peso nas *cross-sections*, visando corrigir a presença de heterocedasticidade por meio do uso das variâncias residuais *cross-sections* (ponderação).

4.2 Seleção das Variáveis e Amostra Utilizada

A seleção das variáveis embasou-se, inicialmente, na consideração de que as normas, vigentes de contabilidade financeira permitem que a contabilidade registre gastos de natureza diferida (intangíveis). Dentre os argumentos apresentados, destacam-se pesquisas que apontam que o registro de investimentos (diferidos) poderia auxiliar o processo de avaliação da relevância da contabilidade (AMIR e LEV, 1996; LOPES, 2001).

De maneira específica, com o intuito de analisar a significância do modelo, foram utilizadas as seguintes variáveis: Lucro por Ação (LPA), Patrimônio Líquido por Ação (VPA), Ativo Diferido por Ação (DIFPA), *Goodwill* por ação da empresa (GROA), Variação do Ativo Diferido por Ação (VARDIF) e Receita (LNREC). A variável Receita foi inserida na modelagem como variável de controle, como *proxy* para tamanho da empresa. A amostra utilizada compõe-se de empresas selecionadas entre as que possuíam ações negociadas na Bovespa.

4.3 Modelos Utilizados

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

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

Em que:

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

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

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

ϵ_{ij} = valor termo de erro da regressão

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

$$PA_{ij} = w_0 + w_1LPA_{ij} + w_2VPALIQ_{ij} + w_3DIFPA_{ij} + w_4GROA_{ij} + w_5VARDIF_{ij} + w_6LNREC_{ij} + \epsilon_i$$

Em que:

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

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

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

$DIFPA_{ij}$ = valor do ativo diferido por ação da empresa i , no final do período do exercício social j .

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

$VARDIF_{ij}$ = Variação do ativo diferido por ação da empresa i , no exercício social j .

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

ϵ_{ij} = valor termo de erro da regressão

A partir da modelagem proposta por Collins et al. (1997), a regressão foi repetida entre os anos de 1998 a 2006, usando como variáveis independentes o valor do lucro por ação, o valor do patrimônio líquido por ação, o valor do ativo diferido por ação, o valor da variação do ativo diferido, o logaritmo da receita por empresa e o *goodwill*, por empresa, cujo objetivo é verificar qual a influência desses itens, particularmente, no preço das ações. O modelo (modificado) proposto é o de Ohlson (1995), que foi aplicado por Collins et al (1997). Tal modelo contempla uma derivação especial para mensuração e avaliação do potencial de *goodwill* criado pelas empresas brasileiras.

4.3.1 Modelo de Avaliação do *Goodwill*

Dentre os objetivos, desta pesquisa, destaca-se o desenvolvimento de modelagem para mensuração e avaliação do *goodwill*, a fim de se analisar o impacto dessa variável durante o período de 1998 a 2006, em empresas brasileiras abertas. O modelo a seguir apresentado é fruto da derivação dos conceitos e metodologias de Stewart (1998) e de Lev (2004).

O cerne desse modelo foi, inicialmente, desenvolvido pela NCI - *Research, em Evaston, Illinois* (para mensuração do Capital Intangível Global) e, posteriormente, incorporado pela *American Accounting Association* (AAA). Entretanto, nessa pesquisa, o conceito de Capital Intangível foi adaptado, devido às incompatibilidades conceituais sobre a definição do Capital Intelectual, na literatura nacional e internacional.

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

$$\text{GROA}_{ij} = (\mathbf{R}_{ij} - \mathbf{R}_{sj}) * (\text{LO}_{ij} / \text{CO}_{ij})$$

Em que:

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

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

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

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

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

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

De maneira específica, com base nos modelos propostos, foi formulada a seguinte hipótese: **H₀: Os preços correntes das ações das empresas brasileiras podem ser explicados por variáveis contábeis (lucro, patrimônio, ativo diferido) e pelo goodwill, com coeficientes estatisticamente significantes.**

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

5 Resultados e Análise dos Dados

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

Tabela 1

$\text{PA}_{ij} = w_0 + w_1\text{LPA}_{ij} + w_2\text{VPA}_{ij}$		
Variável	w	p-value
C	5,1789	0,0000
LPA	-0,2245	0,0000
VPA	0,3293	0,0000
Cross-sections incluídas		772
Total de observações		4026
R ² ajustado		0,2948
P-value (F-statistic)		0,0000

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

Nessa análise (Tabela 1), foram considerados, numa única amostra, todos os setores econômicos. Os resultados demonstraram que o patrimônio líquido (VPA) apresentou-se mais significativo que o lucro (LPA) no processo de *value relevance*. Esses resultados são semelhantes aos encontrados por Lopes (2001).

Tabela 2

$\text{PA}_{ij} = w_0 + w_1\text{LPA}_{ij} + w_2\text{VPALIQ}_{ij} + w_3\text{DIFPA}_{ij}$		
Variável	W	p-value

C	3,5449	0,0000
LPA	-0,1381	0,0325
VPALIQ	0,3200	0,0000
DIFPA	10,5979	0,0000
<i>Cross-sections</i> incluídas		768
Total de observações		3978
R ² ajustado		0,2458
<i>P-value (F-statistic)</i>		0,0000

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

Na Tabela 2 encontram-se os resultados obtidos pela inserção da variável ativo diferido (DIFPA) no modelo. Conforme pode ser observado, o R² ajustado do modelo apresentou-se menor do que o da análise anterior. Deve-se ressaltar que, nessa análise, foi extraído o valor do ativo diferido (DIFPA) do valor do patrimônio líquido (VPA), obtendo-se o VPA líquido. Os resultados indicam que o valor do ativo diferido, reconhecido e contabilizado nos períodos analisados, diminui a oportunidade da informação contábil. No entanto, o coeficiente do ativo diferido (DIFPA) apresenta impacto significativo no comportamento do preço das ações.

Tendo em vista o comportamento do ativo diferido no processo de avaliação da relevância da informação contábil, ampliou-se a análise incluindo-se, no modelo, o valor da variação do ativo diferido de cada período (Tabela 3).

Tabela 3

$$PA_{ij} = w_0 + w_1LPA_{ij} + w_2VPALIQ_{ij} + w_3DIFPA_{ij} + w_4VARDIF_{ij}$$

Variável	W	p-value
C	8,10005	0,0000
LPA	-0,2728	0,0000
VPALIQ	0,2407	0,0000
DIFPA	-0,1253	0,5817
VARDIF	1,8182	0,0000
<i>Cross-sections</i> incluídas		576
Total de observações		2216
R ² ajustado		0,5617
<i>P-value (F-statistic)</i>		0,0000

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

Na Tabela 3, constata-se um fato interessante ao se inserir a variável variação do ativo diferido (VARDIF), o valor do ativo diferido por ação (DIFPA) deixa de ser significativo, no modelo, e a variação do R² ajustado é significativa. Analisando-se a base dos dados coletados, pôde-se verificar que a variação do ativo diferido (VARDIF), em todos os períodos, é igual ou maior do que zero, ou seja, a variação, quando existente, refere-se a novos investimentos em ativo diferido. Portanto, os resultados encontrados demonstram que novos investimentos em ativo diferido tornam o modelo mais significativo. Verifica-se que novos investimentos em ativo diferido incrementam o poder explicativo do modelo, mais que o ativo diferido como um todo (DIFPA).

Tendo em vista que o objetivo desta pesquisa é analisar as transações com investimentos de natureza intangível, como pode ser observado na Tabela 4, inseriu-se no modelo a *proxy* de *Goodwill* (GROA), calculada a partir das abordagens de LEV (2004) e STEWART (1998).

Tabela 4

$$PA_{ij} = w_0 + w_1LPA_{ij} + w_2VPALIQ_{ij} + w_3DIFPA_{ij} + w_4GROA_{ij}$$

Variável	W	p-value
C	7,8349	0,0002
LPA	-0,1567	0,0266
VPALIQ	0,2694	0,0017
DIFPA	9,5480	0,0021
GROA	-0,0048	0,0756
<i>Cross-sections</i> incluídas		768
Total de observações		3978
R ² ajustado		0,5059
<i>P-value (F-statistic)</i>		0,0000

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

Ao serem analisados, na Tabela 4, os efeitos dos intangíveis associados à informação contábil, observou-se que a inclusão da *proxy* de *goodwill* reduziu a capacidade preditiva do modelo, demonstrando pouca significância estatística. No entanto, conforme observado na

Tabela 5, ao se incluir, novamente, a variação do ativo diferido (VARDIF), obteve-se um incremento significativo do poder explicativo do modelo, confirmando o poder explicativo incremental de novos investimentos em ativo diferido.

Tabela 5

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

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

No modelo apresentado na Tabela 5, ao se inserir a variação do ativo diferido (VARDIF), o valor do ativo diferido (DIFPA) não é significativo e o valor do *goodwill* (GROA) demonstrou pouca significância.

De acordo com as informações apresentadas na Tabela 6, pode-se observar que foi inserida, na equação, a variável LNREC (logaritmo da receita operacional líquida de cada período).

Tabela 6

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

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

De acordo com a Tabela 6, observa-se que foram consideradas, conjuntamente, todas as seis variáveis, conforme modelo proposto e descrito na metodologia do trabalho. Pode-se verificar que o efeito da ponderação do tamanho das empresas resultou nos seguintes resultados: diminuição do R² ajustado do modelo, o ativo diferido (DIFPA) tornou-se significativo e apenas o *goodwill* apresentou pouca contribuição ao modelo (no entanto, significativo, considerando-se $\alpha = 0,10$). Vale ressaltar que a inserção dessa variável de controle reduziu a capacidade preditiva do modelo. Fato interessante nessa análise é que a CONSTANTE (C) e os coeficientes do lucro líquido (LPA) e do ativo diferido (DIFPA) apresentaram impactos negativos no modelo. As demais variáveis apresentaram coeficiente com sinais positivos.

Numa análise complementar, foram consideradas apenas as empresas que possuíam ativo diferido (DIFPA>0) nos períodos analisados, conforme demonstrado na Tabela 7.

Tabela 7

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

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

Pode-se verificar que o poder explicativo do modelo aumentou (R^2 ajustado); o lucro por ação (LPA), apesar de significativo, possui impacto negativo no preço das ações; o patrimônio líquido por ação (VAPLIQ), a variação do diferido (VARDIF) e a receita (LNREC) são variáveis significativas no modelo e possuem impacto positivo no preço das ações; o diferido por ação (DIFPA), para as empresas que possuem essa conta, é uma variável que continua impactando negativamente o preço das ações e o *goodwill* por ação (GROA) não se apresentou uma variável, estatisticamente significante.

6 Considerações Finais

Esta pesquisa, ao considerar os padrões contábeis brasileiros para tratamento dos investimentos/despesas com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e seus efeitos sobre a relevância da informação contábil para o mercado de capitais, caracterizou-se pela natureza exploratória, pois demonstrou que o ativo diferido tem impacto negativo nos preços das ações das empresas brasileiras.

Ao serem analisados os impactos dos investimentos intangíveis, especificamente, *goodwill* por ação, considerando-se todas as variáveis propostas (Tabelas 6 e 7), observou-se que o coeficiente dessa variável não é estatisticamente significativo se for considerado um nível de significância de 5%. A *proxy* de avaliação do *goodwill*, utilizada no modelo de avaliação e derivada dos conceitos de LEV (2004) e STEWART (1998) aparentemente não apresentou aderência conceitual significativa com a realidade das empresas brasileiras.

Verificou-se que o valor da variação do ativo diferido (VARDIF) das empresas brasileiras, nos períodos analisados, é significativo para a análise da relevância da informação contábil. Significância superior à apresentada pelo ativo diferido e pelo *goodwill*. Vale ressaltar que, nesse caso, a variação do ativo diferido refere-se a novos investimentos, pois uma análise específica dos dados revelou que a variação do ativo diferido é, em todos os anos, igual ou maior do que zero.

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

Além disso, vale ressaltar que a variabilidade da relevância dos ativos diferidos no cenário brasileiro pode estar relacionada ao fato de a contabilidade brasileira ser influenciada, principalmente neste caso, pela legislação tributária, que permite regras distintas no tratamento dos respectivos gastos com pesquisa e desenvolvimento. Tendo em vista as alternativas de procedimentos e tratamentos dos intangíveis (ativo diferido) regulados por legislação societária, mas com influências fortes da legislação fiscal, abre-se margem aos gestores (gerenciamento) para o gerenciamento de resultados. Os gestores podem optar, no período, por contabilizar esses gastos como ativo ou despesa. Essas práticas alternativas podem dificultar e limitar a análise dos reais efeitos desses itens nos preços das ações.

De acordo com os resultados obtidos, não foi possível levantar evidências significativas de que os itens de natureza intangível (*goodwill*) não impactam o preço das ações (considerando-se um nível de significância de 10%), até por que verificou-se que novos investimentos em ativo diferido impactam, significativamente, o preço das ações (ver VARDIF). Os resultados obtidos são favoráveis à não rejeição da hipótese de que: **Os preços correntes das ações das empresas brasileiras podem ser explicados por variáveis contábeis (lucro, patrimônio, ativo diferido) e pelo *goodwill*, com coeficientes estatisticamente significantes.**

As inferências realizadas nesta pesquisa ficam restritas à amostra e aos períodos analisados. Vale ressaltar que todas as limitações do trabalho são provenientes dos modelos e *proxies* utilizados. Outras análises estatísticas mais robustas podem diagnosticar percepções mais acuradas a respeito dos itens de natureza intangível. Para pesquisas futuras sugere-se a análise em setores econômicos, já que estes podem influenciar a significância dos coeficientes do ativo diferido, variação do ativo diferido, despesas com os gastos estudados e *goodwill*.

Referências Bibliográficas

- ABOODY, D.; LEV, B. The value relevance of intangibles: the case of software capitalization. **Journal of Accounting Research**, v.36 (supplement), 1998. p.161-191.
- ALENCAR, R. C; DALMÁCIO, F. Z. A Relevância da Informação Contábil no Processo de Avaliação de Empresas Brasileiras e seus Efeitos sobre Value-Relevance do Lucro e do Patrimônio Líquido In: Enanpad, Salvador/BA. XXX **Enanpad**, 2006.
- AMIR, E.; LEV, B. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, 1996, p. 3-30.
- AMIR, E.; LEV, B.; SOUGIANNIS, T. **What Value Analysts?** University of Illinois at Urbana-Champaign, Current Draft: November 1999.
- BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, autumn 1968, p. 159-178.
- BEAVER, W. The information content of earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, 1968, p. 67-92.
- BEAVER, W.; CLARKE, R.; WRIGHT, W. The association between unsystematic security returns and the magnitude of the earnings forecast error. **Journal of Accounting Research**, autumn 1979, p. 316-340.
- BERNARD, V. L. The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, 1995, p. 733-747.
- BEUREN, I. M. (Org.). **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BOARD, J. L. G.; WALKER, M. Intertemporal and cross-sectional variation in the association between unexpected accounting rates of return and abnormal returns. **Journal of Accounting Research**, 1990, p. 182-192.
- CIMA – **The Chartered Institute of Management Terminology**. London: Chartered Institute of Management Accountants, 1996.
- COLLINS, D.; MAYDEW, E.; WEISS, I. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, 24, December, 1997. p. 39-68.
- EDVINSSON, Leif, MALONE, Michael S. **Capital Intelectual**. São Paulo: Makron Books, 1998.
- FUKUI, Y. **A Data Admissible Ohlson Model**. [S.l.]: Social Science Research Network, 2001. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em 11 dez. 2004.
- GYNTHER, R. S. Some “conceptualizing” on goodwill. **The accounting review**. V. 44, n. 2, apr. 1969, p. 247-255.
- HENDRICKSEN, E. S. e VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.
- IUDÍCIBUS, S. de; LOPES, A. L. (Org.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.
- LEE, C. M. C. Accounting-Based Valuation: impact on business practices and research. **Accounting horizons**, v. 13 (4), 1999, p. 413-425.

- LEV B.; RADHAKRISHNAN S. The Measurement Of Firm-Specific Organization Capita. **NBER Working Paper Series**, Massachusetts Avenue, Cambridge, March 2003, Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w9581>>, Acesso em 2005.
- LEV, B. On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research, **Journal of Accounting Research** 27 (Supplement), 1989, p.153-192.
- LEV, B. **The boundaries of financial reporting and how to extend them**. Working Paper, New York University, New York, NY. 1997.
- LEV, B.; ZAROWIN, P. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. **Journal of Accounting Research** 37, no. 2 (autumn), 1999, p.353-85.
- LEV, Baruch. Sharpening the intangibles edge. **HBR Harvard Business Review**, 2004, p. 109-116.
- LOPES, Alexsandro Broedel. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA**. Tese [Doutorado em Controladoria e Contabilidade]. São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2001.
- _____. **A Informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Thomson, 2002.
- LUNDHOLM, R. J. A Tutorial on the Ohlson and Feltham/Ohlson Models: Answers to some Frequently Asked Questions. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, 1995, p. 749-761.
- MONOBE, Massanori. **Contribuição à mensuração e contabilização do Goodwill não adquirido**. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA-USP, São Paulo, 1986.
- MARTINS, Eliseu. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA-USP, São Paulo, 1972.
- MARTINS, G. de A. **Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações**. São Paulo: Atlas, 2000.
- NASCIMENTO, Auster Moreira. **Uma contribuição para o estudo dos custos de oportunidade**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1998.
- OHLSON, J. A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, 1995, p. 661-687.
- OHLSON, J.A., e JUETTNER-NAUROTH, B.E. Expected EPS and EPS Growth as determinants of Value. **Review of Accounting Studies** 10. 2005, p.349-365.
- OWENS, R. N. Goodwill in the accounts. **The University Journal of Business**. v. 1, n. 3, may 1923, p. 282-299.
- REZENDE, A. J. A relevância da informação contábil no processo de avaliação de empresas da nova e velha economia: uma análise dos investimentos em ativos intangíveis e seus efeitos sobre value-relevance do lucro. **BBR. Brazilian Business Review (English Ed.)**. , v.2, p.33 - 52, 2005.
- REZENDE, A. J., LOPES, A. B. A Relevância da Informação Contábil no Processo de Avaliação de Empresas da Nova e Velha Economia – Uma Análise dos Investimentos em Ativos Intangíveis e seus Efeitos sobre Value-Relevance do Lucro e do Patrimônio Líquido In: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005, Cidade São Paulo. 5. **Encontro Brasileiro de Finanças**. , 2005. v.5.
- STEWART, Tomas A. **Capital Intellectual: A nova vantagem competitiva das empresas**. Rio de Janeiro: Campus, 1998.
- STRONG, N.; WALKER, M., The Explanatory Power of Earnings for Stock Returns, **The Accounting Review**. v.66, n.2, 1993, pp.385-399.
- YANG, J. M. The valuation of intangibles. **The accounting review**. v. 2, n. 3, sep. 1927, p. 223-231.

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

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

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