

Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão Pública (FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
V Curso de Especialização em Mercado Financeiro e Investimentos

Larissa Castro da Costa

A PERCEPÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO
SOBRE O *GOODWILL* CONTÁBIL

Brasília, DF
2018

Professora Dra. Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professora Dra. Claudia da Conceição Garcia
Decana de Ensino de Graduação

Professora Dra. Helena Eri Shimizu
Decana de Pesquisa e Pós-graduação

Professor Dr. Eduardo Tadeu Vieira
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Professor Dr. José Antônio de França
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professor Dr. César Augusto Tibúrcio Silva
Coordenador Geral do Programa Multi institucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN

Professor Dr. Paulo Augusto Pettenuzzo de Britto
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Diurno

Professor Me. Elivânio Geraldo de Andrade
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

Larissa Castro da Costa

A PERCEPÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO
SOBRE O *GOODWILL* CONTÁBIL

Trabalho de Conclusão de Curso
(Artigo) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito à conclusão do curso de especialização em Mercado Financeiro e Investimentos e obtenção do certificado do curso.

Orientador:
Prof. PhD. Paulo Roberto Barbosa
Lustosa

Linha de pesquisa:
Contabilidade e Mercado Financeiro

Área:
Controladoria

Brasília, DF
2018

COSTA, Larissa Castro da.

A percepção do mercado de capitais brasileiro sobre o *goodwill* contábil /
Larissa Castro da Costa -- Brasília, 2018.
19 p.

Orientador: Prof. PhD. Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Trabalho de Conclusão de curso (Artigo – Pós-graduação Lato Sensu) –
Universidade de Brasília, 1º Semestre letivo de 2018.
Bibliografia.

1. *Goodwill* 2. Patrimônio Intangível 3. Patrimônio Físico 4. Gecon
I. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de
Economia, Administração, Contabilidade e Gestão Pública da
Universidade de Brasília. II. Título.

CDD –

Larissa Castro da Costa

A PERCEPÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO
SOBRE O *GOODWILL* CONTÁBIL

Trabalho de Conclusão de Curso
(Artigo) defendido e aprovado no
Departamento de Ciências Contábeis e
Atuariais da Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da
Universidade de Brasília como requisito à
conclusão do curso e obtenção de certificado
de Especialista em Mercado Financeiro e
Investimentos, aprovado pela seguinte
comissão examinadora:

Prof. PhD. Paulo Roberto Barbosa Lustosa
Orientador
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade Brasília (UnB)

Prof. Dr. Bruno Vinícius Ramos Fernandes
Examinador
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade Brasília (UnB)

Brasília (DF), 24 de maio de 2018.

A Mãezinha de Fátima, por interceder amorosamente por nós.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a Deus e Nossa Mãezinha, por permitirem que eu tenha oportunidades maravilhosas na minha vida. Sem Eles, eu nada seria.

Aos meus pais, por, desde pequena, colocarem minha educação como prioridade. Obrigada por terem me ensinado a estudar!

Aos meus irmãos Mila, Bibs e Peps, por me incentivarem e serem meu amparo, em especial nos momentos de cansaço.

Ao meu querido namorado Jairo, por toda a ajuda, compreensão, apoio, incentivo e, principalmente, carinho.

Ao meu admirável orientador, Lustosa, por ter conseguido, mesmo à distância, me ensinar e orientar tão bem. Agradeço por ser um grande exemplo de inteligência, sabedoria e humildade para mim!

Por fim, aos amigos que o V Merfi me deu oportunidade de conhecer, em especial o “Bonde da Picsa”. Vocês conseguiram proporcionar leveza para o curso, obrigada!

*“Pouco conhecimento faz com que as pessoas se sintam orgulhosas.
Muito conhecimento, que se sintam humildes.”*

Leonardo da Vinci

A PERCEPÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO SOBRE O *GOODWILL* CONTÁBIL

RESUMO

Lustosa (2017), fundamentado na teoria do Sistema de Gestão Econômica (Gecon), sugere que o valor econômico da empresa é formado por um Patrimônio Intangível e um Patrimônio Físico, este derivado daquele. O patrimônio físico é resultante de decisões implementadas e transações concretizadas, que alteram o estado de riqueza da empresa. Já o patrimônio intangível se refere a ideias e estratégias cujas decisões ainda não foram convertidas em transações reais e, conseqüentemente, patrimônio físico. Diferente do entendimento atual dominante que o *goodwill* é um ativo que representa benefícios econômicos futuros resultantes de outros ativos não individualmente identificados, o autor propõe que, excluído o erro de mensuração, o *goodwill* contábil é o patrimônio intangível da adquirida presente na mente da adquirente e que, enquanto não convertido em patrimônio físico, não gera riqueza para a empresa por si só. Esta pesquisa busca verificar empiricamente se a abordagem proposta por Lustosa acerca do *goodwill* e outros ativos intangíveis com vida útil indefinida se aplica às empresas brasileiras negociadas na B3. Para isso, utilizou-se de testes econométricos de regressão linear com dados em painel que buscaram verificar a associação entre o *goodwill* e outros intangíveis com o retorno de mercado e os efeitos desses intangíveis na associação entre o retorno de mercado e indicadores de desempenho econômico da empresa. Os resultados evidenciaram que a abordagem de Lustosa parece verdadeira.

Palavras-chave: *Goodwill*. Patrimônio Intangível. Patrimônio Físico. Gecon.

1. INTRODUÇÃO

A discussão acerca da natureza do *goodwill* é antiga. Gordon (1976) destacou que, apesar de muito ter sido escrito sobre o assunto, ainda existem incertezas e desacordos. Hopkins (1988) referiu-se ao *goodwill* como um exemplo de quebra-cabeça na contabilidade e destacou que sua natureza continua a ser mal interpretada, o que gera inconsistência acerca da mensuração e evidenciação desse componente contábil. A fim de verificar a existência de erros na definição conceitual do *goodwill*, Martins (2009) analisou artigos, teses e dissertações e apurou que, do total de publicações que apresentam a definição conceitual, 42% estão incorretas. Segundo o autor, “os erros conceituais, na apuração do *goodwill*, podem resultar em conclusões incorretas, invalidação dos resultados, deformações nas informações apresentadas nos demonstrativos contábeis, entre outros problemas de ordem teórica e prática”. Cappellesso (2017) ainda afirma ser necessário que a mensuração tenha alto grau de confiabilidade, para não dar espaço ao gerenciamento de resultados.

Atualmente, o *goodwill* contábil é classificado como um ativo intangível, proveniente de uma combinação de negócios (e.g. fusão, aquisição) quando uma entidade é adquirida por um valor de mercado superior ao seu valor contábil. Esse resíduo representa o montante esperado de lucros futuros acima da rentabilidade normal, devido à sinergia de diversos ativos intangíveis que não podem ser isoladamente identificados (MARTINS, 2010). No Brasil, a atual legislação contábil o explica como um “ativo que representa benefícios econômicos

futuros resultantes de outros ativos adquiridos em uma combinação de negócios, os quais não são individualmente identificados e separadamente reconhecidos” (CFC, 2017 - NBC TG 15, p. 20).

Ao buscar demonstrar, de forma mais real, como mensurar o que ocorre nas atividades operacionais da empresa, uma equipe de pesquisadores da Universidade de São Paulo, com apoio da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi) e coordenada por Armando Catelli, desenvolveu um Sistema de Gestão Econômica (Gecon), cujos conceitos atendem às necessidades informativas dos gestores e os estimula a tomar decisões que otimizam o resultado da companhia (CATELLI, 1999). Apesar de ter sido implementado em algumas empresas brasileiras públicas e privadas, atualmente não é mais utilizado como uma ferramenta de gestão. No entanto, o Gecon é bastante valioso para pesquisas e outras aplicações no ramo acadêmico. Uma das preocupações básicas do sistema é espelhar o que ocorre nas atividades operacionais da empresa em termos econômico-financeiros. Portanto, os *outputs* do sistema são focados nos resultados econômicos dos produtos/serviços gerados, e não somente em quanto custaram as atividades operacionais. Promove, dessa forma, maior consistência, confiabilidade e oportunidade das informações.

Lustosa (2017), fundamentado na teoria do Sistema de Gestão Econômica (Gecon), propõe que o valor econômico da empresa é formado por um Patrimônio Intangível e um Patrimônio Físico, este derivado daquele. O patrimônio físico é obtido quando todos os ativos e passivos ocorridos são mensurados pelo custo de oportunidade, que é o valor da melhor opção não realizada (BUCHANAN, 1991). É resultante de decisões implementadas e transações concretizadas. Já o patrimônio intangível é obtido pela diferença entre o valor presente dos lucros econômicos futuros esperados (valor econômico da empresa) e o patrimônio físico. Refere-se a ideias e estratégias cujas decisões ainda não foram concretizadas em transações reais e, conseqüentemente, patrimônio físico. Quando a empresa é vendida, o patrimônio, para a adquirida, é todo físico, devido à falta de expectativas para realizações futuras. Ao contrário, a adquirente possui muitos planos em relação à adquirida, o que pode levá-la a aceitar pagar uma quantia acima do valor de mercado na compra. Esse adicional é reconhecido como *goodwill*, parte do “novo” patrimônio intangível da adquirida que será agregado ao existente patrimônio intangível da adquirente.

O *goodwill*¹, segundo o raciocínio de Lustosa (2017), possui dois componentes: uma parcela intangível e um erro de mensuração. O primeiro, prêmio originado com a aquisição, existe na mente da adquirente e é mesclado ao seu existente patrimônio intangível, já que a empresa adquirida não possui mais expectativas para o futuro. Já o segundo é decorrente das divergências nos processos de reconhecimento e mensuração da contabilidade tradicional e do Gecon, tais como ativos potenciais omitidos do balanço ou a diferença entre valor econômico da empresa mensurado pelo valor justo e pelo custo de oportunidade. Ambos componentes não configuram ativos individuais. A parcela intangível, apesar de afetar o valor econômico da empresa, não gera riqueza por si só e, conseqüentemente, não apresenta associação com o retorno de mercado, pois são intenções que podem ser revertidas em patrimônio físico ou não. Já o erro de mensuração está inserido no valor econômico do ativo da empresa, e só existe pela citada diferença no processo de mensuração.

¹ Lustosa (2017) aplica o mesmo raciocínio do *goodwill* para os outros ativos intangíveis com vida útil indefinida.

Dado o histórico de discussões e a abordagem proposta por Lustosa (2017), buscar-se-á investigar o seguinte questionamento: como o mercado de capitais brasileiro percebe o *goodwill* contábil em relação ao valor da empresa? Portanto, a fim de verificar empiricamente se a abordagem de Lustosa se aplica às empresas brasileiras negociadas na BM&FBOVESPA (B3), foram realizados testes econométricos que verificaram a associação entre o *goodwill* e outros intangíveis com o retorno de mercado e a influência desses intangíveis nos indicadores de desempenho econômico da empresa. Para tanto, foram coletadas informações financeiras por meio da plataforma *web GetDFPDData*², desenvolvida para o *software* R, e do banco de dados da Economática³.

Visto que o valor econômico da empresa passa por mudanças contínuas, conforme as alterações de valor dos seus patrimônios (físico e intangível), não é esperada associação positiva entre o retorno de mercado e a variação relativa do *goodwill* contábil, cuja natureza é praticamente estática (com variações pontuais, devido a novas aquisições ou possíveis reduções subjetivas no valor reavaliado). Além disso, o *goodwill*, excluído o erro de mensuração, é o patrimônio intangível da adquirida presente na mente da adquirente que, enquanto não convertido em ação, não gera riqueza para a empresa. Logo, os indicadores de desempenho econômico⁴, tais como *Return on Assets* (ROA) e *Return on Equity* (ROE) têm associações com o retorno de mercado maiores (menores) quando os valores do *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida forem excluídos (incluídos) das (nas) respectivas bases de mensuração. Consequentemente, este intangível não deveria ser individualizados no balanço no momento da sua mensuração.

O restante do artigo está organizado da seguinte forma: o segundo capítulo retrata o embasamento teórico utilizado para o desenvolvimento do trabalho, tal como o sistema de gestão econômica (Gecon) e a abordagem de Lustosa sobre o *goodwill*; o terceiro capítulo detalha a metodologia para averiguar a aplicação dessa abordagem para as empresas brasileiras negociadas na B3; o quarto apresenta os resultados alcançados; e o quinto expõe as considerações finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

A informação contábil é um instrumento que pode ser utilizado como diferencial competitivo de gestão. Com a ampliação de acesso aos mercados de capitais mundiais, esse instrumento tem se concretizado como relevante linguagem de comunicação entre os agentes econômicos. La Porta et al (1998) ressalta a relevância da contabilidade para que os usuários se mantenham informados sobre as empresas e a indispensabilidade de padrões contábeis básicos para tornar as divulgações interpretáveis. Segundo Araújo e Neto (2003), a contabilidade tradicional, com ênfase no lucro e rentabilidade, já não atende, em sua plenitude, aos anseios dos usuários. É necessário que as informações traduzam a realidade empresarial aos seus gestores, a qual enfatiza o conceito de valor, para que não se perca a essência econômica das informações divulgadas. Para que isso aconteça, é necessária uma avaliação adequada do valor patrimonial das empresas, com mensurações que auxiliem

² <http://www.msperlin.com/shiny/GetDFPDData/>. Interface aberta para acesso a todas as demonstrações financeiras distribuídas pela B3 e CVM (Perlim et al, 2018).

³ <https://economica.com/>

⁴ Os indicadores selecionados para este trabalho foram o *Return on Assets*, que representa o retorno gerado pelas aplicações realizadas nos ativos, e o *Return on Equity*, que é a rentabilidade aferida pelo capital próprio (PL) da empresa (Assaf Neto, 2010).

verdadeiramente as tomadas de decisões e agreguem valor à organização. A variedade de critérios de mensuração de ativos e passivos, principalmente dos ativos, representa hoje uma das questões mais discutidas na contabilidade, dado o impacto que pode causar no resultado e posição financeira da entidade (KEHL, 2005).

Na atual realidade contábil brasileira, a base de mensuração mais comumente adotada pelas entidades na elaboração de suas demonstrações contábeis é o custo histórico (CFC, 2011 - NBC TG Estrutura Conceitual). Por mais exata e confiável que seja a informação baseada no custo histórico, muitas vezes não possui utilidade prática nas tomadas de decisões gerenciais. Segundo Kehl (2005), considera-se a informação relevante quando é útil para os usuários em suas decisões econômicas, e confiável se ela representar fidedignamente o que se propõe a apresentar. Muitos casos irão requerer uma ponderação entre relevância e confiabilidade, dado que o conhecimento do valor justo de um ativo é muitas vezes mais relevante do que seu custo histórico, entretanto, este possui maior confiabilidade, visto que é baseado em uma transação real da entidade.

O tratamento contábil dos ativos pelos órgãos normatizadores é objeto de estudo e constante evolução, a fim de se adequar aos padrões internacionais. Apesar de muitos ativos apresentarem subjetividade na mensuração, o caso da mensuração do *goodwill* é um “tópico controverso na contabilidade, por causa da sua natureza vaga e da dificuldade de se chegar a um valor que seja verificável” (GLAUTIER e UNDERDOWN, 2001, p. 167 apud MARTINS, 2009). Essa dificuldade provém de discussões mais profundas, que abordam desde a sua natureza, reconhecimento, mensuração e até mesmo formas de amortização.

O entendimento atual sobre o *goodwill*, como prevê a atual legislação contábil brasileira, é que ele constitui um “ativo que representa benefícios econômicos futuros resultantes de outros ativos adquiridos em uma combinação de negócios, os quais não são individualmente identificados e separadamente reconhecidos” (CFC, 2017 - NBC TG 15, p. 20). Na mesma linha de pensamento, Martins et al (2010) o explica como a diferença entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio quando uma entidade é adquirida, cuja explicação é o montante esperado pela adquirente de lucros futuros acima da rentabilidade normal. Verifica-se, então, que o entendimento prevalecente sobre o *goodwill* contábil afirma que ele é um ativo intangível que surge quando a entidade possui uma capacidade de gerar lucros superiores ao normal por conta da sinergia de ativos intangíveis que não podem ser isoladamente identificados.

Davis (1992) sugere que o *goodwill*, provavelmente, é o mais intangível dos intangíveis, pela dificuldade de determinar exatamente o que é. Na prática, inclui tudo o que contribui para a vantagem de uma empresa existente em relação a uma nova. As técnicas atuais de medição, no entanto, são consideradas inadequadas para estabelecer um valor verificável.

A discussão acerca da natureza do *goodwill* é antiga. Johnson e Petrone, em 1998, já questionavam sobre o assunto, apontando que alguns acreditavam em seu reconhecimento como ativo, enquanto outros discordavam dessa visão. Segundo os autores, o *goodwill* pode ser visto sob duas perspectivas: *top-down* e *bottom-up*. A primeira o enxerga como componente de um ativo maior, no caso, o investimento da investidora na investida, com base nas expectativas da adquirente sobre possíveis ganhos futuros, devido à combinação de negócios. Já a segunda perspectiva vê o *goodwill* nos termos dos componentes que o integram. Nelson (1953) e Leake (1921) enumeram, como exemplos desses componentes, a carteira de clientes da organização, patentes, processos secretos, licenças, nomes comerciais, direitos de uso, reputação, localização, etc.

Lustosa (2017), fundamentado na teoria do Sistema de Gestão Econômica (Gecon), afirma que o resultado econômico de uma empresa é resultante dos seus patrimônios físico e intangível. Quando todos os seus componentes patrimoniais (ativos e passivos) são corretamente mensurados pelos valores econômicos, considerados os efeitos dos eventos tempo-conjunturais (e.g. inflação), o patrimônio líquido da empresa é representado pelo seu custo de oportunidade, o que o Gecon denomina de patrimônio físico. A tangibilidade do ativo ocorre quando ele é representado no balanço pelo seu valor econômico, independentemente de sua natureza material mais ou menos tangível. Tudo o que está representado no balanço é patrimônio físico, já que a decisão saiu da mente do gestor e se tornou uma ação física, que resulta em novos ativos e passivos. No entanto, mesmo com a mensuração feita rigorosamente conforme a proposta do Gecon, quando avaliada a empresa como um todo pelo valor presente da expectativa dos resultados econômicos futuros, pode-se chegar a um valor diferente em relação ao patrimônio físico. Essa diferença, denominada patrimônio intangível, representa as expectativas (ideias, planos e decisões) que existem na mente do gestor, mas que ainda não foram implementadas. Quando os ideais presentes no patrimônio intangível se consubstanciam em uma transação física, resultam em um ativo/passivo e, conseqüentemente, alteram a riqueza da empresa. Na imagem abaixo, é possível visualizar com maior clareza a diferenciação dos patrimônios físico e intangível e sua relação com o valor econômico da empresa:

Imagem 1: Valor econômico da empresa

Balanço Patrimonial	
Ativo (decisões implementadas)	Passivo (decisões implementadas)
	PL Físico (custo de oportunidade)
Ideias, intenções (decisões a implementar)	PL Intangível (valor residual)

VEE = Valor econômico da empresa (proxy = retorno de mercado)

Fonte: Lustosa (2017)

Lustosa (2017), ao elaborar sobre o *goodwill*, propõe uma abordagem distinta para a sua natureza e apresenta evidências empíricas para embasá-la. O autor sugere que, desconsiderando o erro de mensuração, o *goodwill* contábil representa ideias e estratégias que ainda estão na mente dos dirigentes da empresa adquirente e que, enquanto não são convertidas em ação não geram riqueza por si só (apesar de terem valor). Afirma também que os ativos intangíveis com vida útil indefinida não deveriam ser individualizados no balanço, pois representam vantagens competitivas cujo impacto econômico é capturado, no momento da aquisição, pelo valor justo dos ativos líquidos da adquirida e nas novas ideias e estratégias dos dirigentes da adquirente, que motivam a aquisição. Devido às mudanças contínuas no valor econômico da empresa conforme a dinâmica das alterações no valor dos seus patrimônios (físico e intangível) e as condições correntes de mercado, não é esperada associação positiva entre o retorno de mercado e a variação relativa do *goodwill* contábil, dada sua natureza praticamente estática (variações pontuais devido a novas aquisições ou

possíveis reduções subjetivas no valor reavaliado). Consequentemente, este intangível ainda não deve ser individualizado no balanço como ativo no momento da sua mensuração.

Nos resultados de seu trabalho, Lustosa (2017) desenvolveu duas hipóteses para testar empiricamente sua abordagem proposta. A primeira afirma que o valor da empresa tem associação direta com o *goodwill* contábil no ano que a combinação de negócios ocorreu, mas essa associação é menor ou inexistente nos anos subsequentes. Essa diminuição se deve à alta volatilidade dos intangíveis, modificados constantemente, seja pela transformação em patrimônio físico, seja pela adição de novos planos; enquanto o seu custo contábil permanece o mesmo ou é reavaliado subjetivamente. A segunda hipótese alega que o *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida não geram riqueza por si só, dessa forma, a associação entre o retorno de mercado e as medidas de desempenho econômico devem ser maiores (menores) quando esses intangíveis são excluídos (incluídos) da base de mensuração. Os resultados obtidos sinalizaram que a abordagem proposta no trabalho parece verdadeira.

Na tabela abaixo, são ressaltadas algumas diferenças entre a teoria atual, ratificada pela legislação, e a abordagem proposta por Lustosa (2017):

Quadro 1: Entendimentos sobre *goodwill* contábil

Aspectos	Teoria atual do <i>Goodwill</i>	Abordagem proposta por Lustosa
Conceito	<i>Goodwill</i> é um ativo que representa benefícios econômicos futuros adquiridos em uma combinação de negócios, os quais não são individualmente identificados, cuja explicação é o montante esperado de lucros futuros acima da rentabilidade normal para o setor no qual atua.	O <i>goodwill</i> contábil é composto por uma parte do patrimônio intangível, existente na mente do adquirente, e por um erro de mensuração, dado que o valor justo do patrimônio líquido se diferencia do custo de oportunidade do patrimônio físico, mensurado conforme o Gecon. Johnson e Petrone (1998), ao elencar os componentes do <i>goodwill</i> destacam tal erro de mensuração, de natureza distinta à do <i>goodwill</i> e cuja origem pode derivar de possíveis erros de mensuração da contraprestação paga pelo adquirente.
Natureza / Reconhecimento	Conta contábil devedora que integra o componente patrimonial ativo das entidades.	Compõe o patrimônio intangível da entidade e será considerado um ativo à medida que se converter em Patrimônio Físico.
Mensuração	Após o reconhecimento inicial do <i>goodwill</i> contábil como ativo, a entidade deve, anualmente, realizar o teste de redução ao valor recuperável, comparando-se seu valor contábil com o valor recuperável da unidade.	Uma alternativa proposta foi que, dada a propriedade altamente volátil do patrimônio intangível, o <i>goodwill</i> contábil não seja "ativado", mas se realize a baixa direta como despesa da adquirente, no momento da combinação de negócios.

2.1 Hipóteses

Atualmente, o *goodwill* é classificado como ativo pela legislação. E, segundo a NBC TG Estrutura Conceitual (CFC, 2011), “ativo é um recurso controlado pela entidade como resultado de eventos passados e do qual se espera que fluam futuros benefícios econômicos para a entidade”. Do ponto de vista econômico, tais benefícios dizem respeito ao montante de riqueza que o ativo pode gerar para a empresa (Catelli, 1999).

Lustosa (2017) propõe que o valor econômico da empresa, dadas as oscilações constantes das expectativas sobre o futuro e das condições correntes do mercado, se altera continuamente, conforme a dinâmica dos seus patrimônios físico e intangível. O *goodwill* contábil, no entanto, é praticamente estático, com mudanças pontuais no seu valor devido a novas combinações de negócios ou testes de redução ao valor recuperável. Dessa forma, não se deve esperar associação significativa entre o retorno de mercado da empresa e a variação relativa do *goodwill*.

O valor econômico da empresa é composto tanto pelo seu patrimônio físico quanto intangível. O retorno gerado pelo patrimônio intangível está condicionado à sua conversão em patrimônio físico, ou seja, na concretização das intenções, ideias e planos em reais transações. O *goodwill* contábil, excluído o erro de mensuração, é o patrimônio intangível da adquirida presente na mente da adquirente que, enquanto não convertido em ação, não gera riqueza para a empresa e, conseqüentemente, não deve ainda ser individualizados no balanço como ativo. Logo, a associação entre os indicadores de desempenho econômico com o retorno de mercado deve ser maior (menor) quando o valor do *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida for excluído (incluído) das (nas) respectivas bases de mensuração.

Observadas a abordagem atual e proposta por Lustosa (2017) acerca do *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida, serão testadas as seguintes hipóteses, anunciadas na forma alternativa:

H₁: Há associação relevante entre o retorno de mercado e a variação relativa do *goodwill* contábil.

H₂: A associação entre o retorno de mercado e os indicadores de desempenho econômico é maior (menor) sem (com) a presença o *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida.

Segundo os fundamentos teóricos expostos neste capítulo, espera-se rejeitar H₁ e não rejeitar H₂.

3. METODOLOGIA

Com o intuito de verificar se a abordagem proposta por Lustosa (2017) se aplica às empresas brasileiras negociadas na B3, será utilizada uma metodologia quantitativa, com enfoque teórico-empírico e finalidade exploratória. Para testar empiricamente as hipóteses de pesquisa delineadas no referencial teórico, foram realizados, no *software R*, testes econométricos de regressão linear com dados em painel, que consistem em observações de *n* entidades para dois ou mais períodos de tempo. Esse tipo de dado combina características de séries temporais com dados em corte transversal e estão sendo cada vez mais utilizados em trabalhos aplicados (WOOLDRIDGE, 2010). Para identificar qual modelo em painel utilizar,

foram testados o *Pooled Ordinary Least Square (POLS)*, Efeitos Fixos (EF) e Efeitos Aleatórios (EA).

3.1 Período

O período amostral selecionado para o trabalho foi 2009 a 2016, visto que o tratamento contábil dos ativos intangíveis, entre eles o *goodwill*, foi introduzido pela Resolução CFC nº 1.139/08, que entrou em vigor a partir dos exercícios encerrados em 2009. Ademais, as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), fonte das informações financeiras coletadas, devem ser emitidas em até três meses contados do encerramento do exercício social, destarte não disponibilizadas a tempo de incluir o ano de 2017 no período amostral.

3.2 Amostra

A amostra deste trabalho é composta pelas empresas brasileiras negociadas na B3 que atenderam simultaneamente às seguintes condições:

1. DFPs e respectivas informações financeiras necessárias disponibilizadas para acesso público;
2. Valor do *goodwill* ou outros intangíveis maior que zero;
3. Valor de mercado (*market value*) disponível.

Todas as condições acima se aplicam necessariamente a todo período analisado, para que o painel não fique desbalanceado. Dessa forma, 166 empresas se enquadraram na amostra.

Para a coleta das informações, foi utilizada a versão *web* do pacote de dados “*GetDFPData*”, uma interface aberta para acessar dados de B3, confeccionado originalmente para o *software* R ((Perlim et al, 2018). Foram também coletadas informações do banco de dados da Economática.

3.3 Modelo Econométrico

O valor econômico da empresa é composto tanto pelo seu patrimônio físico quanto intangível, e sua dinâmica de alteração é contínua. O *goodwill* contábil e outros intangíveis reconhecidos com vida útil indefinida, no entanto, são praticamente estáticos, com mudanças pontuais no valor. Além disso, enquanto não convertidos em patrimônio físico, não geram riqueza por si só para a empresa. Dessa forma, não é esperada associação relevante entre o *goodwill* e outros intangíveis com o retorno de mercado. Ademais, a associação entre o retorno de mercado e os indicadores de desempenho econômico deve ser maior (menor) sem (com) a presença o *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida.

Para constatar as hipóteses delineadas no trabalho, serão utilizadas *proxies* do patrimônio físico e intangível (variáveis independentes), relacionando-as com a *proxy* do

retorno de mercado (variável dependente), conforme os modelos econométricos (1), (2), (3) e (4); detalhados a seguir:

- (1) $VR.MKVL_{it} = \beta_0 + \beta_1 VR.GW_{it} + \beta_2 VR.NGW_{it} + \beta_3 VR.OINT_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 VR.PL_{it} + w_{it}$
- (2) $VR.MKVL_{it} = \beta_0 + \beta_1 VR.GW_{it} + \beta_2 VR.NGW_{it} + \beta_3 VR.OINT_{it} + \beta_4 ROA.GW_{it} + \beta_5 VR.PLGW_{it} + w_{it}$
- (3) $VR.MKVL_{it} = \beta_0 + \beta_1 VR.GW_{it} + \beta_2 VR.NGW_{it} + \beta_3 VR.OINT_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 VR.AT_{it} + w_{it}$
- (4) $VR.MKVL_{it} = \beta_0 + \beta_1 VR.GW_{it} + \beta_2 VR.NGW_{it} + \beta_3 VR.OINT_{it} + \beta_4 ROE.GW_{it} + \beta_5 VR.ATGW_{it} + w_{it}$

onde:

$VR.MKVL_{it}$ = Variação relativa do valor de mercado, da empresa i, no ano t;

$VR.GW_{it}$ = Variação relativa do *goodwill*, da empresa i, no ano t;

$VR.NGW_{it}$ = Variação relativa dos novos *goodwill*, da empresa i, no ano t;

$VR.OINT_{it}$ = Variação relativa de outros ativos intangíveis identificados com vida útil indefinida, da empresa i, no ano t;

ROA_{it} = *Return on Assets*, da empresa i, no ano t;

$VR.PL_{it}$ = Variação relativa do patrimônio líquido, da empresa i, no ano t;

$ROA.GW_{it}$ = *Return on Assets*, sem o *goodwill* e outros intangíveis, da empresa i, no ano t;

$VR.PLGW_{it}$ = Variação relativa do patrimônio líquido, sem o *goodwill* e outros intangíveis, da empresa i, no ano t.

ROE_{it} = *Return on Equity*, da empresa i, no ano t;

$VR.AT_{it}$ = Variação relativa dos ativos totais, da empresa i, no ano t;

$ROE.GW_{it}$ = *Return on Equity*, sem o *goodwill* e outros intangíveis, da empresa i, no ano t;

$VR.ATGW_{it}$ = Variação relativa dos ativos totais, sem o *goodwill* e outros intangíveis, da empresa i, no ano t;

Os modelos econométricos acima condicionam a variável explicada - variação relativa do *market value* ($VR.MKVL$) às mudanças ocorridas, *ceteris paribus*, no patrimônio intangível e físico. As *proxies* do patrimônio intangível são as variações relativas do *goodwill* ($VR.GW$), dos novos *goodwill* ($VR.NGW$) e dos outros ativos intangíveis com vida útil indefinida ($VR.OINT$). Já o patrimônio físico é representado pelo *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE), variação relativa do ativo total ($VR.AT$) e do patrimônio líquido ($VR.PL$). Todas as *proxies* do patrimônio físico são observadas incluindo-se (1 e 3) e excluindo-se (2 e 4) os valores do *goodwill* e outros intangíveis da sua mensuração.

Os modelos (1) e (2) explicam a variação do retorno de mercado das empresas presentes na amostra pelas variações ocorridas no patrimônio intangível e físico, sendo este observado, no primeiro modelo, incluídos os valores do *goodwill* e outros intangíveis no ROA e no patrimônio líquido (ROA ; $VR.PL$) e, no segundo modelo, excluídos ($ROA.GW$; $VR.ATGW$). O mesmo raciocínio se aplica ao modelo (3) e (4), entretanto, em substituição ao ROA e PL , são utilizados o ROE e AT .

Se o *goodwill* e os outros ativos intangíveis ainda não são ativos, não geram benefícios futuros para a empresa. Então, a associação entre o retorno de mercado e os indicadores de desempenho (referentes ao patrimônio físico) deve ser maior quando seus respectivos valores são excluídos das mensurações desses indicadores. Além disso, não é esperada significância estatística na associação das proxies do patrimônio intangível com o retorno de mercado, visto que seus valores não acompanham a dinamicidade desse retorno. Em outras palavras, as estatísticas t e os β_4 e β_5 nos modelos (2), (4) devem ser maiores do que seus respectivos valores nos modelos (1), (3). Ademais, $\beta_1, \beta_2, \text{ e } \beta_3 = 0$ nos modelos (1), (2), (3) e (4).

3.4 Variáveis

O quadro 2 apresenta a descrição das variáveis utilizadas nos modelos econométricos delineados acima:

Quadro 2: Detalhamento das variáveis

	Sigla	Variável	Descrição
1	VR.MKVL	Varição relativa do <i>Market Value</i> (retorno de mercado)	Valor de mercado, obtido através do produto entre a quantidade de ações da empresa e a última cotação do ano
2	VR.GW	Varição relativa do <i>goodwill</i> contábil	Varição anual relativa da conta contábil <i>goodwill</i> registrada no balanço patrimonial
3	VR.NGW	Varição relativa dos novos <i>goodwill</i>	Varição anual relativa dos novos <i>goodwill</i> registrados no balanço patrimonial, a partir do segundo ano da coleta
4	VR.OINT	Varição relativa de outros intangíveis identificados com vida útil indefinida	Varição anual relativa dos outros ativos intangíveis com vida útil indefinida registrados no balanço patrimonial
5	ROA	<i>Return on Assets</i>	Razão entre o lucro operacional e o ativo total registrados no balanço patrimonial
6	VR.PL	Varição relativa do patrimônio líquido	Varição anual relativa do patrimônio líquido registrado no balanço patrimonial
7	ROA.GW	<i>Return on Assets</i> , sem o <i>goodwill</i> e outros intangíveis	Razão entre o lucro operacional e o ativo total, excluído deste o valor do <i>goodwill</i> e de outros intangíveis
8	VR.PLGW	Varição relativa do patrimônio líquido, sem o <i>goodwill</i> e outros intangíveis	Varição anual relativa do patrimônio líquido, subtraídos os valores do <i>goodwill</i> e de outros intangíveis
9	ROE	<i>Return on Equity</i>	Razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido registrados no balanço patrimonial
10	VR.AT	Varição relativa dos ativos totais	Varição anual relativa do ativo total registrado no balanço patrimonial
11	ROE.GW	<i>Return on Equity</i> , sem o <i>goodwill</i> e outros intangíveis	Razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, excluído deste o valor do <i>goodwill</i> e de outros intangíveis
12	VR.ATGW	Varição relativa dos ativos totais, sem o <i>goodwill</i> e outros intangíveis	Varição anual relativa do ativo total, subtraídos os valores do <i>goodwill</i> e de outros intangíveis

4. RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÃO

4.1 Estatísticas Descritivas

A tabela abaixo sintetiza algumas estatísticas descritivas referentes às variáveis adotadas no trabalho, bem como aos valores monetários utilizados como base de cálculo dessas variáveis.

Tabela 1: Estatísticas Descritivas

Em R\$ Milhão

Variável	Média	Desvio Padrão	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Mínimo	Máximo
GW	329.01	2,522.78	0.00	0.00	0.00	0.00	28,355.04
NGW	83.30	1,122.10	0.00	0.00	0.00	0.00	28,312.24
O.INT	1,582.16	5,301.99	7.99	94.15	814.76	0.00	82,075.57
AT	35,879.93	136,845.50	1,013.52	3,558.30	12,765.39	4.91	1,388,864.53
AT.GW	33,968.75	134,248.57	897.19	3,112.90	10,807.66	-5,669.85	1,380,050.95
LO	1,620.74	7,024.82	32.36	188.91	819.80	-28,337.14	119,044.35
PL	10,874.39	41,372.76	421.10	1,261.85	4,149.84	-9,734.36	459,292.03
PL.GW	8,963.21	38,943.67	126.27	728.92	2,691.14	-29,351.05	459,264.91
LL	944.03	5,211.95	-8.61	88.97	426.99	-45,996.62	64,011.73
MK.VL	8,868,246.97	27,982,056.62	341,546.51	1,609,053.06	6,284,062.22	2,716.56	380,246,723.17
VR.GW	61,968.61	1,038,718.20	0.00	0.00	0.00	-1.00	28,312,235.00
VR.NGW	15,223.38	420,488.80	0.00	0.00	0.00	-1.00	13,213,700.00
VR.OINT	1,905.98	46,344.56	-0.07	0.02	0.27	-1.00	1,481,141.00
VR.AT	0.13	0.57	-0.01	0.07	0.18	-1.00	15.58
VR.ATGW	0.12	0.53	-0.02	0.07	0.19	-1.70	13.77
ROA	0.05	0.19	0.01	0.05	0.10	-2.88	2.24
ROA.GW	0.06	0.26	0.01	0.06	0.12	-4.43	2.24
VR.PL	0.22	3.58	-0.04	0.06	0.16	-16.70	98.29
VR.PLGW	0.18	7.75	-0.10	0.05	0.19	-112.83	223.17
ROE	1.52	27.18	0.01	0.10	0.19	-54.52	532.43
ROE.GW	0.72	15.95	0.00	0.12	0.26	-17.92	532.43
VR.MKVL	0.07	0.60	-0.27	-0.03	0.25	-0.95	6.40

GW é o valor do *goodwill* contábil; NGW são os novos *goodwill* registrados no balanço patrimonial, a partir do segundo ano da coleta; O.INT são os ativos intangíveis com vida útil indefinida, resultado da subtração do *goodwill* pelos intangíveis totais; AT é o ativo total; AT.GW é o ativo total excluídos o *goodwill* e os outros ativos intangíveis com vida útil indefinida; LO é o lucro operacional; PL é o patrimônio líquido; PL.GW é o patrimônio líquido excluídos o *goodwill* e os outros ativos intangíveis com vida útil indefinida; LL é o lucro líquido. Essas variáveis em nível estão representadas em R\$ milhão e foram coletadas nas DFPs das 166 empresas da amostra, por meio da interface web "GetDFPData". As demais variáveis da tabela estão detalhadas no Quadro 2.

O valor do *goodwill* contábil médio da amostra foi R\$ 329 milhões. Acrescido aos outros ativos intangíveis (O.INT), eles representam, aproximadamente, 5% do valor médio dos ativos e 17% do patrimônio líquido, o que indica uma participação representativa desses componentes contábeis. O maior valor registrado do *goodwill* foi referente à empresa Santander, e a maior parte desse valor (96%) ocorreu após o desmembramento do Banco Real, em que houve transferência parcial do seu controle, em 2008, ao Banco Santander, e cujo valor do ágio perdura nas demonstrações contábeis até hoje.

Os valores em nível do 1º, 2º (mediana) e 3º quartil do *goodwill* e dos novos *goodwill* foram, aproximadamente, zero, o que sinaliza que, em média, 75% das observações⁵ não contabilizaram valor residual em combinações de negócios. Para que o patrimônio intangível permanecesse representado nas regressões dessas empresas, os valores dos outros ativos intangíveis com vida útil indefinida foram maiores que zero, como especificado na seção 3.2. Visto o grande número de observações zeradas nessas variáveis, usou-se uma função lógica para evitar a divisão por zero, a saber: “SE(GW=0;1;GW)”⁶. No entanto, tal mecanismo, apesar de amenizar os vieses que os erros pela divisão por zero causariam, elevam potencialmente as variações relativas, dado que, nos casos em que o valor em nível elevou-se de zero para algum valor “X”, sua variação relativa⁷ será esse valor “X” subtraído de 1. Observada essa situação, as três primeiras variáveis de variação relativa possuem a média e o desvio padrão altos comparados aos mesmos valores das outras variáveis de variação relativa. Ademais, a grande dispersão pode indicar que a variabilidade entre as 166 empresas da amostra prevalece sobre a variabilidade nas empresas singularmente.

Entre as variáveis *proxies* do patrimônio físico, percebe-se que a menor variação média foi o *return on assets*, com 5%, e a maior foi o *return on equity*, 152%. Esse fato pode derivar da diferença entre o coeficiente de variação (resultante do desvio padrão dividido pela média) do lucro líquido comparativamente ao do lucro operacional (5,5 e 4,3; respectivamente), dado que os coeficientes do patrimônio líquido e dos ativos totais foram, aproximadamente, o mesmo no período analisado (3,8).

4.2 Matriz de Correlações

A tabela 2 elenca as correlações calculadas entre as variáveis utilizadas neste estudo.

Tabela 2: Matriz de Correlações

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
VR.MKVL (1)	1.00											
VR.GW (2)	0.01	1.00										
VR.NGW (3)	0.01	0.99	1.00									
VR.OINT (4)	-0.01	0.00	0.00	1.00								
ROA (5)	0.08	0.01	0.01	0.00	1.00							
ROE (6)	-0.03	0.00	0.00	0.00	-0.04	1.00						
VR.PL (7)	0.04	0.00	0.00	0.00	0.02	-0.01	1.00					
VR.AT (8)	0.22	0.01	0.01	0.00	0.05	-0.04	-0.05	1.00				
ROA.GW (9)	0.10	0.01	0.01	0.00	0.87	-0.01	0.02	0.07	1.00			
ROE.GW (10)	0.02	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.53	0.00	-0.01	-0.02	1.00		
VR.PLGW (11)	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.05	-0.04	0.00	0.00	1.00	
VR.ATGW (12)	0.20	0.01	0.01	0.00	0.06	-0.09	-0.04	0.97	0.08	-0.08	-0.03	1.00

O coeficiente de correlação é uma medida do grau de associação entre duas variáveis (BUSSAB e MORETTIN, 2002). Quando ocorre de duas ou mais variáveis possuírem altas

⁵ As variáveis possuem 1.328 observações-ano, com exceção da VR.NGW, que possui 1.162, visto que seu raciocínio exclui o ano de 2009 do cálculo.

⁶ Essa função lógica foi aplicada a todas as variáveis que registraram 1 ou mais valores zerados nos períodos observados, a saber: GW, NGW e OINT.

⁷ A variância relativa é calculada pela fórmula: $(X_t - X_{t-1}) / X_{t-1}$.

(mas não perfeitas) correlações, pode-se originar a chamada multicolinearidade, que resulta em imprecisão na estimação dos coeficientes de regressão (WOOLDRIDGE, 2010). Das 66 correlações entre variáveis diferentes, apenas quatro têm valor acima de 0,5 (negritadas). A correlação elevada (0,99) entre o *goodwill* (GW) e os novos *goodwill* (NGW) ocorre pois NGW integra o GW, dado que seu valor é calculado pela subtração do GW_t e GW_{t-1} . Fato semelhante explica as altas correlações (0,87 e 0,53) entre o indicador *return on assets* (ROA) e *return on equity* (ROE) com seus respectivos valores excluídos o *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida (ROA.GW e ROE.GW), já que os dois últimos usam praticamente a mesma base de cálculo, mas em vez do valor do ativo total e patrimônio líquido, são usados o ativo e patrimônio líquido sem o *goodwill* e outros intangíveis. O fato da correlação do ROA com ROA.GW ser maior que a do ROE com ROE.GW se explica pelo *goodwill* fazer parte dos ativos totais, o que mantém a inter-relação entre as duas variáveis.

4.3 Modelo de Dados em Painel

Para testar empiricamente as hipóteses de pesquisa delineadas, foram realizados testes econométricos de regressão linear com dados em painel. Para identificar qual melhor modelo econométrico, foram testados o *Pooled Ordinary Least Square (POLS)*, Efeitos Fixos (EF) e Efeitos Aleatórios (EA).

O modelo *POLS* é o mais simplificado. Empilham-se as observações para obter a regressão, visto que o termo de erro não é correlacionado com os regressores. No entanto, pode-se camuflar a heterogeneidade (individualidade) que possa existir entre as empresas. No modelo de efeitos fixos, é considerada a heterogeneidade entre os indivíduos, já que o intercepto, apesar de não variar com o tempo, pode diferir entre os indivíduos. Quanto ao modelo de efeitos aleatórios, o intercepto (comum) representa o valor médio de todos os interceptos, e a heterogeneidade é representada pelo componente de erro (desvio aleatório do intercepto individual e esse valor médio constante) (GUJARATI e PORTER, 2011).

Os testes realizados para verificar qual modelo utilizar foram o teste de multiplicador de Lagrange, teste de Chow e teste de Hausman. O teste de multiplicador de Lagrange possui duas hipóteses: H_0 (modelo *POLS* preferível) e H_1 (modelo de efeitos aleatórios preferível). Quanto às hipóteses apresentadas para o teste de Chow, são as seguintes: H_0 (modelo *POLS* preferível) e H_1 (modelo de efeitos fixos preferível). Já o Teste de Hausman adota, como H_0 , modelo de efeitos aleatórios preferível, e, como H_1 , modelo de efeitos fixos preferível.

Para todos os testes, caso a estatística p-valor seja menor que 0,05, rejeita-se H_0 e é adotada a hipótese alternativa. Desse modo, com base nos testes realizados e conforme os resultados demonstrados na tabela 3, observou-se que o modelo *POLS* é preferível aos efeitos fixos e aleatórios.

Tabela 3: Resultados das estatísticas p-valor para os modelos de dados em painel

Modelos de Regressão	Teste de multiplicador de Lagrange	Teste de Chow	Teste de Hausman
(1)	0.813	0.795	0.740
(2)	0.893	0.892	0.944
(3)	0.975	0.966	0.164
(4)	0.957	0.953	0.267

Deve-se observar que, apesar de os resultados apontarem para o método *POLS*, ele não leva em consideração a heterogeneidade existente entre as empresas da amostra. Então, para garantir estimativas consistentes dos parâmetros das variáveis, serão apresentados também os resultados pelos efeitos fixos, opção preferível quando realizado apenas o teste de Hausman. Além disso, Gujarati e Porter (2011) afirmam que, mesmo que se pressuponha que o modelo subjacente seja com dados empilhados (*POLS*) ou de efeitos aleatórios, os estimadores de efeitos fixos são sempre consistentes.

4.4 Resultado das Hipóteses

Os resultados da H_1 e H_2 , conforme os modelos (1), (2), (3) e (4) delineados na seção 3.4, estão apresentados na tabela 4.

Tabela 4: Teste das Hipóteses 1 e 2, com regressão em painel *POLS*, para 166 empresas negociadas na B3

	Com GW e OINT	Sem GW e OINT	Com GW e OINT	Sem GW e OINT
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercepto	0.02 0.97	0.02 0.98	0.01 0.43	0.01 0.39
VR.GW	0.00 0.31	0.00 0.31	0.00 0.35	0.00 0.35
VR.NGW	0.00 -0.28	0.00 -0.28	0.00 -0.32	0.00 -0.32
VR.OINT	0.00 -0.16	0.00 -0.16	0.00 -0.20	0.00 -0.17
ROA	0.22 2.40*			
VR.PL	0.01 1.28			
ROA.GW		0.22 3.21**		
VR.PLGW		0.00 -1.18		
ROE			0.00 -0.56	
VR.AT			0.21 7.04***	
ROE.GW				0.00 1.28
VR.ATGW				0.22 6.45***
R ²	0.01	0.01	0.05	0.04
R ² ajustado	0.00	0.01	0.04	0.04
F (p-valor)	0.17	0.03	0.00	0.00
DW	2.08	2.09	2.15	2.15

Variáveis VR.GW, VR.NGW, VR.OINT, ROA, VR.PL, ROA.GW, VR.PLGW, ROE, VR.AT, ROE.GW, VR.ATGW detalhadas no quadro 2; R^2 é o coeficiente de determinação e indica quanto o modelo foi capaz de explicar os dados coletados; F (p valor) é a significância do teste de Fisher; DW é estatística *Durbin-Watson* e evidencia a correlação entre os resíduos; Estatística t (demonstrada entre parêntesis abaixo dos estimadores β) é a divisão do estimador e seu erro padrão; os * indicam, quando há, o nível de significância estatística, a 10% (*), 5% (**) e 1% (***)

Conforme modelo econométrico detalhado na seção 3.3, há três variáveis independentes representativas do patrimônio intangível, das quais duas são calculadas com base no *goodwill* contábil (VR.GW, VR.NGW) e uma nos outros intangíveis com vida útil indefinida (VR.OINT). Como *proxies* do patrimônio físico, foram utilizadas medidas de desempenho econômico com e sem o *goodwill* e outros intangíveis nas suas bases de cálculo (ROA, ROE, ROA.GW e ROE.GW), além de variações do ativo total e patrimônio líquido, também com e sem os intangíveis (VR.AT, VR.PL, VR.ATGW e VR.PLGW). Os modelos delineados separaram as medidas de desempenho em regressões distintas, cada qual acompanhada de uma *proxy* adicional do patrimônio físico, a fim de evitar problemas derivados de dupla contagem, visto que o ROA é um retorno sobre o ativo e o ROE um retorno sobre o patrimônio líquido, que é o valor remanescente dos ativos quando excluídas as obrigações de terceiros (passivo oneroso).

4.4.1 *Hipótese 1:* Há associação relevante entre o retorno de mercado e a variação relativa do *goodwill* contábil.

A Hipótese 1 se baseia na premissa teórica que o valor econômico da empresa, conforme a dinâmica dos patrimônios físico e intangível, as oscilações constantes das expectativas sobre o futuro e as condições correntes do mercado, se altera continuamente. O *goodwill* contábil, no entanto, é praticamente estático, com mudanças pontuais no seu valor. Espera-se, então, que não haja associação significativa entre o retorno de mercado da empresa e a variação relativa do *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida, ou seja, espere-se rejeitar H_1 .

Tanto nos modelos com *goodwill* e outros intangíveis (1 e 3) quanto nos modelos sem esses elementos (2 e 4), nenhuma das três *proxies* do patrimônio intangível (VR.GW, VR.NGW, VR.OINT) obteve significância estatística, como esperado. Esse fato pode indicar que o *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida, por não estarem significativamente associados com o retorno de mercado, não geram riqueza para a empresa por si só, visto que ainda não são ativos individuais.

Por outro lado, as *proxies* do patrimônio físico, mais especificamente return on assets (ROA, ROA.GW) e ativos totais (VR.AT, VR.ATGW) relataram significância estatística, a 5% e 0,1%, respectivamente. Isso indica, por exemplo, que a cada aumento relativo de 100% no valor dos ativos totais sem o *goodwill* e outros intangíveis, há uma variação relativa positiva de 22% no retorno de mercado. Percebe-se, no entanto, que as *proxies* relacionadas ao patrimônio líquido (ROE, ROE.GW, VR.PL, VR.PLGW) não apresentaram significância estatística. Uma possível explicação é o fato de, no PL, estarem registradas transações que não geram resultado para a empresa, como recompra de ações, pagamento de dividendos, entre outras operações societárias que não registram efetivamente o desempenho econômico da empresa. É importante destacar que o modelo (1) não se mostrou representativo, visto que a estatística p-valor do teste F, apresentada na última linha da tabela, é maior que 0,5 (nível de significância de 5% não constatado). Além disso, as estatísticas do teste *Durbin-Watson* evidenciaram que não há correlação, positiva ou negativa, entre os resíduos.

Quando realizados os testes pelo modelo de efeitos fixos, observou-se que o resultado se mantém para a primeira hipótese (rejeitando-a), visto que as *proxies* do patrimônio intangível (VR.GW, VR.NGW, VR.OINT) permaneceram sem significância estatística, ou seja, não apresentaram associação com o retorno de mercado.

4.4.2 Hipótese 2: A associação entre o retorno de mercado e os indicadores de desempenho econômico é maior (menor) sem (com) a presença o *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida.

O retorno gerado pelo patrimônio intangível está condicionado à sua conversão em patrimônio físico, ou seja, na concretização das ideias e estratégias em reais transações. Portanto, *goodwill* contábil e outros intangíveis com vida útil indefinida, enquanto não convertidos em patrimônio físico, não geram riqueza por si só para a empresa e, conseqüentemente, não deveriam ser individualizados no balanço como ativos. Logo, espera-se que a H_2 não seja rejeitada, ou seja, a associação entre o retorno de mercado e os indicadores de desempenho (referentes ao patrimônio físico) deve ser maior quando seus respectivos valores são excluídos das mensurações desses indicadores. Em outras palavras, as estatísticas t e os β_4 e β_5 nos modelos (2), (4) devem ser maiores do que seus respectivos valores nos modelos (1), (3).

Ao analisar os modelos (1) e (2), percebe-se que, apesar de os coeficientes angulares (β_4 e β_5) terem apresentado o mesmo valor, a estatística t do *return on assets* (ROA) aumentou de 2,40, a 10% de significância, para 3,21, a 5% de significância, quando o *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida foram excluídos da sua base de mensuração. Embora o modelo (1) em geral não tenha se mostrado estatisticamente significativo, esse fato pode ser um indicativo que o mercado não reconhece esses elementos intangíveis como ativos, visto que o retorno da empresa, representado pelo ROA, obteve maior associação com o retorno de mercado e, conseqüentemente, melhor desempenho sob as medidas econométricas quando eles foram excluídos das bases de mensuração. Ao mesmo tempo, as variações relativas do patrimônio líquido não foram estatisticamente significantes, possivelmente pelas transações societárias que impedem essa medida de captar apenas o retorno gerado pelo capital próprio da empresa.

Quanto aos modelos (3) e (4), não foi obtida significância estatística para a variável de desempenho *return on equity* (ROE). Uma possível explicação é que o ROE inclui, em sua medida, resultados não operacionais presentes no lucro líquido, tais como resultado da participação em coligadas e controladas ou outros eventos não recorrentes, cujos efeitos podem gerar uma medida com ruídos e que não capte efetivamente o desempenho da empresa. Já a variação relativa dos ativos (VR.AT, VR.ATGW) se mostrou como uma *proxy* razoável para o patrimônio físico, visto que apresentou significância estatística nos dois modelos, a um nível de significância de 1%, além de maior coeficiente angular no modelo em que foram excluídos os intangíveis.

Observa-se, portanto, que, dentre as medidas de desempenho utilizadas como *proxies* do patrimônio físico (ROA e ROE), apenas o ROA apresentou associação significativa com o retorno de mercado e, quando excluídos o *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida, a estatística t apresentou-se maior e com melhor nível de significância. Das demais *proxies* do patrimônio físico, apenas a variação relativa dos ativos se demonstrou como razoável, com significativa associação com o retorno de mercado em ambos os modelos (3) e (4).

Quando os testes foram realizados pelo modelo de efeitos fixos, observaram-se resultados semelhantes. Para os modelos (1) e (3), as estatísticas p-valor do teste F não obtiveram significância a um nível de 5%, o que pode significar que no modelo, como um todo, as variáveis independentes não explicaram a variável dependente. Ainda assim, quando analisada isoladamente a medida de desempenho ROA, apesar de a estatística t ter apresentado uma redução sutil quando excluídos o *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida (2,7 e 2,5; respectivamente), o coeficiente angular teve um aumento considerável. A cada variação de 100% no ROA, o retorno de mercado variou 0,7%. Com a mesma variação no ROA.GW (ou seja, sem os intangíveis), a variação no retorno de mercado aumentou para 20%. Os demais resultados tiveram desempenho semelhante ao apurado no modelo *POLS*: o ROE e a variação relativa do PL, para ambos os modelos com ou sem os intangíveis, não apresentaram significância estatística para a associação com o retorno de mercado, enquanto a variação relativa dos ativos totais, nos dois modelos, apresentou, a um nível de significância de 1%.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Lustosa (2017), ao elaborar sobre o *goodwill*, aponta um questionamento que há muito tempo vem sendo buscada a resposta: “O que explica um negócio valer mais do que a soma dos seus ativos individuais?”.

Atualmente, a literatura dominante descreve o *goodwill* como ativo que representa os benefícios econômicos futuros esperados, oriundo do valor de mercado excedente ao valor contábil em uma combinação de negócios. Lustosa (2017), fundamentado nos pressupostos do Sistema de Gestão Econômica (Gecon), propõe que esse componente contábil, excluído o erro de mensuração, é o patrimônio intangível da adquirida presente na mente da adquirente, dado que esta possui muitas ideias e estratégias em relação à empresa que está adquirindo. No entanto, os benefícios econômicos decorrentes do *goodwill* não ocorrem enquanto as ideias e estratégias não se materializarem em transações reais de trocas de ativos, ou seja, até sua transformação em patrimônio físico, não há geração de riqueza para a empresa.

Esta pesquisa buscou verificar se a abordagem de Lustosa se aplica às empresas brasileiras negociadas na B3. Para tanto, foram realizados testes estatísticos com regressões no modelo *Pooled Ordinary Least Square* e efeitos fixos, em uma amostra de 166 empresas, no intervalo de 2009 a 2016.

Ao testar se há associação relevante entre o retorno de mercado e a variação relativa do *goodwill* contábil, foi constatado que nenhuma das proxies utilizadas para o patrimônio intangível obteve significância estatística, como esperado. Esse fato pode indicar que o *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida, por não estarem significativamente associados com o retorno de mercado, ainda não foram convertidos em patrimônio físico, ou seja, ainda não deveriam ser individualizados no balanço como ativos.

Quanto aos testes para verificar se a associação entre o retorno de mercado e os indicadores de desempenho econômico é maior (menor) sem (com) a presença do *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida, ficou evidente que a estatística t e o coeficiente angular do *return on assets* (ROA) aumentaram quando tais intangíveis foram excluídos da sua base de mensuração. O mesmo não ocorreu para o *return on equity* (ROE), o qual não apresentou significância estatística com o retorno de mercado, possivelmente por esse indicador incluir, em sua medida, eventos não operacionais presentes no lucro líquido que os impedem de dar um resultado baseado apenas no desempenho da empresa. Os resultados

obtidos com o ROA podem significar que o mercado não reconhece que o *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida geram riqueza por si só para a empresa.

Observou-se, então, que os efeitos sinérgicos do *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida são benéficos e inclusive possuem valor econômico para a empresa. No entanto, enquanto não houver a concretização desse patrimônio intangível em físico, à medida que as ideias e estratégias são materializadas em transações reais, não é sugerido que esses intangíveis sejam individualizados no balanço como ativos. Lustosa (2017) propõe considerar a baixa direta do *goodwill* como despesa da adquirente e, caso ele continue a ser registrado como ativo, substituir o teste de redução ao valor recuperável por baixa proporcional ao aumento do imobilizado em uso, cujo valor pode representar a conversão do patrimônio intangível em físico.

É importante destacar que esta pesquisa é limitada pelo pequeno número de observações de empresas que tiveram valor para o *goodwill* ou outros intangíveis com vida útil indefinida. Ainda assim, contribui academicamente, por ser uma área pouco explorada, ainda mais com esse enfoque teórico-empírico. Dessa forma, abre o caminho para que novas pesquisas sejam realizadas sobre o assunto. Sugere-se que os estudos futuros ampliem o horizonte temporal ou a amostra, de forma a abranger empresas não negociadas na B3, caso haja informações disponíveis. Outra sugestão é a utilização de outras *proxies* para representar os patrimônios físico e intangível.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, A. M. P.; ASSAF NETO, A. A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 14, n. 33, p. 16-32, dez. 2003. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-7077200300300002&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 18 mar. 2018.

BUCHANAN, J. M. Opportunity cost. In: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. **The World of Economics**. Londres: Palgrave Macmillan, 1991. p. 520-521. Disponível em: <https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-1-349-21315-3_69>. Acesso em: 15 abr. 2018.

BUSSAB, W. O; MORETTIN, P. A. **Estatística Básica**. 5 ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2002. 537 p.

CAPPELLESSO, G.; RODRIGUES, J. M.; PRIETO, M. F. Redução ao valor recuperável do goodwill: evidências do gerenciamento de resultados em sua determinação. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 286-303, dez. 2017. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/48118/reducao-ao-valor-recuperavel-do-goodwill-evidencias-do-gerenciamento-de-resultados-em-sua-determinacao/i/pt-br>>. Acesso em: 14 mar. 2018.

CATELLI, A. **Controladoria: uma abordagem da gestão econômica - GECON**. São Paulo: Atlas, 1999. 596 p.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **NBC TG Estrutura Conceitual: Estrutura Conceitual para a Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro**. Brasília: Conselho Federal de Contabilidade, 2011. Disponível em: <http://portalefc.org.br/wordpress/wp-content/uploads/2013/04/NBC_TG_COMPLETAS03.2013.pdf>. Acesso em: 21 fev. 2015.

DAVIS, M. Goodwill accounting: time for an overhaul. **Journal Of Accountancy**, Nova York, v. 173, n.6, p. 75 - 83, jun. 1992.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5 ed. Porto Alegre: AMGH Editora, 2011. 918 p.

GUERREIRO, R.; CATELLI, A.; DORNELLES, J. A. A controladoria sob o enfoque GECON - gestão econômica: a experiência da Caixa Econômica Federal do Brasil. **Revista de Contabilidade do CRC-SP**, São Paulo, v. 1, n. 2, p. 19-25, 1997.

KEHL, U. **Contabilidade pelo valor justo-evolução mundial e aplicação no Brasil**. Rio de Janeiro, 2005. 51 p. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/trabalhos_academicos/anexos/Uwe_Kehl-contabilidade-valor-justo.pdf>. Acesso em: 2 abr. 2018.

KIRCH, G.; PERLIN, M. S.; VANCIN, D. **Accessing Financial Reports and Corporate Events with GetDFPData**. Porto Alegre, fev. 2018. 38 p. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3128252>>. Acesso em: 2 abr. 2018.

JOHNSON, L. T.; PETRONE, K. R. Is goodwill an asset?. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 12, n. 3, p. 293-303, set. 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042>>. Acesso em: 28 mar. 2018.

LEAKE, P. D. **Commercial goodwill: its history, value, and treatment in accounts**. Londres: Sir J. Pitman & sons, 1921. 292 p.

LUSTOSA, P. R. B. **A new approach to accounting goodwill (and other identified intangibles with indefinite useful lives): theory and empirical evidence**. 2017. 50 p. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3023311>>. Acesso em: 27 nov. 2017.

LUSTOSA, P. R. B. Ativo e sua avaliação. In: RIBEIRO FILHO, A. F.; PEDERNEIRAS, J. L. M. (Orgs.). **Estudando Teoria da Contabilidade**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINS, E. et al. Goodwill: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 21, n. 52, p. 1-25, jan. 2010. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772010000100005>>. Acesso em: 10 mar. 2018.

NELSON, R. The momentum theory of goodwill. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 28, n. 4, p. 491-499, 1953. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/240962>>. Acesso em: 22 mar. 2018.

PERLIN, MARCELO AND KIRCH, GUILHERME AND VANCIN, DANIEL. **Accessing Financial Reports and Corporate Events with GetDFPdata**. 2018. 38 p. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3128252> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3128252>>. Acesso em: 12 fev. 2018.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Cengage Learning, 2010. 701 p.