



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão Pública - FACE
Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

A dinâmica entre os patrimônios físico e intangível: Uma perspectiva agregada e setorial

Larissa Castro da Costa

**Brasília
2021**



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

A dinâmica entre os patrimônios físico e intangível: Uma perspectiva agregada e setorial

Dissertação apresentada como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília.

Discente: Larissa Castro da Costa
Orientador: Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Brasília

2023



CC837d Costa, Larissa Castro da
A dinâmica entre os patrimônios físico e intangível: Uma perspectiva agregada e setorial / Larissa Castro da Costa; orientador Paulo Roberto Barbosa Lustosa. -- Brasília, 2023. 143 p.

Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) -- Universidade de Brasília, 2023.

1. Patrimônio intangível. 2. Patrimônio físico. 3. Conversão e renovação. I. Lustosa, Paulo Roberto Barbosa, orient. II. Título.



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Lúcio Remuzat Rennó Junior
Decano de Pós-graduação

Professor Doutor José Márcio Carvalho
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas**

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professor Doutor Jomar Miranda Rodrigues
Coordenador do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

LARISSA CASTRO DA COSTA

**A DINÂMICA ENTRE OS PATRIMÔNIOS FÍSICO E INTANGÍVEL:
UMA PERSPECTIVA AGREGADA E SETORIAL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da
Universidade de Brasília (PPGCont- UnB) como requisito à obtenção do título de Mestre em
Ciências Contábeis Comissão Examinadora

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa (Orientador)
Universidade de Brasília (PPGCont/UnB)

Prof^ª. Dra. Mariana Guerra (Examinadora Interna)
Universidade de Brasília (PPGCont/UnB)

Prof^ª. Dra. Raquel Wille Sarquis (Examinadora Externa)
Universidade de São Paulo (FEA/USP)

Brasília, 30 de setembro de 2023



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

*A Deus, pelo infinito amor e capacitação
Ao meu amado marido, Jairo, pelo constante suporte e inspiração
Às minhas lindas filhas, Alice e Sofia, pela motivação e alegria diária*



Agradecimentos

Em primeiro lugar, não poderia deixar de expressar minha imensa gratidão a Deus. Tenho a mais absoluta certeza de que todas as oportunidades e capacitações provém Dele, meu Pai Amoroso. Agradeço também às intercessões de Nossa Senhora e São Miguel Arcanjo.

Agradeço ao meu amado e inspirador marido, Jairo, por me motivar diariamente e me dar o suporte necessário para que eu consiga realizar todas as minhas conquistas. Como sou grata por ter você ao meu lado! Sem o seu amor e suporte, certamente eu não teria condições de lutar por esse sonho.

Às minhas lindas e amadas filhas, Alice e Sofia, por me mostrarem qual é o meu "trabalho importante". Obrigada por serem meu pedacinho do Céu!

Aos meus amados pais, Tiene e Júnior, pelos esforços desde que eu era criança para me proporcionarem uma educação de qualidade. Às minhas queridas irmãs, Camila e Isabela, pela parceria maravilhosa e por acreditarem sempre em mim. Ao meu cunhado e sobrinhos, Pedro, Nicola e Catarina, por me encherem de amor e carinho. Aos meus sogros, Zélia e Jairo, pelo apoio e constantes orações.

Aos meus amigos queridos: Luciana, Nilda, Natália, Gabriel, Amanda, Guilherme e Jakeline. Vocês acreditaram em mim mesmo quando eu achava que não seria capaz. Obrigada!

Por fim, ao meu querido, inspirador e sábio orientador, Lustosa, o qual carinhosamente apelidei de Lusts desde a graduação. "Conheça todas as teorias, domine todas as técnicas, mas ao tocar uma alma humana, seja apenas outra alma humana" (Jung). Obrigada por sempre ter me tratado com tanta compreensão e carinho. O senhor me ensinou que a virtude da humildade vale mais do que qualquer título!



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

*"Buscai em primeiro lugar o Reino de Deus e a sua justiça
e todas estas coisas vos serão dadas em acréscimo" (Mateus 6, 33)*



Resumo

O presente estudo objetiva testar empiricamente a visão alternativa acerca da dinâmica entre os patrimônios físico e intangível, proposta por Lustosa (2017) e com raízes em um sistema de contabilidade econômica. Com esse propósito, foram testadas três hipóteses. A primeira afirma, numa linha contraintuitiva, que empresas que não possuem *goodwill* possuem retorno de mercado, na média, maior do que as que se envolvem nesse tipo de operação. A segunda, que as forças de renovação anulam as de conversão, de forma que, na média, não haja associação significativa entre as taxas de variação dos patrimônios físico e intangível. A terceira hipótese propõe que a taxa de renovação do patrimônio intangível é maior para setores mais inovadores e com maiores perspectivas futuras. Os modelos econométricos permitiram testar empiricamente esta visão alternativa e corroboraram as hipóteses delineadas, de forma a suscitar impactos em diferentes áreas, tais como a acadêmica, normatizadora e no mercado de capitais. Ressalta-se a importância de uma abertura para a mudança de concepções enraizadas, sem a qual não seriam possíveis progressos na teoria contábil.

Palavras-chave: Patrimônio intangível; patrimônio físico; dinâmica; renovação; conversão.



Abstract

This study aims to empirically test an alternative view on the dynamics between physical and intangible capital, proposed by Lustosa (2017) and with roots in an economic accounting system. For this purpose, three hypotheses were tested. The first states, in a counterintuitive view, that companies that do not have goodwill have a market return, on average, higher than those that engage in this type of operation. The second, that the renewal forces cancel out the conversion forces, so that, on average, there is no significant association between the rates of variation of physical and intangible capital. The third hypothesis proposes that the renewal rate of intangible capital is higher for more innovative sectors with greater future prospects. The econometric models made it possible to empirically test this alternative vision and corroborated the outlined hypotheses, in order to generate impacts in different areas, such as academia, standardization and the capital market. The importance of being open to changing conceptions rooted is highlighted, without which progress in accounting theory would not be possible.

Keywords: Intangible capital; physical capital; dynamics; renovation; conversion.



Lista de Figuras

Figura 1	28
Figura 2	36



Lista de Gráficos

Gráfico 1	123
-----------------	-----



Lista de Tabelas

Tabela 1 - Formas possíveis de reduções do valor contabilizado dos ativos intangíveis.....	34
Tabela 2 - Padrão Global de Classificação Industrial (GICS).....	76
Tabela 3 - Definições das variáveis.....	81
Tabela 4 - Estatísticas Descritivas.....	84
Tabela 5 - Matriz de Correlação.....	86
Tabela 6 - Resultados da Hipótese 1.....	90
Tabela 7 - Resultados da Hipótese 2.....	93
Tabela 8 - Resultados da Hipótese 3.....	98
Tabela 9 - Resultados do Teste de Robustez 1.....	103
Tabela 10 - Resultados do Teste de Robustez 2 - Estatísticas Descritivas.....	105
Tabela 11 - Resultados do Teste de Robustez 2 - Regressão linear.....	106
Tabela 12 - Resultados do Teste de Robustez 3 - Interpretações possíveis.....	110
Tabela 13 - Resultados do Teste de Robustez 3 - Estatísticas Descritivas.....	114
Tabela 14 - Resultados do Teste de Robustez 3 - Matriz de Correlação.....	115
Tabela 15 - Resultados do Teste de Robustez 3 - Regressão linear (Hipótese 2).....	116
Tabela 16 - Resultados do Teste de Robustez 3 - Regressão linear (Hipótese 3).....	120
Tabela 17 - Resultados do Teste de Robustez 3 - Interpretações da Hipótese 3.....	122
Tabela 18 - Resultados do Teste de Robustez 3 - Coeficientes de RPIN e RPF.....	126



Lista Abreviações

EPU	Índice de Incerteza da Política Econômica
FASB	Financial Accounting Standards Board
FRS	Financial Reporting Standard
GECON	Sistema de Gestão Econômica
GICS	Padrão Global de Classificação Industrial
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
PL	Patrimônio Líquido
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
UGC	Unidades Geradoras de Caixa
VIF	Fator de Inflação da Variância



Sumário

1. Introdução	17
1.1. Contextualização.....	17
1.2. Problema da Pesquisa.....	22
1.3. Objetivos da Pesquisa.....	22
1.3.1. Objetivo Geral.....	22
1.3.2. Objetivos Específicos.....	23
1.4. Justificativa e Relevância.....	23
1.5. Estrutura da Pesquisa.....	24
2. Referencial Teórico	25
2.1. Goodwill.....	25
2.1.1. Aspectos Históricos.....	25
2.1.2. Crescimento Paradoxal.....	27
2.1.3. Abordagem Predominante na Teoria Contábil.....	30
2.1.3.1. Contabilização posterior.....	33
2.1.3.1.1. Teste de Impairment.....	34
2.1.3.1.2. Amortização.....	38
2.1.4. Abordagem Alternativa.....	39
2.1.4.1. Contabilidade sob a ótica econômica.....	41
2.1.4.2. Goodwill sob a ótica econômica.....	45
2.2. Hipóteses.....	51
2.2.1. Hipótese 1.....	53
2.2.2. Hipótese 2.....	55
2.2.3. Hipótese 3.....	57
2.3. Teoria Crítica.....	58
3. Metodologia	63
3.1. Classificação da Pesquisa.....	63
3.2. Dados Coletados.....	67
3.3. Operacionalização das Hipóteses.....	67
3.3.1. Modelos Econométricos.....	68
3.3.1.1. Hipótese 1.....	68
3.3.1.2. Hipótese 2.....	71
3.3.1.3. Hipótese 3.....	76
3.3.3. Variáveis.....	80
4. Apresentação e Análise dos Resultados	82
4.1. Limitações da Pesquisa.....	82
4.2. Estatísticas Descritivas.....	83
4.3. Análise da Hipótese H1.....	87
4.4. Análise da Hipótese H2.....	91
4.5. Análise da Hipótese H3.....	96



5. Testes de Robustez	99
5.2 Teste com a variável variação do patrimônio intangível (VPIN) sem missing values.....	103
5.3 Teste com modelo econométrico alternativo para a Hipótese 2 e 3.....	107
5.3.1 Análise da Hipótese 2 com teste de robustez.....	114
5.3.2 Análise da Hipótese 3 com teste de robustez.....	118
6. Conclusão	125
7. Referências Bibliográficas	130



1. Introdução

1.1. Contextualização

O *goodwill*, descrito como o mais intangível de todos os intangíveis (Davis, 1992), tem sido objeto de discussões e desacordos na Teoria Contábil desde a sua concepção, em meados do século XVI. Até os dias atuais, não há consenso acerca da sua natureza e tratamento contábil, os quais estão entre os assuntos mais difíceis e controversos da contabilidade (Catlett & Olson, 1968).

Em que pese esteja cada vez mais consensual que a riqueza e o crescimento na economia são impulsionados por intangíveis (Bontis, 2001; Guthrie, 2001; Nikolaj Bukh, 2003; Lev et al., 2009; Gu & Lev, 2011), muitos autores destacam a falta de concordância na literatura e a necessidade de aprimoramentos na pesquisa contábil para evitar inconsistências na mensuração e evidenciação desse componente (Falk & Gordon, 1977; Hopkins & Ma, 1988; L. T. Johnson & Petrone, 1998).

Após uma combinação de negócios (e.g. fusão, aquisição), faz-se um reconhecimento (à *fair value*, que se aproxima da mensuração econômica) de todos os ativos reconhecíveis e, em alguns casos, ainda sobra um resíduo - *goodwill* -, reconhecido contabilmente como um ativo intangível (ou agregado de elementos intangíveis) que não foi possível individualizar e, conseqüentemente, reconhecê-los separadamente. Tal reconhecimento, embora majoritário atualmente, não está totalmente pacificado.

Nesse sentido, o *International Accounting Standards Board* (IASB), em 2020, publicou um documento de discussão (*Discussion Paper/2020/1*) para tratar sobre alguns aspectos das combinações de negócios, tal como possibilidade de mudança da atual contabilização do *goodwill* contábil. Uma das motivações para tal publicação foi a dimensão que este



componente está tomando na economia global. Em 2020, atingiu o montante de US \$ 8 trilhões para as empresas listadas em todo o mundo, cerca de 18% de seu patrimônio líquido e 3% de seus ativos totais.

Segundo o *Financial Accounting Standards Board* (FASB, 2020), o *goodwill* está se tornando um componente cada vez maior e mais frequente nos balanços das empresas americanas, alcançando valores como 32% do patrimônio líquido dessas empresas. Contudo, em 2022, o FASB decidiu, por unanimidade, despriorizar e retirar o projeto "*Identifiable Intangible Assets and Subsequent Accounting for Goodwill*" (Ativos intangíveis identificáveis e contabilização subsequente do *goodwill*) de sua agenda técnica. Apesar da extensa pesquisa e análise da equipe, não se chegou a uma abordagem que poderia resultar em um modelo adequado para a maioria do FASB, o que reforça a complexidade e dificuldade na mensuração dos intangíveis.

Além da dimensão que vem sendo alcançada, alguns autores destacam também a relevância desse componente. Hand e Lev (2003) afirmam que a riqueza e o crescimento na economia atual são impulsionados, principalmente, por intangíveis. Segundo os autores, ativos físicos e financeiros acabam por render, na melhor das hipóteses, um retorno médio. Lucros anormais e posições competitivas dominantes são alcançados por intangíveis.

Lustosa (2017) propõe uma visão alternativa acerca do *goodwill*¹. Fundamentado na contabilidade econômica, preconizada por Coase (1990), o autor defende que os intangíveis com vida útil indefinida, ao contrário do que dissemina a teoria contábil, configura um estado de riqueza potencial. Em uma avaliação a valor justo (*proxy* do valor econômico), os resíduos já estão avaliados dentro do valor dos ativos físicos. Quando, ainda assim, remanesce um resíduo além do valor justo, esta abordagem sugere que esse ágio não representa ativos intangíveis não individualmente reconhecidos geradores de benefícios futuros, mas sim um

¹ O mesmo raciocínio do *goodwill* é aplicado aos demais ativos intangíveis com vida útil indefinida.



patrimônio intangível que equivale aos resíduos esperados nas transações decorrentes de decisões que ainda não foram implementadas e podem (ou não) resultar em riqueza física; mas que, neste momento, representam apenas uma riqueza potencial intangível associada a ideias, intenções e estratégias para o futuro.

Dessa forma, ao pagar por esse prêmio, a empresa estará abrindo mão (i.e. renunciando) a parte dessa riqueza futura esperada, no momento da aquisição. A grande diferença dessa teoria alternativa para a tradicional é a visão lançada sobre esse ágio que atualmente é denominado *goodwill* contábil. Enquanto a visão *mainstream* defende que as empresas adquirentes arquem com um pagamento pelos ativos intangíveis (que não puderam ser individualmente identificados) geradores de riquezas futuras por si só, a visão alternativa lança um olhar de antecipação de uma riqueza potencial que, com as decisões futuras implementadas e as transações em conjunto com o patrimônio físico, poderão gerar futuros resíduos. Essa antecipação pode ser vista como uma renúncia² (parcial ou total, a depender do desempenho da empresa), dado que "diminui" o futuro lucro residual, caso ele se concretize.

Nessa visão, a empresa é economicamente conceituada como um estoque de lucros residuais desmembrado em dois estados de riqueza (i.e. patrimônios) dinamicamente entrelaçados, ambos associados às decisões gerenciais: físico e intangível. O patrimônio físico representa o valor presente dos lucros residuais futuros esperados das decisões gerenciais já implementadas. O patrimônio intangível é o valor presente esperado das decisões gerenciais ainda a implementar, que no momento corrente está latente na forma de estratégias, intenções, ideias e inovações para o futuro. A riqueza intangível se converte em riqueza física, em

² Diferentemente do que ocorre em uma aquisição de ativos físicos, quando incorre um ágio em uma combinação de negócios não está havendo o pagamento por ativos intangíveis não identificados, dado que, quando o resíduo for concretizado, deverá haver novas aquisições de ativos físicos, isto é, novos desembolsos. Por isso a característica de renúncia, e não de custo.



diferentes ritmos, ao mesmo tempo em que é renovada, quando a empresa está em continuidade.

A conversão (ou seja, a materialização de ideias e estratégias em decisões implementadas) do patrimônio intangível em patrimônio físico, ambos componentes do valor econômico de uma empresa, dependerá do sucesso das suas operações. Oliveira et al. (2021) ainda defendem que tais riquezas (i.e. patrimônios) estão emaranhadas. As decisões gerenciais futuras a serem implementadas afetam o que ocorre no momento presente assim como o que acontece no presente (decisões gerenciais implementadas) afeta a riqueza futura. O que gera riqueza para a empresa é o patrimônio físico emaranhado com o intangível, ao contrário do entendimento contábil atual, cuja geração de benefícios está atrelada aos intangíveis não individualmente reconhecidos integrantes do *goodwill*, por si só.

Ao se observar: (1) a falta de consenso acerca da natureza e tratamento contábil do *goodwill*; (2) valores crescentes desse ágio com uma taxa de insucesso das combinações de negócios superior a 50% (Bruner, 2002; Kenny, 2020; Lewis & McKone, 2016); (3) visões alternativas e contrárias ao pensamento predominante na literatura e normatização contábil (Slater, 1995; L. T. Johnson & Petrone, 1998; Lustosa, 2017); e (4) abertura para discussões e possíveis alterações em normas que dizem respeito à redução do seu valor possivelmente inflado nos demonstrativos contábeis (IASB, 2020); surge uma reflexão acerca do crescimento em magnitude e importância do *goodwill* e outros intangíveis reconhecidos sem vida útil definida. Seria esse aumento consequência de expectativas aumentadas de retornos residuais ou de um tratamento contábil inadequado?

Ainda que os resultados sejam condizentes com o que está preconizado neste estudo, é necessária uma abertura para mudança de conceitos que estão enraizados na Teoria Contábil. Para isso, será fornecido um levantamento teórico acerca da Teoria Crítica, a qual atribui



importância ao viés prático da contabilidade, inserido na pesquisa crítica por meio de manifestações públicas, aulas nas faculdades, artigos científicos ou até mesmo um simples pensamento crítico (Gendron, 2018).

Nesse sentido, a pesquisa crítica na contabilidade provoca reflexões acerca dessas mudanças, posto que busca fornecer uma forma de conhecimento que desafie os arranjos sociais prevalecentes, ou seja, um conhecimento alternativo. Mais do que isso, o conhecimento resultante servirá como uma entrada para um processo de reflexão do que pode ser alterado e melhorado. No presente estudo, ainda que represente apenas um pontapé inicial para tais melhorias, estas estão atreladas, principalmente, à natureza do intangível, para que a informação contábil não tenha a utilidade reduzida devido ao seu tratamento inadequado.

Para analisar a fundo esse entendimento alternativo acerca do *goodwill* e do patrimônio intangível, será realizado um levantamento crítico-teórico, com testes empíricos, com base nas literaturas predominante e alternativa acerca do assunto. Serão testadas três hipóteses, através de modelos econométricos de regressão linear com e sem efeitos fixos. A primeira afirma, numa linha contraintuitiva, que empresas que não realizam (realizam) operações de fusão e aquisição possuem retorno de mercado, na média, maior (menor) do que as que se envolvem nesse tipo de operação. Conjectura-se que a razão do fracasso dessas operações, documentada em vasta literatura (Bruner, 2002; Kenny, 2020; Lewis & McKone, 2016), é a própria dificuldade de obtenção de lucros residuais contínuos em mercados não contestados. Acrescentamos a essa literatura um novo entendimento, segundo o qual o ágio pago na combinação de negócios não representa a aquisição de ativos intangíveis não individualizáveis com vida útil indefinida, mas uma renúncia parcial aos lucros residuais futuros esperados pela adquirente em relação à adquirida.



A segunda e terceira hipóteses examinam como se dá a dinâmica das forças relativas às riquezas tangível e intangível. No agregado (hipótese 2), dadas as diferentes características das empresas em termos de inovação e perspectivas futuras, não é possível prever se haverá predominância da conversão do patrimônio intangível em físico, da renovação do patrimônio intangível (à medida que novas ideias, intenções e estratégias surgem para alimentar o processo decisório) ou da destruição de valor (decorrente do insucesso das operações). Dessa forma, presumiu-se que as forças de renovação anulam as de conversão, de tal forma que, na média, não haja associação significativa entre as taxas de variação desses dois patrimônios.

A hipótese 3 analisa setorialmente a dinâmica entre os patrimônios físico e intangível (i.e. renovação e conversão da riqueza intangível em tangível). Espera-se que taxa de renovação do patrimônio intangível em patrimônio físico seja maior para setores mais inovadores e com maiores perspectivas futuras.

1.2. Problema da Pesquisa

A visão econômica sobre o *goodwill* e o patrimônio intangível, sistematizada por Lustosa (2009, 2017, 2019, 2020, 2022), ao lançar luz sobre suas naturezas, preconiza um novo entendimento sob o viés econômico acerca do valor da empresa e seus patrimônios.

Diante da contextualização elencada acima, esta pesquisa pretende investigar o seguinte problema: Como se dá a dinâmica entre os patrimônios físico e intangível, assumindo que o último representa ideias, intenções e estratégias ainda não tangibilizados?

1.3. Objetivos da Pesquisa

1.3.1. Objetivo Geral



O presente estudo pretende, como objetivo geral, testar empiricamente a visão alternativa sobre o patrimônio intangível, do qual *goodwill* contábil é uma parte; proposta por Lustosa (2009, 2017, 2019, 2020, 2022) e com raízes em um sistema de contabilidade econômica, preconizado por Coase (1990).

1.3.2. Objetivos Específicos

Como objetivos específicos, procura-se:

1. Testar a hipótese de que, de forma agregada, o retorno de mercado das empresas que não possuem *goodwill* registrado no balanço é maior do que o das empresas que se envolveram em operações de fusão e aquisição;
2. Testar a hipótese de que, no agregado, o retorno sobre o patrimônio intangível é estatisticamente igual ao retorno sobre o patrimônio físico;
3. Testar a hipótese de que a taxa de renovação do patrimônio intangível em patrimônio físico é maior para setores mais inovadores e com maiores perspectivas futuras.

1.4. Justificativa e Relevância

Perante a discussão acerca da natureza e tratamento contábil do patrimônio intangível, do qual o *goodwill* faz parte, a relevância deste estudo reside na sua magnitude e resultante importância alcançadas para a economia global, dado que valores inflados e, conseqüentemente, incorretos, podem acarretar uma redução da qualidade da informação contábil. Destarte, este estudo visa abrir os caminhos para a discussão das visões alternativas desse assunto cujo “júri ainda não deu o veredito” (Hughes, 1982), de forma a contribuir com a literatura de um tema controverso para a contabilidade e, conseqüentemente, com o enriquecimento da Teoria da Contabilidade.



1.5. Estrutura da Pesquisa

Esta pesquisa está estruturada da seguinte forma:

- O segundo capítulo retrata o embasamento teórico utilizado para o desenvolvimento do trabalho, tais como o contexto histórico do *goodwill*, sua visão predominante e alternativa e a importância da perspectiva crítica para a interpretação da pesquisa;
- O terceiro capítulo detalha a metodologia utilizada para averiguar: (1) se o retorno agregado médio de mercado das empresas que possuem (não possuem) registro no *goodwill* é maior (menor), (2) se existe e qual é a comparação entre as significâncias estatísticas de ambos os patrimônios físico e intangível quando relacionados com o valor econômico de uma empresa e (3) se a taxa de renovação do patrimônio intangível em patrimônio físico é maior (menor) para setores mais (menos) inovadores e com maiores (menores) perspectivas futuras;
- O quarto apresenta os resultados alcançados empiricamente e uma análise respaldada no que foi exposto no referencial teórico e
- O quinto realiza testes de robustez, a fim de triangular as inferências através de novas suposições teóricas;
- O sexto expõe as considerações finais, contribuições da pesquisa e sugestões para estudos futuros.



2. Referencial Teórico

2.1. *Goodwill*

2.1.1. *Aspectos Históricos*

Apesar de ser um conceito mais amplamente utilizado no âmbito contábil-econômico, o *goodwill* teve seus primeiros registros em documentos jurídicos. Sua primeira citação, segundo Preinreich (1936, p. 317), foi no século XVI, mais precisamente no ano de 1571, em um testamento no qual um senhor inglês doava o *goodwill* das suas terras (“*I gyve to John Stephen... my whole interest and goodwill of my Quarrell (i.e. quarry)*”). Percebe-se uma associação do termo *goodwill* à rentabilidade das terras, ou seja, o senhor considerava no testamento um valor adicional devido à localização do terreno. Destarte, os pensamentos que guiaram os juristas a definir o *goodwill* foram os mesmos que auxiliaram na sua formulação econômica.

A primeira definição formal do *goodwill* foi realizada também em uma ação judicial, por um juiz chamado Lord Eldon, que o descreveu como nada mais do que a probabilidade de os clientes antigos retornarem ao mesmo local (“*The goodwill which has been the subject of sale, is nothing more than the probability that the old customer will resort to the old place*” - Preinreich, 1936, p. 317). As decisões judiciais posteriores que envolveram o termo *goodwill* foram sofrendo uma mudança gradativa na sua natureza, partindo da valorização relativa às terras e incluindo, progressivamente, o valor referente à localização do negócio, clientela, marca, continuidade da entidade e tecnologia da informação.

O primeiro trabalho na área contábil acerca do *goodwill* foi elaborado por William Harris, em 1884, e publicado na revista *The Accountant*, intitulado “*Goodwill*”, cuja definição



desenvolvida pelo autor é a que o *goodwill* representa o valor monetário além dos ativos reais (ou líquidos) de uma empresa (Harris, 1884 como citado em Merwe, 1996).

Os trabalhos posteriores ao de Harris davam outros enfoques para o conceito de *goodwill*, vinculando-o à localização (ponto comercial), marca, reputação, fidelidade de clientes, bom relacionamento intra e inter companhias, direitos de uso, dentre outros.

O tratamento contábil do *goodwill* é uma das questões contábeis mais pesquisadas. Ao longo da história, as regras contábeis relacionadas a ele mudaram diversas vezes (Guillaume et al., 2014). Conforme levantamento histórico (Hughes, 1982; Garcia, 2007), o período pré-regulatório foi um divisor de pensamentos acerca do assunto, com muitos pesquisadores a favor do seu abate imediato. No entanto, conforme as normas foram sendo emitidas no início do século XX, o tratamento atual (reconhecimento como ativo) se mantém predominante, ainda que não seja um consenso na Teoria Contábil.

A discussão acerca do *goodwill* é antiga. Sua natureza, as características que o distinguem dos recursos intangíveis separáveis e o seu tratamento contábil estão entre os assuntos mais difíceis e controversos da contabilidade, segundo Catlett e Olson (1968).

Falk e Gordon (1977) destacaram que, apesar de muito ter sido escrito sobre o assunto na época, ainda existem incertezas e desacordos. Hopkins e Ma (1988) referiram-se ao *goodwill* como um exemplo de quebra-cabeça na contabilidade e destacaram que a sua natureza, ao ser mal interpretada, gera inconsistências na mensuração e evidenciação desse componente contábil.

Davis (1992) o descreveu como, provavelmente, o mais intangível dos intangíveis, devido à dificuldade de se determinar exatamente o que ele é. Johnson e Petrone, em 1998, já questionavam sobre seu tratamento contábil, apontando que alguns acreditavam em seu reconhecimento como ativo, enquanto outros discordavam dessa visão.



Giuliani e Brännström (2011), ao dissertarem sobre o tema, afirmaram que, apesar do advento da normatização internacional do *goodwill* (IFRS 3), este ainda parece ser uma "caixa preta" na contabilidade.

2.1.2. Crescimento Paradoxal

O IASB, em seu *Discussion Paper* 2020/1 “*Business Combinations - Disclosures, Goodwill and Impairment*”, apresentou dados que embasam o impacto e a relevância da contabilização do *goodwill*. Em 2019, foram anunciadas combinações de negócios que totalizaram mais de US\$ 4 trilhões. Além disso, o *goodwill* atingiu US\$ 8 trilhões para todas as empresas listadas em todo o mundo, representando cerca de 18% de seu patrimônio líquido e 3% de seus ativos totais (IASB, 2020).

O valor do *goodwill* tem crescido significativamente em todo o mundo. Só nos EUA, ultrapassou a marca de US\$ 6 trilhões em 2020 (vide Figura 1). Para alguns setores da economia, tal como Tecnologia da informação e Serviços de utilidade pública, 38% e 45% das empresas integrantes possuem *goodwill* registrado em suas demonstrações financeiras. Nos ramos de Serviços de pesquisa e consultoria e Corretagem de seguros, ele chega a expressar, respectivamente, 48% e 40% dos ativos totais das empresas (Duff & Phelps, 2021).

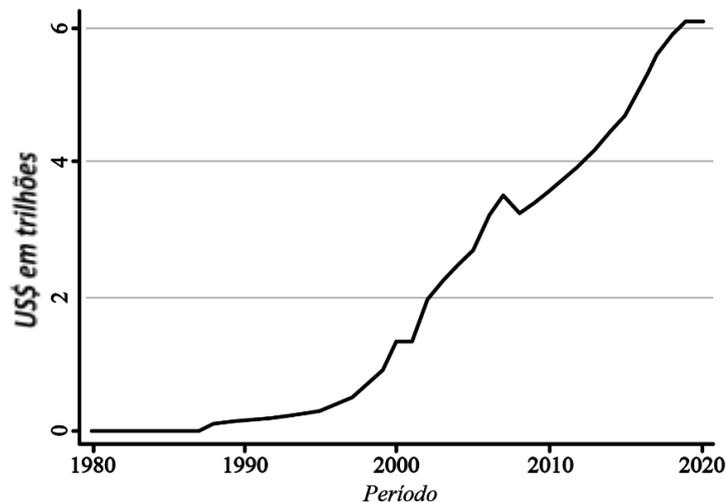
A revista digital *In the Black* noticiou que a empresa de tecnologia Apple adquiriu cerca de 100 empresas nos últimos seis anos - uma aquisição de novos negócios a cada três ou quatro semanas, em média. Dentre elas, destacou-se a aquisição da Beats Electronics pelo valor de US\$ 3 bilhões, com um *goodwill* decorrente desta aquisição de mais de 70% (US\$ 2,2 bilhões). Além desse caso, o *goodwill* também constitui uma parte notável do valor atribuído às aquisições de outras empresas. Quando a Microsoft comprou a plataforma de rede social



LinkedIn, em 2016, por US\$ 27 bilhões, foram alocados para o *goodwill* cerca de US\$ 16 bilhões (Subramanian & Dissanayake, 2021).

Figura 1

Evolução do Valor do Goodwill Registrado nos EUA, de 1980-2020



Fonte: Compustat North America (2021).

O crescimento do *goodwill* deixa dúvidas quanto à sua procedência. Como seu registro advém apenas das combinações de negócios (dado que o *goodwill* gerado internamente não deve ser contabilizado, segundo normatização internacional), esperar-se-ia que o seguimento destas combinações acompanhasse a movimentação ascendente da curva indicada na Figura 1. No entanto, segundo a *Harvard Business Review* (Kenny, 2020), mesmo com gasto significativo de aproximadamente US \$ 2 trilhões em fusões e aquisições todos os anos, estudos apontam que entre 70% e 90% das combinações de negócios falham. Uma análise mais pormenorizada examinou 2.500 negócios resultantes de combinações de negócios e apontou que mais de 60% deles destruíram valor para o acionista (Lewis & McKone, 2016).

Um outro levantamento feito pela KPMG indicou que 83% dos negócios de F&A não aumentou o retorno para os acionistas, o que pode se dever à má gestão de riscos, preços,



estratégias, culturas ou capacidade de gestão (Forbes, 2015). Exemplos de combinações de negócios bilionárias que falharam foram a Pfizer e Allergan (US \$ 152 bilhões), Kraft Heinz e Unilever (US \$ 143 bilhões), Honeywell e United Technologies (US \$ 90 bilhões), Mondelez International e Hershey (US \$ 23 bilhões) e Ant Financial e MoneyGram (US \$ 1,2 bilhão) (TMF Group Experts, 2021).

Na literatura acadêmica, há também evidências empíricas que sugerem, ao menos do ponto de vista de uma empresa adquirente, que as operações das combinações de negócios são, na melhor das hipóteses, situações de equilíbrio e, na pior, fracassos (Brothers et al., 1998). Koi-Akrofi (2016) afirma que as fusões e aquisições são um fenômeno contínuo e uma parte importante da estratégia organizacional corporativa, apesar do conhecimento das altas taxas de fracasso de cerca de 50% a 80%. Bruner (2002) também relatou que cerca de 70% a 80% das fusões e aquisições não criam valor significativo acima do custo de capital anual.

Em tese, o objetivo final da combinação de negócios, para a empresa que sobrevive ou surge da transação, é melhorar a eficácia das operações da empresa combinada e, assim, aumentar seus ganhos (Spacek, 1968). Isso se deve ao fato de uma combinação de negócios ter o potencial de criar mais valor do que cada negócio separado criaria, em especial quando há a presença de um ágio na transação. Contudo, em que pese esse tipo de negociação ser uma ocorrência cada vez mais frequente, as práticas contábeis utilizadas no registro dessas transações muitas vezes podem acabar distorcendo os resultados alcançados (Spacek, 1964).

As combinações de negócios melhoram o desempenho econômico da empresa através de sinergias operacionais, normalmente na forma de economia de escala e escopo, que resultam em custos unitários mais baixos e maiores lucros e eficiência operacional (Bline et al., 2004). Além disso, há outras possibilidades que incluem distribuição de risco, expansão global, busca de poder de mercado, aquisição de novos recursos, tentativas de aliviar a carga de



impostos sobre a renda e patrimônio, necessidades de diversificação ou expansão dos negócios, controvérsias entre acionistas e esforços para fortalecer as administrações ou ampliar os mercados, melhoria do ambiente competitivo e redução da variabilidade dos fluxos de caixa da empresa combinada por meio da diversificação, o que permite créditos a taxas mais baixas do que as empresas individuais, reduzindo o custo médio ponderado de capital (Spacek, 1964; Brouthers et al., 1998; Cole & Vu, 2011).

Hand e Lev (2003) afirmam que a riqueza e o crescimento na economia atual são impulsionados, principalmente, por ativos intangíveis. Segundo os autores, ativos físicos e financeiros estão se tornando rapidamente *commodities* e acabam por render, na melhor das hipóteses, um retorno médio sobre o investimento. Lucros anormais e posições competitivas dominantes são alcançados por intangíveis.

Dessa forma, o aumento exorbitante do valor do *goodwill* é visto como uma incógnita. Seus valores não deveriam acompanhar a movimentação dos índices de sucesso das combinações de negócios, dado que, em tese, um negócio falho corresponderia a uma baixa integral no valor do *goodwill*? Os valores registrados no *goodwill* estão, de fato, associados a expectativas de retornos de mercado maiores ou esse crescimento paradoxal lança luz em possíveis inconsistências no seu tratamento contábil?

2.1.3. Abordagem Predominante na Teoria Contábil

O tratamento contábil do *goodwill* é objeto de estudo e constante evolução. A dificuldade e subjetividade no processo de mensuração deste componente provêm de discussões mais profundas, que abordam desde a sua natureza.

Atualmente, o *goodwill* é definido na normatização internacional como um "um ativo que representa os benefícios econômicos futuros decorrentes de outros ativos adquiridos em



uma combinação de negócios que não são individualmente identificados e reconhecidos separadamente" (IASB, 2018).

O *Financial Accounting Standards Board* (FASB) aborda o conceito de *goodwill* em duas *Statement of Financial Accounting Standards* (SFAS): 141 e 142. A SFAS 141 o define como um ativo que representa os benefícios econômicos futuros decorrentes de outros ativos adquiridos em uma combinação de negócios, não identificados individualmente e reconhecidos separadamente. Já a 142 como o excesso do custo de uma entidade adquirida em relação ao valor líquido dos valores atribuídos aos ativos adquiridos e passivos assumidos (FASB, 2001, 2007).

No tocante à literatura existente sobre o assunto, Sakuma (2014) fez um estudo sobre a conceituação do *goodwill* e utilizou uma abordagem originalmente proposta por Yamauchi (2010), cuja ideia consiste em quatro teorias que conceituam o *goodwill* contábil: **(1)** Teoria dos intangíveis; **(2)** Teoria residual; **(3)** Teoria da sinergia e **(4)** Teoria do superlucro. Essas teorias nada mais são do que agregados de definições com proximidade conceitual.

A teoria dos intangíveis alega que o *goodwill* é a soma de intangíveis não identificados, tais como uma localização favorável, capital intelectual, marca, boa reputação, relação com clientes, fornecedores e credores, dentre outros. Autores como Glautier and Underdown (2001, como citado em Martins et al., 2010), Nelson (1953) e Gynther (1969) partilham desse conceito como predominante em suas literaturas.

A teoria residual define o *goodwill* como o excesso do valor do negócio como um todo sobre as avaliações associadas aos seus ativos líquidos tangíveis e intangíveis. Seu precursor foi John Canning, que, em 1929, referiu-se ao *goodwill* como uma “conta de avaliação”, isto é, o saldo que aparece no balanço patrimonial quando ocorre uma combinação de negócios.



Portanto, naturalmente, se torna um item genérico (Sakuma, 2014). Schultze e Weiler (2010) e Steven et al. (2000) também se referem ao *goodwill* como um valor residual.

Já a teoria da sinergia associa o *goodwill* ao resultado da sinergia de vários bens intangíveis que não podem ser avaliados individualmente. Miller (1973) descreve o *goodwill* como uma coleção de elementos cuja funcionalidade se dá pela integração entre eles (sinergia), assim como são as partes de um motor de um automóvel, que trabalham como um todo devido às relações entre os elementos.

Por fim, a teoria do superlucro teve como precursor Percy Dew Leake, em 1914, e defende a ideia de lucros residuais. Isto é, conceitua o *goodwill* como o valor presente do direito de receber superlucros futuros esperados, sendo o termo “superlucros” referente à quantia pela qual a receita, aumento ou vantagem futura a ser recebida deve exceder toda e qualquer despesa incidental à sua produção. Essa ideia de superlucros divergiu do que era a teoria majoritária na época e apenas apareceu na literatura contábil 30 anos após a primeira publicação sobre o assunto. Paton e Littleton (1940, como citado em Zeff, 2018) também corroboram com a ideia de que o *goodwill* expressa o valor de um poder aquisitivo em excesso, i.e., um pagamento adiantado de parte de lucro que será auferida no futuro.

As teorias citadas acima não são contraditórias entre si e nem com as definições dos órgãos reguladores. De certa forma, elas acabam se sobrepondo, de forma que a maioria das definições atuais sobre o *goodwill* se encaixam em uma ou mais teorias simultaneamente.

Os pontos relevantes que essas teorias (e grande parte dos autores que se enquadram em alguma(s) dela(s)) e as definições dos órgãos reguladores (IASB e FASB) têm em comum referem-se à:



1. Classificação do *goodwill* como um ativo (as normas internacional e americana elencam essa classificação de forma explícita e o entendimento majoritário na Teoria Contábil também adere a esse pensamento);
2. Origem em uma combinação de negócios (o *goodwill* gerado internamente não pode ser reconhecido, mas apenas aquele que resulta de uma combinação de negócios, e.g. aquisição, fusão);
3. Decorrente de outros ativos (ou seja, é fruto da ação ou sinergia dos outros intangíveis que o compõe);
4. Ativos não individualmente identificados nem reconhecidos separadamente (os ativos que são individualmente identificados não devem integrar o *goodwill*, mas devem ser reconhecidos separadamente);
5. Representa benefícios econômicos futuros (retoma à ideia de superlucro e é um dos motivos dos órgãos reguladores enquadrarem o *goodwill* na definição de ativo).

2.1.3.1 Contabilização Posterior

A redução do valor contabilizado do *goodwill* está diretamente vinculada aos seus processos antecedentes de reconhecimento e mensuração. A primeira escolha, que direciona a contabilização posterior, é o reconhecimento do *goodwill* como um ativo ou não, conforme ilustra a tabela 1:



Tabela 1

Formas possíveis de reduções do valor contabilizado dos ativos intangíveis

Reconhecimento como ativo				Sem reconhecimento como ativo		
Com amortização		Sem amortização		Abate imediato		Abate periódico
Com vida útil definida	Sem vida útil definida	Mensuração inicial inalterável	Sujeito ao teste de <i>impairment</i>	A reservas (capital próprio)	A resultados (despesa)	Conforme o <i>goodwill</i> se converte em riqueza real

Fonte: Adaptado de Carvalho *et al.* (2010).

Conforme destacado anteriormente, essa é uma discussão ainda não apaziguada na contabilidade. Em que pese o reconhecimento do *goodwill* como um ativo ser o entendimento adotado pelos órgãos normatizadores e de maior difusão na Teoria da Contabilidade, muitos pesquisadores afirmam o contrário (Canning, 1929; Sands, 1963; Chambers, 1966; Tearney et al., 1973; Slater, 1995; Johnson e Petrone, 1998; Tollington, 1998; Lustosa, 2017; Nobes, 2021).

Quanto à contabilização posterior, as duas mais comuns na literatura e que já foram sugeridas pelo IASB são o teste de *impairment* e a amortização.

2.1.3.1.1. Teste de Impairment

O teste de *impairment*, ou teste de redução ao valor recuperável, é a forma de redução do valor contabilizado no *goodwill* aceita e exigida pelo órgão normatizador internacional (IASB). Ele consiste na avaliação da desigualdade do poder gerador de caixa contabilizado e real, para a verificação de uma possível perda devido à desvalorização do ativo.

O valor recuperável é definido como o maior valor entre o valor justo e o valor em uso. Dessa forma, o teste de *impairment* compara o valor contábil com o valor recuperável (com base nas estimativas dos fluxos de caixa futuros) das unidades geradoras de caixa (UGCs) de



uma empresa. Quando o valor recuperável for menor que o valor contábil, percebe-se uma redução no poder gerador de caixa e, por isso, a entidade deve reconhecer a diferença como uma perda por *impairment*. Seu objetivo é garantir que os ativos de uma empresa sejam contabilizados em valores não superiores do que seus valores recuperáveis (IASB, 2013).

A norma internacional que dispõe sobre o teste de *impairment* é a IAS 36 - *Impairment of Assets* (IASB, 2013). Em conjunto com a IFRS 3 (*Business Combinations*), é compulsório que as empresas que tenham registros no *goodwill* testem as unidades geradoras de caixa às quais ele pertence pelo menos anualmente, mesmo que não haja indicação de perda. Nos EUA, O FASB emitiu, em 2001, o SFAS 142, que passou a exigir, no lugar da amortização, um teste anual de *impairment*. Percebe-se que, após essa mudança normativa, os valores do *goodwill* tiveram um crescimento exponencial, como mostra a Figura 1.

Tendo em vista que o *goodwill* não gera fluxos de caixa de forma isolada e independente, ele é testado quanto às perdas por redução ao valor recuperável dentro das unidades geradoras de caixa para as quais fluem seus benefícios econômicos gerados.

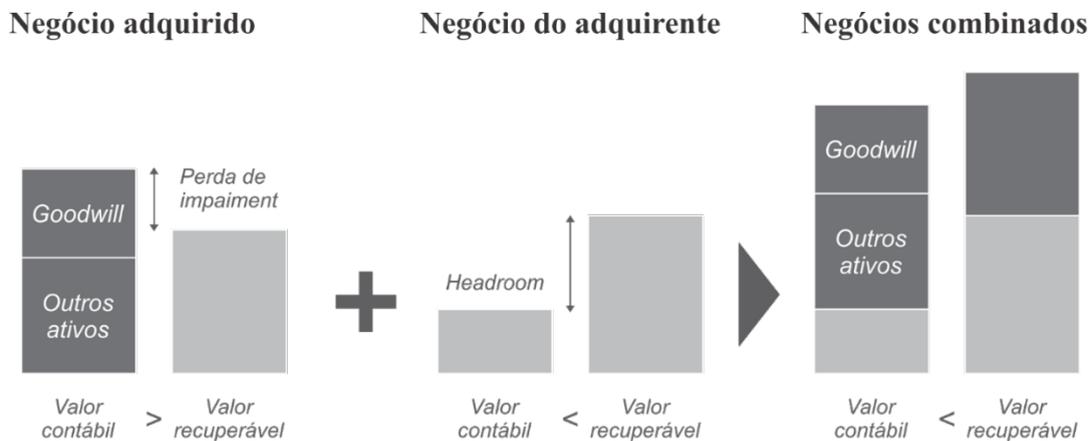
Caso o valor recuperável de uma unidade geradora de caixa (que o *goodwill* integra) exceda seu valor contábil, não é realizado ajuste e nenhuma perda é reconhecida. Todavia, se o valor recuperável for menor do que o valor contábil, a UGC sofre um ajuste com a redução ao valor recuperável e a empresa reconhece a perda por *impairment*. Percebe-se, então, que o *goodwill* não é testado de forma direta, o que pode gerar consequências.

Pelo fato de o teste de *impairment* verificar a recuperabilidade do valor contábil combinado dos ativos dentro de unidades geradoras de caixa - em vez de testar a recuperabilidade do *goodwill* adquirido diretamente, se é que isso seria possível -, pode acontecer a denominada blindagem (*shielding*), cujo efeito incorre no risco de que o valor contábil do *goodwill* esteja superestimado.



A blindagem ocorre quando a margem (*headroom*) da empresa adquirente camufla o *goodwill* contra a perda por *impairment*. Mais detalhadamente, quando o teste de *impairment* é realizado de forma conjunta (negócio adquirido inserido nos negócios do adquirente), a margem produzida pelos negócios do adquirente pode blindar a perda por *impairment* que existiria se o *goodwill* fosse testado separadamente, conforme demonstra a Figura 2:

Figura 2
Demonstração do efeito de shielding



Fonte: Adaptada de IASB (2020).

Ainda que a aquisição tivesse um desempenho inferior às expectativas da gestão, a empresa não reconheceria nenhum prejuízo do *goodwill* adquirido caso tivesse *headroom* suficiente para absorver a redução no valor.

Outro ponto elencado pelo DP/2020/1 a ser observado é que as perdas por redução ao valor recuperável, às vezes, são reconhecidas de forma intempestiva (i.e. muito depois dos eventos que causaram essas perdas), tanto pela citada blindagem, quanto quando as estimativas de fluxo de caixa futuro são muito otimistas. O último ocorre devido às estimativas, tanto do valor em uso quanto do valor justo menos custos de alienação, que estarão sempre sujeitas à



incerteza de mensuração. Dessa forma, os gestores podem ter incentivos para fazer suposições e julgamentos otimistas, de forma a beneficiá-los financeiramente.

O não reconhecimento de uma perda por *impairment* quando uma aquisição não atinge seus objetivos (i.e. não corresponde às expectativas iniciais de geração de benefícios futuros) pode induzir os investidores a terem mais confiança na aquisição do que deveriam. Dessa forma, foi apresentada no DP/2020/1 a visão de algumas partes interessadas de que o teste de *impairment* não é eficaz para responsabilizar a administração pelo *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios. Eles argumentam que uma amortização mais constante representaria uma contabilização e responsabilização mais eficaz da administração, visto que a empresa precisaria gerar lucros para recuperar esse ágio.

Outra questão importante a ser destacada é a pouca frequência do reconhecimento das perdas por redução ao valor recuperável, apesar das evidências de que uma porcentagem significativa das aquisições falha (IASB, 2020).

Segundo Massoud e Raiborn (2003), o teste de *impairment* permite julgamentos por parte da administração, visto que as empresas podem escolher os momentos para reconhecer suas perdas conforme os resultados operacionais. Visto seu potencial de manipulação, os autores acreditam que tal forma de redução do valor do *goodwill* foi uma "declaração de compromisso em que os custos superam os benefícios".

Há também estudos que associam o teste de redução ao valor recuperável à qualidade da informação contábil. Silva et al. (2017) afirmaram que é possível que o teste seja utilizado de forma oportunista, ou até mesmo não utilizado quando deveria, o que reduz a qualidade da informação evidenciada nos relatórios financeiros. Chang e Yen (2015) verificaram que o teste de *impairment*, dada sua subjetividade, proporciona uma oportunidade para o gerenciamento de resultados, em especial *big bath accounting* e a suavização de resultados.



Por outro lado, os defensores do teste de *impairment* como a forma mais adequada de redução do valor contábil do *goodwill* afirmam que esse modelo fornece mais informações úteis do que a amortização, devido à arbitrariedade na determinação da vida útil do ágio (IASB, 2020).

Alguns *stakeholders* consideram a informação fornecida pelo teste de redução ao valor recuperável útil, ainda que tenha majoritariamente valor confirmatório. Isto é, mesmo que a perda por *impairment* frequentemente apresente um atraso nas avaliações de mercado sobre o desempenho de uma aquisição, reconhecê-la confirma as avaliações anteriores dos investidores de que elas ocorreram. E, em alguns casos, o teste de *impairment* pode, inclusive, revelar perdas que os investidores não haviam identificado anteriormente (IASB, 2020).

2.1.3.1.2. Amortização

A opção mais comumente aceita de redução do valor contabilizado do *goodwill*, além do teste de *impairment*, é a amortização. Inclusive, essa era a forma adotada pela norma internacional anterior ao IFRS 3 - *Business Combinations* (IAS 22 - *Business Combinations*), a qual exigia que as empresas amortizassem o *goodwill* ao longo de sua vida útil, em tese não superior a 20 anos.

A amortização consiste em uma redução linear ao longo da vida útil do ativo, a qual pode ser definida ou não. No primeiro caso, a redução no valor contábil se dá de forma a representar, ou ao menos aproximar, a redução no potencial de geração de benefícios econômicos, visto que, ao final da vida útil, o valor contábil estará zerado.

Todavia, o mesmo não ocorre quando a vida útil do bem é indefinida. Neste caso, ela não pode ser estimada, portanto, qualquer taxa utilizada para a amortização seria, de certa forma, arbitrária. Johnson e Tearney (1993) reforçam a ideia de que, quando se trata de



amortização como forma de reduzir o valor do *goodwill*, o período de baixa passa a ser o foco. Tendo em vista que o *goodwill* representa um benefício econômico futuro provável como resultado de uma transação passada, os autores acreditam que ele tem uma vida limitada, embora "impossível de medir".

Quando a amortização ainda era a forma compulsória de redução do valor contabilizado do *goodwill*, Hall (1993) delineou uma pesquisa para averiguar se havia alguma arbitrariedade na escolha dos gestores acerca do prazo para amortizar o *goodwill*. Os resultados obtidos indicaram que tal escolha é afetada pelo tamanho da empresa e pelas restrições dos acordos de dívida. Na mesma linha, outra pesquisa demonstrou que a escolha desse prazo é influenciada pelo fato de que vidas úteis mais curtas podem levar a uma diluição dos ganhos (Henning & Shaw, 2003). Percebe-se, então, a possibilidade de fatores externos influenciarem o período de amortização de forma sobrepujante à tentativa de estimação do período aproximado de geração de benefícios econômicos.

Alguns autores ainda relacionam a amortização à queda da qualidade da informação contábil. Spacek (1968) defende que a amortização para o *goodwill* adquirido deve ocorrer apenas quando houver indícios de existência limitada, dado que o contrário consiste em uma subavaliação do lucro líquido durante o período de amortização. Hendriksen (1965, como citado em Gynther (1969) afirma que a amortização em períodos arbitrários pode levar a uma subavaliação dos ativos nos períodos subsequentes e não induz a uma contabilidade responsável.

2.1.4. Abordagem Alternativa

Em que pese o entendimento do *goodwill* como um "ativo que representa os benefícios econômicos futuros provenientes de outros ativos adquiridos numa combinação de negócios



que não são identificados individualmente e reconhecidos separadamente" (IASB, 2018) seja o entendimento majoritário na Teoria da Contabilidade, inclusive adotado pelos órgãos normatizadores (e.g. IASB e FASB), essa é uma discussão ainda não harmonizada. Muitos pesquisadores possuem pensamentos divergentes (Canning, 1929; Chambers, 1966; L. T. Johnson & Petrone, 1998; Lustosa, 2017; Nobes, 2021; Sands, 1963; Slater, 1995; Tollington, 1998).

Canning, em 1929 (como citado em Bloom, 2013), defendia que o *goodwill*, sob nenhuma circunstância, poderia ser chamado de ativo. Ele alegava que este componente é uma lista de subavaliações desses itens listados como ativos, ou seja, era meramente uma “conta de avaliação” e deveria ser destacado de forma separada nas demonstrações financeiras.

Chambers (1966) e Sands (1963) também argumentaram contra o reconhecimento predominante do *goodwill* na contabilidade como um ativo, com base no fato de que os intangíveis possuem uma mensuração muito imprecisa e, devido a isso, não tem lugar nas demonstrações financeiras.

Slater (1995) defende que o *goodwill* não é, na verdade, um ativo, mas sim uma qualidade ou atributo decorrente de um negócio. É, de certa forma, um entendimento geral que o *goodwill* se trata de uma propriedade valiosa, um atributo resultante de uma interação de outras forças. No entanto, quando examinado de perto, vê-se as dificuldades, em especial pela falta de propriedade (e.g. impossibilidade de transferi-lo).

Johnson e Petrone (1998) defendem que atender às premissas da definição de ativos é uma condição necessária, mas não suficiente para que o *goodwill* seja reconhecido como tal. Além disso, os problemas com seu subsequente reconhecimento e mensuração podem ser grandes o suficiente para impedir esse reconhecimento.



Tollington (1998) afirma que as definições de *goodwill* são meramente operacionais e se referem a um método de medição para encontrar uma “diferença aritmética” resultante da combinação de negócios, e não à natureza, a qual permanece indeterminada.

Hendriksen e Breda (1999), por sua vez, alegam que pouca ou nenhuma evidência foi encontrada para indicar que o *goodwill* fornece informações relevantes para investidores ou credores nas suas tomadas de decisão. Portanto, devido às dificuldades de mensuração, deveria ser omitido nas demonstrações financeiras.

Nobes (2021) questiona se existe uma distinção clara entre ágio gerado internamente e comprado. Afirma, também, que não é algo evidente que o *goodwill* seja um ativo. Em que pese este seja o entendimento presente na sua norma regulamentadora internacional atual (IFRS 3), normas anteriores (e.g. FRS 10, *Goodwill and Intangible Assets, Summary*, parágrafo B) afirmavam que o *goodwill* não é "um ativo como outros ativos".

Percebe-se uma diversidade de autores que exploram essa abordagem alternativa para o *goodwill* (Slater, 1995; L. T. Johnson & Petrone, 1998; Lustosa, 2017), cuja natureza sugerida diverge da proposta pela teoria contábil e normatização internacional atual (i.e. reconhecimento como um ativo). Ao mesmo tempo, não se observam muitos estudos aprofundados no assunto, cujos teores explorem empiricamente sua natureza controversa. Posto isto, será utilizada a abordagem proposta inicialmente por Lustosa (2009) como sustentação teórica desta pesquisa.

Antes de adentrar na abordagem proposta por Lustosa (2009, 2017, 2019, 2020, 2022), vale frisar que ela se origina de uma visão econômica que sobrepuja as técnicas contábeis tradicionais de reconhecimento, mensuração e evidenciação para explorar a natureza econômica do *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida.



2.1.4.1 Contabilidade sob a ótica econômica

Coase (1991), em seu discurso para o *Nobel Prize in Economic Sciences*, expôs sua visão de que, desde a publicação da obra “A riqueza das nações”, de Adam Smith, os economistas têm se concentrado em preencher as lacunas desse trabalho: ampliar a análise ou até mesmo corrigir as eventuais falhas de Smith. Para ele, os economistas não se interessam mais pelos arranjos internos das organizações, mas apenas pelo que acontece no mercado. Contudo, a maioria dos recursos em um sistema econômico é empregada dentro das empresas, sendo a forma como esses recursos são usados dependente das decisões administrativas e não diretamente da operação de um mercado. Nesse sentido, as informações que auxiliam na tomada de decisão organizacional (dentre elas, a contábil) se configuram como um insumo essencial para, em última instância, o sistema econômico.

Ainda que a informação contábil, em tese, deva ser útil para facilitar as decisões dos negócios, o autor destaca que é improvável que qualquer sistema de contabilidade possa produzir continuamente informações que as embasem, visto que os registros contábeis divulgam números relativos a operações passadas, e as decisões de negócios dependem de estimativas do futuro. Posto isto, para que o empresário faça uma escolha dado o conhecimento à sua disposição, o conceito de custo de oportunidade pode ser de considerável ajuda.

Coase (1990) ainda ratifica que a Teoria do sistema contábil faz parte da Teoria da Firma. Em outras palavras, pode-se afirmar que a utilidade da contabilidade, como ferramenta de informação, recebe influências manifestas dos conceitos econômicos (Passos et al., 2016). Nessa linha de pensamento, Thirlby (1981) manifesta o interesse em estimular os economistas a “pensar sobre os procedimentos contábeis à luz da ciência econômica”.

No Brasil, ao buscar mensurar o que ocorre nas atividades operacionais da empresa com viés econômico, Catelli (2001) desenvolveu um Sistema de Gestão Econômica (Gecon),



cujos conceitos visam atender de forma mais completa a necessidade informacional dos gestores. Essa visão mais holística e fundamentada nos resultados econômicos dos produtos/serviços tem raízes na Teoria da Firma.

Lustosa (2017), fundamentado na visão contábil à luz da ciência econômica, preconizada por Coase (1991) e reforçada pelo Gecon (Catelli, 2001), propõe uma abordagem alternativa acerca do *goodwill*. Para entendê-la melhor, é necessária uma contextualização acerca do valor econômico da empresa, segundo o autor formado por dois estados de riqueza que se entrelaçam: Patrimônio Intangível e Patrimônio Físico (Lustosa, 2009), este derivado daquele.

O patrimônio físico refere-se à riqueza da empresa existente no momento presente, alusivo às decisões que já foram implementadas e transações concretizadas. Investimentos, bens móveis e imóveis, estoque, numerários, enfim. Economicamente - segundo Coase (1991), a forma adequada -, o valor desse patrimônio pode ser obtido quando todos os ativos e passivos incorridos são mensurados pelo custo de oportunidade, que é o valor da melhor opção não realizada (Buchanan, 1991). O que temos hoje representado nas demonstrações financeiras como ativo físico não é o economicamente físico, mas o físico contábil. Entre o físico contábil e o econômico existem os erros de mensuração, decorrente das divergências nos processos de reconhecimento e mensuração da contabilidade tradicional, baseada no custo passado das operações.

O patrimônio intangível se refere a ideias e estratégias cujas decisões ainda não foram concretizadas em transações reais e, conseqüentemente, patrimônio físico. Em outras palavras, a riqueza intangível são os futuros ativos físicos, que hoje estão em potência, mas que se convertem (ou não) em tangível com o passar do tempo. O seu valor é obtido pela diferença entre o valor presente dos lucros econômicos futuros esperados e o patrimônio físico. Em que



pese não gere riqueza física por si só, pode ser convertido em tal a depender do sucesso das tomadas de decisões.

Portanto, sob a ótica econômica, o valor da empresa como um todo é o valor presente dos lucros residuais que se espera obter no futuro (Ohlson, 1990). Esse valor representa a riqueza total da empresa, subdividido na riqueza física (ou patrimônio físico, valor presente dos fluxos líquidos de caixa futuros esperados das decisões já implementadas) e na riqueza intangível (ou patrimônio intangível, valor presente dos fluxos líquidos de caixa futuros esperados das decisões a implementar).

Quando mensurado contabilmente, o valor de uma empresa acaba refletindo valores passados, e não expectativas de valores futuros. Contudo, se fosse realizada uma mensuração econômica, em cada troca física dos ativos na empresa - novas vendas, compras, investimentos etc -, resultar-se-iam lucros futuros que ficariam incorporados nos seus respectivos valores econômicos. Um exemplo é a compra de uma máquina de costura. O valor contábil registrado, hipoteticamente, seria o custo dessa máquina, diferentemente do valor econômico (i.e. benefícios que teriam sido recebidos na melhor alternativa desprezada ou lucros futuros esperados decorrentes do uso dessa máquina).

Quando se adquire uma empresa, faz-se um reconhecimento contábil (à *fair value*, que se aproxima da mensuração econômica) de todos os ativos reconhecíveis e, em alguns casos, ainda sobra um resíduo, que é chamado de *goodwill*. Se os lucros (resíduos) futuros esperados já estão incorporados ao valor econômico dos ativos líquidos, o que representa esse resíduo agregado?

O valor econômico (i.e. valor de mercado) da empresa em continuidade, muitas vezes, acaba por exceder o valor justo dos ativos líquidos, de tal forma que, no agregado, observa-se um resíduo. Esse resíduo agregado se deve ao lucro esperado das decisões que ainda serão



implementadas no futuro, relativas às ideias e estratégias inerentes a qualquer negócio que não esteja em liquidação. Isto é, o valor econômico da empresa, cuja *proxy* contábil que mais se aproxima é o valor justo, já incorpora os lucros residuais futuros das decisões que foram implementadas. O intangível refere-se a estratégias, ideias e demais decisões futuras.

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 justo na compra. Esse adicional (*goodwill*) é uma parte dos lucros residuais futuros que a adquirida espera obter com o negócio nas transações (e decisões) futuras, dado que é esperado que tais lucros excedam o valor justo da adquirida.

O valor justo é uma *proxy* razoável, em que pese imperfeita - pelo erro de mensuração -, do valor econômico. Portanto, quando avaliados pelo seu valor justo, cada ativo da adquirida vale economicamente seu custo de aquisição mais o valor presente de seus lucros residuais futuros esperados. O lucro residual proporcionado por esses ativos intangíveis que compõe o *goodwill* da adquirida já está incorporado no valor justo dos ativos líquidos quando é realizada a combinação de negócios, o que significa que representá-lo como um ativo a parte, conforme prescrito pela norma contábil vigente, pode levar a um duplo registro.

O valor contábil, obviamente, não é igual ao valor econômico, por isso acaba não capturando esses resíduos resultantes das trocas físicas dos ativos nas transações (daí resultam também erros de mensuração). Atualmente, a contabilidade reconhece esse resíduo - *goodwill* - como um elemento intangível (ativo) separado dos demais ativos físicos. Contudo, a nova abordagem proposta por Lustosa (2017) sugere que o enxerguemos como uma riqueza intangível (intenções, inovações, estratégias) que serão tangibilizadas à medida que as decisões do futuro vão sendo executadas.

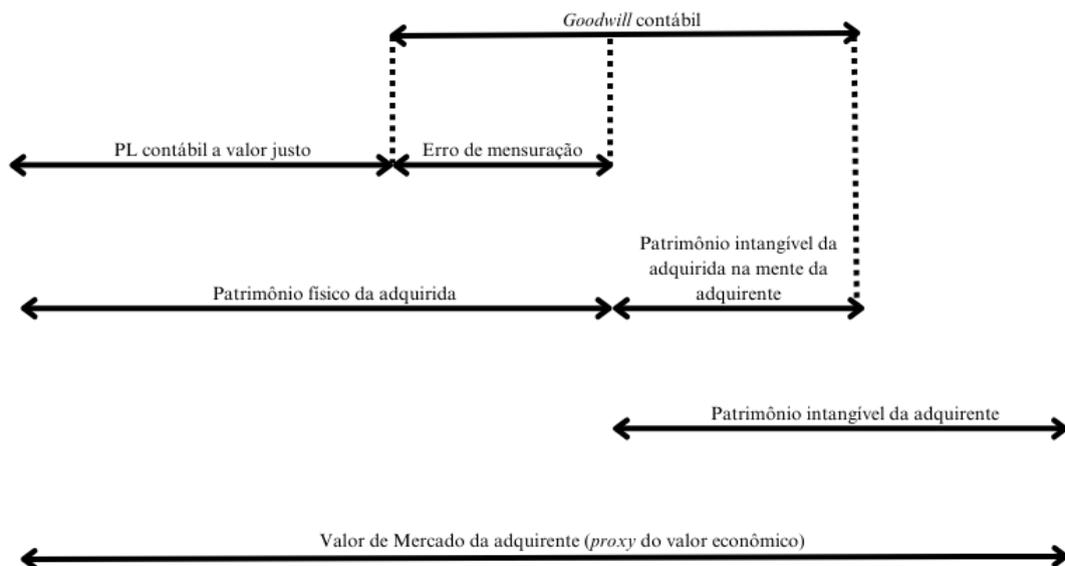


2.1.4.2 *Goodwill* sob a ótica econômica

Nessa linha de raciocínio, Lustosa (2017) propõe que o resíduo, contabilmente denominado de *goodwill*, não está separado nem física e nem economicamente do ativo. Em sua visão, esse resíduo que, no momento da aquisição, sobrepuja o valor dos ativos líquidos (em tese, valor este próximo do econômico, exceto pelo erro de mensuração) é um estado de riqueza intangível que pode se converter para riqueza física à medida que o tempo vai passando e as transações vão se concretizando. Se os ativos físicos fossem reconhecidos economicamente (como é sua natureza), ali dentro já estariam reconhecidos todos os resíduos decorrentes dessas vantagens competitivas (traduzidas nos lucros futuros que se espera obter com esses ativos) e não haveria o problema do erro de mensuração. A imagem abaixo representa a diferença entre os termos atuais/contábeis e os propostos pela abordagem adotada por este trabalho.

Figura 3

Demonstração do valor econômico da empresa



Fonte: Adaptada de Lustosa (2017).



De forma mais detalhada, o termo *goodwill* contábil representa o resíduo excedente do valor justo dos ativos líquidos da empresa. Esse resíduo, exceto pelo erro de mensuração, será denominado nessa nova abordagem de patrimônio intangível, uma riqueza latente e potencial das empresas que será decorrente do sucesso - caso ocorra - das futuras decisões gerenciais.

Já o termo patrimônio físico, diferentemente do patrimônio líquido contábil, engloba o valor presente dos lucros residuais futuros referentes a todas as decisões já implementadas. Ou seja, é uma mensuração para além do custo contábil, pois nela já estão embutidos os resíduos que os ativos podem proporcionar futuramente. Para as empresas que passaram por uma combinação de negócios, o valor dos ativos líquidos (i.e. valor do patrimônio líquido) é enxergado sob a ótica do valor justo, a qual se aproxima do valor econômico do patrimônio físico, apesar de não se igualar. Mas, para as empresas que não experienciaram esse tipo de transação, o valor do patrimônio líquido muito se distancia do valor do patrimônio físico, pois naquele não estão reconhecidos os resíduos futuros, visto que a contabilidade fornece um panorama presente, enquanto a mensuração econômica busca um olhar das empresas voltado ao futuro.

Diferentemente do entendimento predominante na teoria contábil, em que os ativos que compõe o *goodwill* são os responsáveis pelos lucros residuais futuros, Lustosa e Oliveira (2020) especificam que o prêmio pago em uma combinação de negócios não designa "os benefícios econômicos futuros provenientes de ativos [...] não identificados individualmente e reconhecidos separadamente" (IASB, 2018).

Em que pese a geração de benefícios econômicos futuros por ativos físicos (i.e. ativos reconhecidos no balanço patrimonial e pertencentes ao patrimônio físico, independente da sua tangibilidade) esteja intrinsecamente atrelada a uma incerteza decorrente do futuro, certamente o risco dessa incerteza tem uma dimensão maior quando vista sob a ótica dessa nova



abordagem. Na visão dos autores, tal desembolso advém, também, da esperança em lucros residuais relativos a decisões futuras que, por sua vez, serão resultados de trocas físicas. Contudo, no momento da aquisição, esse ágio não produz riqueza física por si só, não há sequer a garantia que ela irá ocorrer. Para que aconteça, deverá haver novas transações no futuro, tais como compras, vendas, produções ou mudanças conjunturais. Ou seja, será necessário sacrificar novamente ativos físicos.

Dessa forma, esse prêmio pago é enxergado como se a adquirente renunciasse uma parte desse lucro residual futuro, devido à expectativa de um retorno ainda maior do que o prêmio, mas com a consciência de que não há a geração de benefícios (i.e. ativos) automaticamente atrelada a este prêmio, dado que a adquirente terá que desembolsar novos ativos em futuras trocas e transações para sua concretização.

O que difere da conceituação atual de *goodwill* contábil, além do reconhecimento como ativo, é vincular o prêmio à geração de benefícios pelos ativos não individualmente reconhecidos, e não a uma riqueza potencial. Os ativos físicos, independente da tangibilidade, possuem a possibilidade de serem alinhados para que as empresas recuperem um possível prejuízo com sua aquisição. Já o *goodwill*, em que pese ser classificado contabilmente como ativo, não traz consigo essa possibilidade. Esse fato explica o "risco aumentado" sob a ótica da nova abordagem, a qual caracteriza esse componente como uma renúncia, e não um ativo.

Lustosa e Oliveira (2020) acreditam, portanto, que os elementos intangíveis que fazem parte do *goodwill* contábil (ativos não individualmente identificados e reconhecidos separadamente) não são, de fato, ativos separados. O *goodwill*, como um todo, é a mais valia que, na troca, faz com que o valor do ativo recebido seja economicamente melhor que do que o ativo sacrificado para obtê-lo. Representa as vantagens competitivas esperadas da empresa adquirida, as quais “se expressam na eficiência das transações de troca de ativos. O lucro



residual surge, portanto, em cada decisão de compra, venda, manufatura, passagem do tempo e mudança de ambiente” (Lustosa & Oliveira, 2020, p. 11).

Oliveira et al. (2021) propõe que as riquezas (i.e. patrimônios) físicas e intangíveis estão entrelaçadas (*entanglement*). Isto é, não podem ser analisadas separadamente. As decisões gerenciais futuras a serem implementadas (riqueza intangível) afetam o que ocorre no momento presente assim como o que acontece no presente (decisões gerenciais implementadas) afeta a riqueza futura. Por esse motivo, não há coerência que o valor do *goodwill* permaneça por muito tempo nos demonstrativos financeiros, dado que a concretização do patrimônio físico depende de sua conversão (ou seja, a materialização de ideias e estratégias em decisões implementadas) ou simplesmente dissipação.

Ainda referente ao *entanglement* (i.e. emaranhamento entre os patrimônios físico e intangível), Lustosa e Oliveira (2022) sugerem que tal emaranhado forma o valor econômico da empresa. Os intangíveis não existem nem física nem economicamente separados dos ativos físicos, mas estão dentro deles. E isso é evidenciado na mensuração econômica, cujo valor dos ativos físicos já engloba os lucros residuais futuros afetos ao patrimônio intangível, referente às decisões implementadas.

Essa conversão dita a criação ou destruição de riqueza nas empresas. Como exemplo, os autores citam o artista Leonardo da Vinci, cujo "patrimônio intangível" teria nenhum (ou pouco) valor se suas ideias não tivessem se tornado capital físico na forma da obra de arte Mona Lisa. Contudo, o que acontece na mensuração contábil é tratar o intangível como se fosse um ativo "à parte", separado do patrimônio físico e gerador de benefícios econômicos futuros independentemente dessa conversão e de quanto tempo fique registrado nas demonstrações financeiras, razão pela qual surgem as inconsistências na natureza deste componente.



Essa característica do emaranhamento é observada também, em que pese em outras palavras, em Crouzet et al (2022). Os autores, ao caracterizarem os intangíveis, destacam duas propriedades marcantes: a exclusividade limitada e a não-rivalidade. A primeira se deve à dificuldade de se estabelecer e aplicar direitos de propriedade a um intangível. Ao contrário de um capital físico, um intangível pode ser facilmente copiado, imitado ou simplesmente transferido. Como exemplo, pode ser citado o capital intelectual. A empresa não possui a propriedade exclusiva desse intangível, pois pode não mais possuí-lo a depender das decisões de quem "o detém". Assim, deve-se ter muita cautela ao mensurar esse intangível como um ativo gerador de lucros residuais futuros, pois em qualquer instante esse intangível pode não mais pertencer à empresa (e.g. saída de um empregado). A exclusividade limitada torna difícil estabelecer um intangível como um ativo com direitos de propriedade.

A segunda propriedade deriva do fato de os intangíveis poderem ser usados simultaneamente na produção em diferentes locais e processos, o que implica algum grau de não rivalidade no seu uso. Por exemplo, se uma máquina é usada em um contexto de produção, ela não pode/consegue estar em outro contexto de produção. Ou seja, é exclusiva daquele contexto. Já o intangível (e.g. uma marca) pode estar em todos os contextos de produção (e.g. compra, venda e produção). É como permeasse todos os processos, o que se assemelha à ideia de emaranhamento, em que os intangíveis estão emaranhados e não existem sem o físico. Quando se mensura esse físico, o intangível está "por trás" (emaranhado), gerando os resíduos.

A ideia de conversão à medida que o patrimônio intangível se transforma em físico foi aprofundada por Pereira e Lustosa (2018). Os autores, ao analisarem a recuperação do *goodwill* adquirido em uma combinação de negócios específica (Hypera S.A.), verificaram que este foi recuperado em um prazo de dois anos, mas continuou registrado no balanço da adquirente.



Esse estudo ratifica a ideia de que o *goodwill* representa um estado de riqueza que se converte em patrimônio físico. Tal valor também pode ser enxergado sob a ótica de uma renúncia feita pela adquirente (parcial ou total, a depender do desempenho da empresa), dado que "diminui" o futuro lucro residual, caso ele se concretize. Registrá-lo como um ativo na sua aquisição, além de ser foco de divergência na contabilidade até os dias atuais, pode inflar o seu valor e desencadear, dentre outros, em uma informação contábil irrelevante e não fidedigna. Ademais, mantê-lo no balanço após sua recuperação pode desencadear no risco de se reconhecer um *goodwill* interno, o que é proibido atualmente e geraria problemas na característica qualitativa da comparabilidade da informação.

2.2. Hipóteses

Ao se verificar: (1) o crescimento inversamente proporcional entre o *goodwill* e as combinações de negócios bem-sucedidas, (2) a magnitude que os intangíveis vêm tomando na economia global e (3) a falta de consenso quanto a natureza e tratamento contábil desses elementos; surge o questionamento acerca da procedência do aumento desses componentes. Há, de fato, uma relação entre empresas que possuem *goodwill* e maiores retornos de mercado ou tal aumento se deve a inconsistências no tratamento contábil deste componente?

Higson (1998) constatou que, em meados da década de 1980, a principal causa do crescimento do *goodwill* foi o forte aumento, em toda a economia, do valor de mercado das empresas em relação ao valor contábil de seus ativos. Contudo, pesquisas mais recentes demonstram empiricamente saldos do *goodwill* inflacionados e reduções intempestivas. Isto é, com a subjetividade da redução atual através da redução por valor recuperável, Li e Sloan (2017) afirmam que alguns gestores acabam por atrasar as devidas reduções nos valores contábeis do *goodwill*, superestimando temporariamente os lucros e os preços das ações.



Hayn e Hughes (2006), ao examinar se as divulgações financeiras sobre entidades adquiridas, permitem que os investidores prevejam efetivamente a deterioração do *goodwill*, afirmam que não são fornecidas aos usuários das demonstrações financeiras informações para prever adequadamente futuras baixas no *goodwill*. Empiricamente, verificaram que as efetivas baixas no *goodwill* estão atrasadas em relação ao “*impairment* econômico” (deterioração econômica do ágio) em uma média de três a quatro anos. Para um terço das empresas examinadas, o atraso nas baixas se estendeu por até dez anos. Segundo os autores, deve-se alertar quanto a tais achados, dado que, na ausência de reconhecimentos apropriados de redução do valor do *goodwill*, seu saldo se acumulará no balanço patrimonial indefinidamente e poderá alcançar valores irreais. Yuan et al. (2020) reitera que a redução oportuna e tempestiva do *goodwill* para combinações de negócios que falharam leva a uma redução do risco futuro de queda no preço das ações.

Ao observar os valores e, conseqüentemente, a magnitude crescente do *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida na economia global, percebe-se a necessidade de um olhar indagatório para estes componentes. Para testar a possibilidade de ser verdadeira a visão alternativa de que o *goodwill* não deve ser visto como um pagamento por ativos intangíveis não individualmente identificados, mas sim como um estado de riqueza capaz de se transformar em patrimônio físico e, a partir daí, se concretizar como uma riqueza real; esta pesquisa apresenta três hipóteses a serem testadas empiricamente. Além da análise empírica, é proporcionada uma reflexão teórica não apenas sobre o assunto *per si*, mas sobre a abertura a mudanças conceituais enraizadas na contabilidade, através da Teoria Crítica.



2.2.1. Hipótese 1

Após as explanações acima e considerando que o registro do *goodwill*, segundo a teoria contábil, equivale ao pagamento de ativos intangíveis não individualmente reconhecidos geradores de lucros residuais futuros *per si*, à primeira vista esperar-se-ia um desempenho agregado (retorno de mercado) maior na média para as empresas que possuem esse componente (Hand & Lev, 2003).

Contudo, a teoria alternativa defendida nesta pesquisa propõe um novo olhar para esse ágio adquirido nas combinações de negócios. Em uma avaliação a valor justo (*proxy* - imperfeita - do valor econômico, devido ao erro de mensuração), os ativos intangíveis não individualmente reconhecidos e propulsionadores de resíduos relativos às decisões implementadas já estão avaliados dentro do valor dos ativos físicos (isto é, ativos integrantes do patrimônio físico).

Ainda assim, quando há um resíduo além desse valor justo, este não representa ativos intangíveis não individualmente reconhecidos, mas sim um patrimônio intangível que equivale aos futuros resíduos esperados nas novas transações decorrentes de decisões que ainda não foram implementadas e podem (ou não) resultar em riqueza física; mas que, neste momento, representam apenas uma riqueza potencial intangível associada a ideias e estratégias para o futuro.

Dessa forma, ao pagar por isso, a empresa estará renunciando parte dessa riqueza futura esperada. A grande diferença dessa teoria alternativa para a tradicional é a visão lançada sobre esse ágio que atualmente é denominado *goodwill* contábil. Enquanto a visão *mainstream* defende que as empresas adquirentes arcam com um pagamento pelos ativos intangíveis (que não puderam ser individualmente identificados) geradores de riquezas futuras por si só, a visão alternativa lança um olhar de antecipação de uma riqueza potencial que, com as decisões



futuras implementadas e as transações em conjunto com o patrimônio físico, poderão gerar futuros resíduos. Essa antecipação pode ser vista como uma renúncia (parcial ou total, a depender do desempenho da empresa), dado que "diminui" o futuro lucro residual, caso ele se concretize.

Um exemplo prático é o caso em que uma empresa adquirente arcou com um ágio de \$100. Com as transações da empresa em continuidade, teve um lucro residual de \$200. Esse resíduo representa um lucro econômico de \$100, dado que ela renunciou aos \$100 iniciais pela sua expectativa que o patrimônio intangível adquirido se convertesse em patrimônio físico e gerasse um retorno maior que o ágio. Ainda nesse caso, o resíduo poderia ser igual ou até mesmo menor que o valor pago, o que reforça a classificação desse intangível como uma riqueza potencial.

Destaca-se que, para a geração desse lucro residual, a empresa teve que arcar com novas transações. Isto é, o patrimônio físico, impulsionado pelo intangível a ele emaranhado, passou por novas transações (e.g. compra, venda, produção), que geraram um resíduo econômico. Diferentemente do que defende a teoria contábil atual, tais resíduos não são gerados de forma isolada e automática pelos ativos não individualmente identificados, mas sim pela sinergia entre os patrimônios que, juntos, são capazes de converter a riqueza intangível potencial em riqueza física.

Destarte, ao considerar essa visão alternativa de renúncia dos possíveis lucros residuais futuros, questiona-se se o *goodwill* das empresas que passaram por uma combinação de negócios é, de fato, um indicativo de retornos de mercado, em média, maiores. Tal questionamento, de encontro com a teoria tradicional na contabilidade, embasa o enunciado da hipótese 1:



H₁: O retorno agregado de mercado das empresas que não têm *goodwill* registrado é superior ao retorno agregado de mercado das empresas que o têm.

Ainda que pareça contraditório à primeira vista, há um aumento nos estudos que demonstram uma permanência do *goodwill* nas demonstrações contábeis além do tempo que este é capaz de se converter em riqueza física, o que resulta em valores inflados e consequente reconhecimento involuntário do *goodwill* gerado internamente (Hayn & Hughes, 2006; Jarva, 2009; Li & Sloan, 2017; Pereira & Lustosa, 2018; Burke, 2019; Lustosa & Oliveira, 2020).

Espera-se que a hipótese 1 (H₁) não seja rejeitada, posto que as empresas que efetuaram uma combinação de negócios e registraram *goodwill* não dispõem de ativos intangíveis não individualizáveis, mas de uma renúncia devido à potencial riqueza física, cuja transformação (não garantida com o pagamento do ágio) necessitará de trocas físicas suplementares. Posto isto, pode-se afirmar que tais empresas arcaram com uma renúncia parcial nos lucros residuais futuros, e não custearam um ativo gerador de riqueza por si só - o qual pode vir a existir, fruto de transações físicas adicionais, futuramente.

Assim, além da interpretação convencional de que a maior parte das combinações de negócios não resultam em uma concretização dos lucros residuais futuros esperados, como mostram pesquisas acadêmicas e de mercado (Brouthers et al., 1998; Bruner, 2002; Forbes, 2015; Kenny, 2020; Koi-Akrofi, 2016; Lewis & McKone, 2016), uma interpretação adicional e a proposta por este estudo é a de que este ágio representa uma renúncia por parte da adquirente. Portanto, espera-se que essas empresas tenham um retorno de mercado menor (na média) do que as que não têm *goodwill*.



2.2.2. Hipótese 2

Ainda no raciocínio proposto pela visão alternativa de que o valor econômico de uma empresa é composto pelos seus patrimônios - físico e intangível (Lustosa, 2009) -, deseja-se, com a hipótese 2, averiguar como se dá a conversão do patrimônio intangível em patrimônio físico, assumindo que aquele representa intenções e estratégias ainda não implementados. Em outras palavras, busca-se, com essa hipótese, verificar se há algum indicativo do comportamento dos patrimônios físico e intangível (e.g. renovação do intangível, conversão deste em físico ou até mesmo destruição de valor). Contudo, como não é possível prever qual das forças será predominante, a hipótese será formulada sob a forma nula, como anunciado abaixo:

H₂: A variação do patrimônio intangível é estatisticamente igual à variação do patrimônio físico no agregado das empresas.

Entende-se que o patrimônio intangível equivale aos futuros resíduos esperados nas novas transações decorrentes de decisões que ainda não foram implementadas e podem (ou não) resultar em riqueza física, mas que, neste momento, representam apenas uma riqueza potencial intangível associada a ideias e estratégias para o futuro. Caso as decisões sejam concretizadas e bem-sucedidas, seu movimento consiste na conversão em patrimônio físico. Contudo, pode também ser renovado (e.g. ideias modificadas devido a uma mudança conjuntural) ou até mesmo destruído, a depender das circunstâncias vivenciadas pela empresa.

No entanto, por hora não se sabe o detalhamento estatístico desses patrimônios (e.g. se haverá conversão do patrimônio intangível em físico com concomitante renovação, se eles caminharão em direções opostas ou alguma outra situação), de tal forma que, na média,



conjecturou-se, sob a forma de hipótese nula, que não há associação significativa entre as variações dos patrimônios físico e intangível (i.e. as variações desses patrimônios não apresentam diferença estatística). Espera-se, então, que essa hipótese não seja rejeitada e que, no agregado, não haja alguma predominância nessas forças de conversão e renovação dos patrimônios componentes do valor econômico da empresa, de forma que elas se anulem.

2.2.3. *Hipótese 3*

É analisada, nesta hipótese, a dinâmica de conversão e renovação da riqueza intangível em tangível setorialmente. Espera-se que setores mais inovadores e com maior perspectiva futura tenham uma renovação superior do seu patrimônio intangível (i.e. coeficiente positivo e com magnitude maior atrelado a essa variável nesses setores), conforme anunciado na hipótese 3:

H₃: A taxa de renovação do patrimônio intangível em patrimônio físico é maior (menor) para setores mais (menos) inovadores e com maiores (menores) perspectivas futuras.

Sabe-se que o patrimônio intangível se refere a ideias, estratégias e decisões a implementar, o que acaba sendo vinculado à característica da inovação. Dessa forma, caso o coeficiente de variação do patrimônio intangível seja um valor positivo, isso pode significar que a empresa está renovando seu estoque de riqueza intangível mais rapidamente do que está ocorrendo a conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico.

Em outras palavras, a dinâmica de renovação da riqueza intangível de empresas mais inovadoras e com maiores perspectivas futuras é mais rápida do que a sua conversão em riqueza tangível, motivo pelo qual seus parâmetros são positivos (i.e. seus valores nos períodos



seguintes aumentam em uma proporção maior do que se transformam). Esse fato acaba por reforçar a relevância do patrimônio intangível e da sua conversão e integração com o patrimônio físico no valor econômico da empresa.

Se for constatado que (1) a média do retorno agregado das empresas sem *goodwill* registrado é maior; (2) a variação do patrimônio intangível é estatisticamente igual à variação do patrimônio físico no agregado das empresas e (3) a taxa de renovação do patrimônio intangível é maior para setores mais inovadores; pode-se afirmar que surge uma série de especulações na linha da nova abordagem defendida neste trabalho para futuras pesquisas, debates na academia e até mesmo mudanças conceituais que representariam um desafio; dado que a natureza, reconhecimento, mensuração e evidenciação posterior do *goodwill* e outros intangíveis com vida útil indefinida estão enraizados na contabilidade.

2.3. Teoria Crítica

Quando se buscam soluções para problemas contábeis sem antes chegar a um acordo sobre as premissas e conceitos a serem usados como diretrizes, os resultados acabam por representar medidas temporárias e isoladas que não atenderão às reais necessidades (Spacek, 1968).

Chua (2011) destaca que, em que pese grande parte da pesquisa em contabilidade seja conduzida dentro de uma abordagem positivista, certos assuntos não apagam a presença de visões de mundo alternativas. Para a autora, diferentes perspectivas desafiam premissas e visões de mundo estabelecidas, e da diferença vem a inovação.

Segundo Lo (2012), desde a crise financeira global de 2008 e a consequente instabilidade financeira, a academia tem estimulado uma inserção na pesquisa de novos



paradigmas, em particular, que reconheçam os limites dos modelos e vão além da teoria para a prática.

A Teoria Crítica, vista por muitos autores como uma perspectiva teórica, teve origem na Europa, no início da década de 20. A ideia defendida na promoção dessa perspectiva crítica é a promoção de uma sociedade melhor, onde prevalecem arranjos sociais que atendem às demandas da massa, e não de grupos dominantes (Roslender, 2018).

Habermas (1987) contribuiu com o desenvolvimento dessa perspectiva crítica ao explorar como a capacidade de transformação da sociedade estava restringida pela distorção da interação e confundida pelas estruturas sociais, através do relacionamento entre conhecimento e interesses humanos. Nesse cenário, apontava a ciência social crítica como um caminho a fornecer uma comunicação democrática e interação necessária para promover a emancipação e construir novos arranjos sociais, visando interesses das massas, através do conhecimento que visa desafiar um *status quo* corrente e traçar um caminho alternativo (que represente melhoria).

Emergida no cenário contábil na década de 70, a Teoria Crítica introduz um novo modo de ver a pesquisa e é inovadora ao mudar a maneira na qual a contabilidade convencionalmente privilegiou certos métodos e técnicas de pesquisa, em especial ligados ao positivismo. Nesse sentido, nega que a ciência objetiva confirmar/validar conhecimentos preexistentes. Isto é, se opõe à postura convencional (ou *mainstream*) de privilegiar conhecimentos técnicos.

Essa perspectiva concebe a contabilidade com um viés prático, e não apenas um instrumental técnico. Reconfigura sua visão para uma instituição socialmente responsável, que se preocupa com a organização da atividade humana, de forma a refletir a sociedade em que ela é instituída (Roslender, 2018).

Para Laughlin (1987), a teoria crítica possui três características importantes, quais sejam: **(1)** Ligação entre a teoria e a prática; **(2)** Necessidade de promover uma transformação,



e (3) Ir além do que é dado ou é visível. Ainda segundo o autor, para compreender e mudar a contabilidade no contexto organizacional, são perpassados três estágios. O primeiro é o reconhecimento do problema. O segundo, o processo de discussão com os pesquisados para ter a certeza de que as duas partes têm o entendimento do assunto. E o terceiro representa o processo da escolha da estratégia que vai incitar a mudança, o desenvolvimento e relação entre o sistema de contabilidade e o contexto social.

As discussões de assuntos em que o entendimento está enraizado (i.e. normatizado e com uma visão predominante na Teoria Contábil) é um processo que exige uma desconstrução paradigmática. A teoria crítica é um veículo por meio do qual a compreensão sobre a realidade pode ser alcançada e a transformação de instituições concretas ocorre. A compreensão deve estar sempre relacionada às preocupações com a transformação desejada, uma vez que o entendimento presente, por mais enraizado que esteja, ainda é objeto de discussões e evidências que comprovam uma necessidade de esclarecimentos (como valores aparentemente inflados nas demonstrações contábeis das empresas), isto é, não é satisfatório. Aspectos metodológicos da teoria crítica podem criar esse aprimoramento, que marca esse pensamento como essencialmente "crítico" (Laughlin, 1987).

Fay (1987, como citado em Dillard, 1991) também conceitua a perspectiva crítica com os chamados "3Es": *enlightenment, empowerment and emancipation* (iluminação, fortalecimento e emancipação). Para o autor, ao indivíduo que adota a perspectiva da teoria crítica, é inicialmente necessário se engajar em um processo de compreensão do que passa por conhecimento cotidiano ou de senso comum (*status quo*) por meio de um processo de autorreflexão crítica, informado por um estoque de percepções alternativas derivadas da tradição da teoria. Este processo de iluminação tem a consequência de capacitar o indivíduo, no sentido de equipá-lo com uma compreensão mais reflexiva de "o que pode ser", bem como



"o que é". Já a emancipação envolve uma ação transformadora, na tentativa de contribuir para a construção de melhorias.

Dessa forma, pode-se perceber que a pesquisa crítica possui um viés prático, ou seja, utilidade acima da abordagem teórica que fornece. O entendimento majoritário acerca do *goodwill* na Teoria Contábil, embora valioso guia na escolha do tratamento contábil adequado, não resolve os problemas de avaliação e mensuração, bem como não propõe soluções de aceitação geral. Dessa forma, a Teoria Crítica se apresenta como uma abordagem científica que se ocupa, preferencialmente, da descrição e não da prescrição de assuntos, soluções e temas, além de alcançar a conjugação teoria e práxis (Iudícibus et al., 2011).

A pesquisa crítica na contabilidade desafia a maneira pela qual a contabilidade tem convencionalmente privilegiado as questões técnicas e o conhecimento sobre aqueles que demonstram que a contabilidade não é realizada em um vácuo social, em consequência do qual grande parte dela pode ser contestável (Roslender, 2018). Ao contrário, a contabilidade deve ser vista como prática, isto é, conjunto de significados atribuídos e interpretados pelos indivíduos que interagem entre si. A cada interação, há uma potencial ressignificação desses significados, que se sedimentam e, portanto, se institucionalizam, reforçando a visão de práxis.

Gendron (2018) defende que, se a realidade social é socialmente construída, ela pode ser desconstruída. Nesse sentido, atribui importância ao viés prático da contabilidade, inserido na pesquisa crítica emancipatória por meio de manifestações públicas, aulas nas faculdades, artigos ou até mesmo um simples pensamento crítico.

Em outras palavras, a teoria crítica busca fornecer uma forma de conhecimento que desafie os arranjos sociais prevalecentes, ou seja, um conhecimento alternativo. Mais do que isso, no entanto, o conhecimento resultante servirá como uma entrada para um processo de reflexão acerca dos arranjos sociais vigentes e como isso pode ser alterado (i.e. melhorado).



A possibilidade de valores inflados registrados no *goodwill*, resultante de uma contabilização inicial ou posterior inadequada, pode levar a consequências na contabilidade, que vão desde a redução na utilidade da informação contábil (Amir et al., 2003; Gu & Lev, 2011) à possibilidade de gerenciamentos de resultados (Chang & Yen, 2015; Massoud & Raiborn, 2003). Damodaran (2009) ainda destaca que a falha em registrar adequadamente os valores contábeis dos ativos intangíveis faz com que medidas como retorno sobre o patrimônio líquido e capital, amplamente utilizadas, não sejam confiáveis.

Essa problemática se potencializa quando é levada em consideração a dificuldade da inserção de ideias contraditórias à abordagem predominante na Teoria Contábil. Isto é, abordagens alternativas acabam por ficar marginalizadas, tendo em vista que a concepção dominante atualmente acerca do *goodwill*, além de estar consoante com a normatização internacional, ocupa posição de destaque na literatura contábil *mainstream*.

Tendo em vista o exposto no referencial teórico, tanto relacionado à contabilização do *goodwill* quanto aos índices paradoxais das combinações de negócios, percebe-se uma necessidade de alinhamento com os fundamentos da perspectiva crítica para que seja possível considerar mudanças em visões há tanto tempo enraizadas na Teoria Contábil. Isto é, não apenas trabalhar em cima das hipóteses previstas na pesquisa, mas utilizá-las como ferramenta para promover a autoconsciência acerca desse assunto contraditório, por meio de um processo de interação e reflexão, com vistas a incitar uma abertura a mudanças conceituais, caso necessário.



3. Metodologia

3.1. Classificação da Pesquisa

As escolhas metodológicas não são apenas escolhas de método ou técnica estatística, mas também escolhas de comunidades e influências com as quais se deseja envolver (Chua, 2011). Giddens (1984, como citado em Chua, 1988) afirma que não se deve estudar os significados empíricos isoladamente. Tais significados são vistos como fundamentados em esquemas interpretativos, modalidade por meio da qual os sistemas de significação operam em conjunto com os sistemas de dominação e legitimação.

Burrell e Morgan (1979), ao dissertarem sobre os paradigmas em que a teoria social pode ser concebida em termos de natureza da ciência e da sociedade, afirmam que o crescimento do conhecimento, conforme a visão positivista, é um processo cumulativo, no qual novos *insights* são adicionados ao estoque de conhecimento existente e falsas hipóteses eliminadas. No que tange à natureza da ciência, o funcionalismo apresenta-se como conservador e enfatiza a natureza essencialmente objetiva do mundo social.

Já a epistemologia anti-positivista se posiciona contra a busca por leis ou regularidades subjacentes no mundo dos assuntos sociais. Segundo essa visão, o mundo social é essencialmente relativista e sua compreensão parte do ponto de vista dos indivíduos diretamente envolvidos nas atividades a serem estudadas (Burrell & Morgan, 1979).

Quanto à natureza da sociedade, enquanto a visão *mainstream* das pesquisas em ciências sociais (*i.e.* teorias funcionais) são baseadas na ordem social ou estabilidade, em que o foco está na manutenção dos padrões do sistema como um todo e na explicação do *status quo*, as visões alternativas procuram explicar a mudança estrutural arraigada na sociedade, em oposição à mudança superficial. Nesse sentido, ideias, valores e normas compartilhados



existentes, ao mesmo tempo que podem ser vistos como instituições que devem ser preservadas, por outro lado podem ser o produto do uso de alguma forma de força coercitiva e representar um modo de dominação do qual, muitas vezes, o homem precisa ser libertado.

Nesse sentido, Burrell e Morgan (1979), ao organizarem de forma didática os paradigmas da pesquisa social, fazem essa distinção entre a predominância da regulação *versus* mudança radical. Segundo os autores, Marx foi quem iniciou a discussão relacionada ao papel dos conflitos, força motriz por trás da mudança social.

No cenário de mudança radical, a teoria crítica se posiciona no chamado paradigma Humanista Radical, cuja principal preocupação é com a liberação das restrições que existem nos arranjos sociais existentes em relação ao desenvolvimento humano, isto é, projetada para fornecer uma crítica ao *status quo*. Ainda nos paradigmas radicais, encontra-se o Estruturalismo Radical. Enquanto o humanismo forja sua perspectiva focando a consciência, o estruturalismo se concentra nas relações estruturais dentro de um mundo social real, com ênfase no fato de que a mudança radical se constrói na verdadeira natureza e estrutura da sociedade contemporânea. Chua (1986), segue uma linha semelhante e identifica grupos de suposições sobre ontologia e epistemologia na pesquisa contábil que são descritos como paradigmas convencionais, interpretativos e radicais, estando a teoria crítica localizada no último.

Segundo Burrell e Morgan (1979), a teoria crítica desenvolveu-se em reação à tradição da pesquisa social em geral e possui críticas à ciência positivista, aos modos de racionalidade, à tecnologia, ao sistema legal, à unidade familiar, aos padrões de burocracia, à linguagem, dentre outros. Percebe-se, então, que a teoria crítica abarca uma postura polimática, isto é, dirigida a conhecimentos diversos, desde que possua objetivos emancipatórios.



No que tange à contabilidade e pesquisa crítica, Young (2018) faz uma reflexão acerca de como a contabilidade não deve ser encarada como uma técnica voltada a espelhar realidades econômicas externas. Os números contábeis usualmente são interpretados como fatos, comparados entre entidades e / ou períodos de tempo e usados para justificar decisões. A perspectiva crítica na contabilidade, por sua vez, afirma que a realidade não pode servir como o árbitro final para a escolhas e métodos contábeis, mas deve considerar inclusive caminhos não percorridos, como por exemplo contas e estruturas de relatórios alternativas. Em vez de compartilhar uma base teórica ou metodológica unificada, essa modalidade de pesquisa acaba por questionar o *status quo* das técnicas atualmente utilizadas.

Nesse mesmo sentido, Boyce e Greer (2013) afirmam que pesquisadores devem ser encorajados a desafiar ideologias prevalecente e a imaginar modelos de contabilidade alternativos (além dos arranjos econômicos e institucionais atuais e teorias dominantes). Hopwood (2007) ratifica que se deve ter cuidado a inflexibilidade em relação às fronteiras da contabilidade e da pesquisa contábil.

Em um estudo direcionado a responder à pergunta “O que é pesquisa crítica na contabilidade?”, Gendron (2018) defende que esse tipo de pesquisa surge com o papel de emancipar o indivíduo, de forma que ele se liberte de discursos influentes que tendem a restringir a capacidade de refletir. Isso faz com que haja uma contribuição efetiva, ao invés de apenas criticar as lacunas existentes na literatura acadêmica. Por proporcionar uma diversidade epistemológica, permite certa flexibilidade nas delimitações da pesquisa, as quais variam no tempo/espço e se esforçam para acolher diversificadas formas de conhecimento.

O autor, com o intuito de fornecer diretrizes para a elaboração de pesquisa crítica na contabilidade, detalhou alguns pontos de referência. O primeiro é o propósito da pesquisa (i.e. desenvolver uma melhor compreensão dos processos de marginalização na sociedade). Os



opponentes, ou responsáveis pelo processo de marginalização, podem ser tanto instituições, quanto discursos e práticas dominantes. Com relação aos procedimentos metodológicos, segundo Gendron (2018), há uma abertura para qualquer tipo de método de pesquisa (qualitativo ou quantitativo) que permita ao pesquisador desenvolver uma melhor compreensão dos processos de marginalização.

Richardson (2015), ao elaborar sobre os métodos utilizados na pesquisa crítica contábil, destacou que um aspecto importante desse tipo de pesquisa é contribuir para o questionamento do que poderia ser, em vez de focar em no que é. Disso acarreta a rejeição de qualquer interpretação dos resultados empíricos de forma absoluta, isto é, impositiva de como as coisas devem ser.

O autor também destaca os métodos quantitativos como uma forma legítima de pesquisa contábil crítica. Em que pese a pesquisa crítica de contabilidade destoe da visão positivista, a metodologia utilizada não deve ser uma característica definidora. Isto é, a preferência metodológica não é um aspecto inerente da teoria crítica, mas sim o pragmatismo e sua disposição de usar qualquer método que promova melhorias. Segundo Richardson (2015, p. 2), “o único endosso metodológico é que tudo esteja aberto à crítica”.

Embora identifique uma associação entre os métodos e paradigmas, Chua (1986) observa não há limitação normativa para utilização de tais métodos dentro de cada paradigma. Bryman (1984), na mesma linha de raciocínio, afirma que os métodos não estão relacionados exclusivamente a paradigmas de pesquisa específicos, mas devem ser usados de forma consistente com suas ontologias e epistemologias.

Em que pese o presente estudo faça uso de métodos estatísticos (i.e. regressão linear), este não é o foco da pesquisa e muito menos a principal fonte para os argumentos aqui citados, mas apenas subsidia e embasa a argumentação de uma necessidade de mudança



estrutural para que a informação contábil não tenha sua validade diminuída por estar vinculada a conceitos e técnicas arraigadas em uma pesquisa predominantemente confirmatória.

Portanto, com o intuito de testar essa abordagem alternativa proposta acerca do *goodwill* e patrimônio intangível, esta pesquisa fez o uso de uma metodologia quali-quantitativa, com enfoque teórico-empírico.

3.2. Dados Coletados

Para testar empiricamente as hipóteses delineadas no trabalho, foram coletados dados de empresas de capital aberto de 83 países, cujos títulos mobiliários são negociados nas bolsas de valores americana e canadense, perfazendo um quantitativo bruto de 35.635 empresas. Após os ajustes dos dados, isto é, delimitação da amostra para as empresas cujo ano fiscal finda em 31 de dezembro, a exclusão de algumas variáveis com valor negativo (e.g. ativo, *goodwill*, preço das ações, dividendos e patrimônio líquido) e a winsorização de 5%; o quantitativo de empresas analisadas caiu para 35.367, totalizando 393.430 observações empresa-ano iniciais.

Para a coleta das informações, foi utilizado o banco de dados da Compustat North America (Compustat NA), do World Bank e de Baker et al (2016). O período analisado foi de 1980 a 2022.

3.3. Operacionalização das Hipóteses

Para testar empiricamente as hipóteses delineadas no trabalho, foram realizados testes de regressão múltipla, uma ferramenta estatística multivariada de análise apropriada para prever as mudanças na variável dependente como resposta a mudanças nas variáveis



independentes (Hair et al., 2009). Serão utilizados dados em painel, que consistem em observações de n entidades para dois ou mais períodos. Isto é, combina características de séries temporais com dados em corte transversal (Wooldridge, 2009).

Dada a grande quantidade de empresas, a estimação deve considerar suas heterogeneidades não observadas. Em outras palavras, deve capturar a heterogeneidade não observada no nível da firma que seja invariante ao longo do período amostral e, se não controlada, podem conturbar a estimativa dos parâmetros associados às variáveis preditoras (deHaan, 2021). Isso pode incluir elementos da cultura organizacional da empresa, a habilidade ou capital intelectual de seus colaboradores, sua capacidade de inovação, além de outras vantagens competitivas (Barros et al, 2020). Além disso, também deve capturar a heterogeneidade não observada ao longo do período amostral, que seja invariante às firmas. Um exemplo são os acontecimentos marcantes no tempo (e.g. crise do *subprime* em 2008, pandemia do Covid em 2020, dentre outros). Esse tipo de controle da heterogeneidade pode ajudar a reduzir ou eliminar o problema de variáveis omitidas, complementando de maneira eficaz a inclusão de variáveis de controle.

Dessa forma, conceitualmente, o modelo que apresenta maior consistência é o modelo de regressão com efeitos fixos, segundo o qual os valores dos interceptos variam de acordo com o efeito de cada i (firma), n (ano) e os coeficientes das variáveis independentes são os mesmos para cada empresa.

3.3.1. Modelos Econométricos

3.3.1.1 Hipótese 1

Pelo que dissemina a Teoria Contábil atualmente, o *goodwill* registrado nas demonstrações contábeis das empresas deveria ser um sinal de um desempenho agregado



(retorno de mercado) maior na média (Hand & Lev, 2003), dado que as adquirentes se dispõem a pagar um valor superior ao valor justo dos ativos líquidos da adquirida com a expectativa de que aquele valor agregado proporcione um retorno futuramente.

Contudo, ao considerar que este retorno futuro esperado pelas adquirentes não é gerado por ativos não reconhecidos individualmente, mas que, para que se concretize, deverá haver novas transações - e, conseqüentemente, novos desembolsos -; o montante pago pelo *goodwill* não se enquadra como um ativo, mas se assemelha a uma renúncia dos possíveis lucros residuais futuros (Oliveira & Lustosa, 2022).

Dessa forma, para operacionalizar a hipótese 1 (**H₁**: “O retorno agregado de mercado das empresas que não têm *goodwill* registrado é superior ao retorno agregado de mercado das empresas que o têm”), foi definido o seguinte modelo econométrico (**Modelo 1**):

$$MKRET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GWYES_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_4 INF_t + \beta_5 PIB_t + \beta_6 EPU_t + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

⁽¹⁾ $MKRET_{i,t}$ = Retorno de mercado, equivalente à variação relativa do valor de mercado ($MKVL$) da empresa i , no ano t ; conforme a fórmula abaixo:

$$MKRET_{i,t} = \frac{MKVL_n - MKVL_{n-1}}{MKVL_{n-1}};$$

Como proxy do valor de mercado ($MKVL$), será utilizado o produto da quantidade de ações ($NSHRS$), já ajustadas aos movimentos de split (quando existentes), pelo preço de



fechamento das ações conforme ano fiscal (PRC_F), da empresa i , no ano t ; conforme a fórmula abaixo:

$$MKVL_{i,t} = (NSHARES_{i,t} * PRC_F_{i,t})$$

⁽²⁾ $GWYES_{i,t}$ = Variável *dummy* que caracteriza a presença de *goodwill* nas demonstrações contábeis, assumindo 1 para as empresas tem valor > 0 registrado nessa conta e 0 para as empresas que não possuem *goodwill* registrado;

⁽³⁾ $SIZE_{i,t}$ = Tamanho da empresa i , no ano t ;

⁽⁴⁾ $AUD_{i,t}$ = Parecer da auditoria da empresa i , no ano t ;

⁽⁵⁾ $INF_{i,t}$ = Inflação correspondente ao país de cada empresa, no ano t ;

⁽⁶⁾ PIB_t = PIB correspondente ao país de cada empresa, no ano t ;

⁽⁷⁾ EPU_t = Índice *Economic Policy Uncertainty* correspondente ao país de cada empresa, no ano t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro, da empresa i , no ano t .

Com o modelo econométrico delineado acima, relaciona-se a variável explicada ($MKRET$) com a condição qualitativa de possuir ou não *goodwill* registrado nas demonstrações contábeis ($GWYES$), e com as demais variáveis predictoras ($SIZE$, AUD , INF , PIB e EPU). O propósito da hipótese 1 é verificar se as empresas que possuem *goodwill* registrado apresentam, em média, um retorno agregado de mercado superior ao das empresas que não têm. As variáveis de controle (detalhadas na seção 3.3.2) foram adicionadas com a finalidade de deixar o modelo mais robusto, em que pese a análise almejada seja a verificação do retorno de mercado médio na presença/ausência do *goodwill*.



Espera-se, portanto, que a hipótese 1 não seja rejeitada e apresente um sinal negativo no coeficiente β_1 , dado que as empresas que não possuem tal registro (ou seja, as que possuem o valor = 0), em tese, terão um retorno de mercado médio superior ao das empresas que possuem.

Além da interpretação convencional de que a maior parte das combinações de negócios falham e não resultam em uma concretização dos lucros residuais futuros esperados, como mostram pesquisas acadêmicas e de mercado (Brouthers et al., 1998; Bruner, 2002; Forbes, 2015; Kenny, 2020; Koi-Akrofi, 2016; Lewis & McKone, 2016), uma interpretação adicional e a proposta por este estudo é a de que este ágio representa uma renúncia por parte da adquirente. Portanto, espera-se que essas empresas tenham um retorno de mercado menor (na média) do que as que não têm *goodwill*.

3.3.1.2 Hipótese 2

Para operacionalizar a hipótese 2 (**H₂**: “A variação do patrimônio intangível é estatisticamente igual à variação do patrimônio físico no agregado das empresas”), será utilizada regressão múltipla com dados em painel e controle por efeitos fixos.

A hipótese 2 teve como base a visão alternativa do *goodwill*, na qual ele é visto como uma riqueza potencial associada a ideias e estratégias para o futuro. Caso as decisões sejam concretizadas e bem-sucedidas, seu movimento consiste na conversão em patrimônio físico. Contudo, pode também ser renovado ou até mesmo destruído, a depender das circunstâncias vivenciadas pela empresa.

Dessa forma, deseja-se, com a hipótese 2, averiguar as forças de renovação e conversão entre os patrimônios. Se variação do patrimônio intangível possuir significância estatística com coeficiente positivo (entre 0 e 1), isso significa que ambos os patrimônios andam na mesma



direção (no caso, quando um aumenta, o outra também aumenta, e vice-versa). Isso pode dar margem a diversas interpretações, tais como uma conversão acompanhada de uma renovação do patrimônio intangível ou até mesmo uma destruição de valor (redução do patrimônio físico), sem a renovação do patrimônio intangível.

Caso contrário (i.e. coeficiente negativo entre -1 e zero), os patrimônios físico e intangível possuem, na média amostral observada, movimentos em direções opostas (i.e. quando um aumenta, o outro diminui e vice-versa). Há, também, interpretações possíveis a depender da conjuntura vivenciada pela empresa (e.g. conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico sem a concomitante renovação do patrimônio intangível ou até mesmo destruição de valor (redução do patrimônio físico) e concomitante renovação do patrimônio intangível).

No entanto, não é possível prever a característica do coeficiente vinculado ao patrimônio intangível, de tal forma que, na média, pressupôs-se, sob a forma de hipótese nula, que não há associação significativa entre as variações dos patrimônios físico e intangível.

É importante ressaltar a limitação decorrente da mensuração do patrimônio intangível, o qual é calculado pela diferença entre o valor de mercado e o valor do patrimônio líquido contábil. Consequentemente, essa mensuração acaba por resultar em um patrimônio intangível alterado pelo erro de mensuração. Caso esse erro não existisse, o patrimônio intangível teria valores mais fidedignos o que, consequentemente, suscitaria em resultados mais robustos e confiáveis.

Espera-se, dessa forma, não rejeitar a H_2 ao verificar se as variações dos patrimônios físico e intangível possuem igualdade estatística ou se algum se sobrepõe ao outro (i.e. se há predominância nas forças de conversão e renovação) em termos estatísticos.

O modelo econométrico a ser utilizado para a H_2 (**Modelo 2**) será:



$$VPFS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VPIN_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AUD_{i,t} + \beta_4 INF_t + \beta_5 PIB_t + \beta_6 EPU_t + \gamma_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

⁽¹⁾ $VPFS_{i,t}$ = Variação do patrimônio físico da empresa i , no ano t ;

⁽²⁾ $VPIN_{i,t}$ = Variação do patrimônio intangível da empresa i , no ano t ;

⁽³⁾ $SIZE_{i,t}$ = Tamanho da empresa i , no ano t ;

⁽⁴⁾ $AUD_{i,t}$ = Parecer da auditoria da empresa i , no ano t ;

⁽⁵⁾ INF_t = Inflação correspondente ao país de cada empresa, no ano t ;

⁽⁶⁾ PIB_t = PIB correspondente ao país de cada empresa, no ano t ;

⁽⁷⁾ EPU_t = Índice *Economic Policy Uncertainty* correspondente ao país de cada

empresa, no ano t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro, da empresa i , no ano t ;

γ_i = Controle dos efeitos fixos da firma;

λ_t = Controle dos efeitos fixos do ano.

(1) Sabe-se que o valor do patrimônio físico, fruto das decisões implementadas na empresa, é obtido quando todos os ativos e passivos incorridos são mensurados pelo custo de oportunidade. Contudo, visto que esse não é o modelo de mensuração contábil adotado, uma representação válida seria o valor justo (apesar do erro de mensuração), o qual é utilizado na avaliação dos ativos líquidos de uma empresa adquirida em uma combinação de negócios, mas não são todas as empresas que



vivenciam esse tipo de transação. Ainda assim, a medida que mais se aproxima é o valor do patrimônio líquido, como segue abaixo:

$$PFS_{i,t} = \frac{EQT_{i,t}}{ATgw_{i,t}}$$

Em que:

$PFS_{i,t}$ = Patrimônio físico da empresa i , no ano t ;

$EQT_{i,t}$ = Patrimônio líquido, da empresa i , no ano t ;

$ATgw_{i,t}$ = Ativo total ajustado (sem o *goodwill* e outros intangíveis sem vida útil

definifa), da empresa i , no ano t .

Contudo, a fim de deixar a variável aleatória, será utilizada sua variação absoluta, representada pelo lucro antes de itens extraordinários (IB). A medida que mais se adequaria para esta pesquisa seria o lucro abrangente (resultante das alterações patrimoniais do período, exceto as oriundas de transações com os sócios). No entanto, essa medida só está disponível no banco de dados a partir de 2009, o que reduziria significativamente o número de observações disponível (de 202.485 para 76.475). Por fim, utilizaremos o ativo total como deflator, como representado na fórmula abaixo:

$$VPFS_{i,t} = \frac{IB_{i,t}}{ATgw_{i,t}}$$

Em que:

$VPFS_{i,t}$ = Variação do patrimônio físico, da empresa i , no ano t ;

$IB_{i,t}$ = Lucro antes de itens extraordinários, da empresa i , no ano t ;



$ATgw_{i,t}$ = Ativo total ajustado (sem o *goodwill* e outros intangíveis sem vida útil definifa), da empresa i , no ano t .

- (2) O valor do patrimônio intangível, por sua vez, é obtido pela diferença entre o valor presente dos lucros econômicos futuros esperados (i.e. valor econômico ou valor de mercado) e o patrimônio físico, cuja medida que mais se aproxima é o valor do patrimônio líquido. Essa diferença equivale às decisões que ainda serão implementadas na empresa, e por isso não são capturadas sequer na mensuração dos ativos líquidos pelo custo de oportunidade. Destarte, o patrimônio intangível será obtido conforme as fórmulas abaixo:

$$PIN_{i,t} = \frac{MKVL_{i,t} - EQTgw_{i,t}}{ATgw_{n,t}}$$

Em que:

$PIN_{i,t}$ = Patrimônio intangível em valor absoluto, da empresa i , no ano t ;

$MKVL_{i,t}$ = Valor de mercado da empresa i , no ano t ;

$EQTgw_{i,t}$ = Patrimônio líquido ajustado (sem o *goodwill* e outros intangíveis sem vida útil definifa), da empresa i , no ano t ;

$ATgw_{i,t}$ = Ativo total ajustado (sem o *goodwill* e outros intangíveis sem vida útil definifa), da empresa i , no ano t .

Como proxy do valor de mercado ($MKVL$), será utilizado o produto da quantidade de ações ($NSHRS$), já ajustadas devido aos movimentos de split (quando existentes), pelo preço



de fechamento das ações conforme ano fiscal (PRC_F), da empresa i , no ano t ; conforme a fórmula abaixo:

$$MKVL_{i,t} = (NSHARES_{i,t} * PRC_F_{i,t})$$

A variação absoluta do patrimônio intangível será calculada pela diferença aritmética entre os valores do patrimônio intangível em subsequentes momentos do tempo:

$$VPIN_{i,t} = INT_{n,t} - INT_{n,t-1}$$

Em que:

$PIN_{i,t}$ = Patrimônio intangível, da empresa i , no ano t ;

$INT_{i,t}^*$ = Patrimônio intangível em valor absoluto, da empresa i , no ano t ;

As variáveis de controle $SIZE$, AUD , INF , PIB e EPU serão detalhadas nas sessões 3.3.2 e 3.3.3.

3.3.1.3 Hipótese 3

Ainda sob a visão alternativa da composição do valor econômico da empresa pelos patrimônios físico e intangível, analisa-se, nesta Hipótese 3 (H_3 : "A taxa de renovação do patrimônio intangível em patrimônio físico é maior (menor) para setores mais (menos) inovadores e com maiores (menores) perspectivas futuras"), a dinâmica de renovação, conversão da riqueza intangível em tangível e/ou destruição de valor; mas, dessa vez, setorialmente.

Serão realizados testes de regressão múltipla com dados em painel e controle por efeitos fixos, de forma setorizada. Isto é, serão agrupadas as empresas de setores considerados mais e menos inovadores, conforme a classificação do *The Global Industry Classification*



Standard (GICS®), detalhada na tabela 2, para verificar se a dinâmica de renovação da riqueza intangível nas empresas mais inovadoras e com maiores perspectivas futuras é mais representativa estatisticamente.

Tabela 2
Padrão Global de Classificação Industrial (GICS)

Setor	Descrição
10 Energia	Abrange empresas envolvidas na exploração e produção, refinação e comercialização, e armazenamento e transporte de petróleo e gás, e carvão e combustíveis consumíveis. Também inclui empresas que oferecem equipamentos e serviços de petróleo e gás.
15 Materiais	Inclui empresas que fabricam produtos químicos, materiais de construção, vidro, papel, produtos florestais e produtos de embalagem relacionados, e empresas de metais, minerais e mineração, incluindo produtores de aço,
20 Industrial	Inclui fabricantes e distribuidores de bens de capital, como produtos de construção, equipamentos e máquinas elétricas, e dos setores aeroespacial e de defesa. Inclui fornecedores de serviços comerciais como construção e engenharia, impressão, serviços ambientais, serviços de recursos humanos, serviços de pesquisa e consultoria e serviços de transporte,
25 Bens de Consumo Discricionário	Contém empresas que são mais sensíveis aos ciclos econômicos, incluindo fabricantes de automóveis, bens domésticos duráveis, equipamentos de lazer e têxteis e vestuário. Também abrange serviços como hotéis, restaurantes e outros estabelecimentos de lazer, assim como comércio varejista.
30 Produtos Básicos de Consumo	Abrange empresas menos sensíveis aos ciclos econômicos, incluindo fabricantes e distribuidores de alimentos, bebidas e tabaco, e produtores de bens domésticos não duráveis e produtos pessoais. Também inclui os varejistas de alimentos e medicamentos.
35 Assistência Médica	Inclui provedores e serviços de saúde, empresas que fabricam e distribuem equipamentos e suprimentos de assistência médica, bem como empresas de tecnologia de assistência médica. Também inclui empresas farmacêuticas e de biotecnologia.
40 Serviços Financeiros	Inclui bancos e instituições de poupança, assim como prestadores de serviços financeiros diversificados, finanças especializadas, financiamento ao consumidor, gestão de ativos e custódia de títulos, serviços bancários de investimento e corretagem, serviços de mercado de capitais, bolsas de valores, dados e análises, subscritores e corretores de seguros, e REITs hipotecários.
45 Tecnologia da Informação	Abrange empresas que oferecem consultoria de software e tecnologia da informação e processamento de dados, excluindo serviços de internet e entretenimento doméstico. Inclui fabricantes e distribuidores de hardware e equipamentos de tecnologia, como equipamentos de comunicação, telefones celulares, computadores, equipamentos eletrônicos e semicondutores.



Setor	Descrição
50 Serviços de Comunicações	Contém empresas que fornecem conteúdo, como informação, publicidade, entretenimento, notícias e redes sociais, entregues em redes, principalmente através da Internet, banda larga, celular, cabo e linhas terrestres.
55 Serviços de Utilidade Pública	Inclui empresas de serviços públicos, tais como empresas de eletricidade, gás e água. Também inclui produtores independentes de energia e comerciantes de energia e empresas que geram e distribuem eletricidade usando fontes renováveis.
60 Imóveis	Inclui empresas que operam em atividades de administração e desenvolvimento imobiliário, bem como fundos de investimento imobiliário (REITs), incluindo REITs diversificados, industriais, de hotéis e resorts, escritórios, assistência médica, residenciais, de aluguel e REITs especializados, mas excluindo REITs hipotecários.

Sabe-se que o patrimônio intangível se refere a ideias, estratégias e decisões a implementar, o que acaba sendo vinculado à característica da inovação. Dessa forma, espera-se que setores mais inovadores e com maior perspectiva futura tenham uma taxa maior de renovação do seu patrimônio intangível.

Em outras palavras, a dinâmica de renovação da riqueza intangível de empresas mais inovadoras e com maiores perspectivas futuras é mais rápida do que a sua conversão em riqueza tangível, motivo pelo qual a sua variação é positiva (i.e. seus valores nos períodos seguintes aumentam em uma proporção maior do que se transformam). Esse fato acaba por reforçar a relevância do patrimônio intangível e da sua conversão e integração com o patrimônio físico no valor econômico da empresa. Espera-se, portanto, que a hipótese 3 não seja rejeitada.

O modelo econométrico a ser utilizado para a H₃ (**Modelo 2**) será:

$$VPFS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VPIN_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AUD_{i,t} + \beta_4 INF_t + \beta_5 PIB_t + \beta_6 EPU_t + \gamma_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

⁽¹⁾ $VPFS_{i,t}$ = Variação do patrimônio físico da empresa i , no ano t ;



⁽²⁾ $VPIN_{i,t}$ = Variação do patrimônio intangível da empresa i , no ano t ;

⁽³⁾ $SIZE_{i,t}$ = Tamanho da empresa i , no ano t ;

⁽⁴⁾ $AUD_{i,t}$ = Parecer da auditoria da empresa i , no ano t ;

⁽⁵⁾ $INF_{i,t}$ = Inflação correspondente ao país de cada empresa, no ano t ;

⁽⁶⁾ PIB_t = PIB correspondente ao país de cada empresa, no ano t ;

⁽⁷⁾ EPU_t = Índice *Economic Policy Uncertainty* correspondente ao país de cada empresa, no ano t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro, da empresa i , no ano t ;

γ_i = Controle dos efeitos fixos da firma;

λ_t = Controle dos efeitos fixos do ano.

3.3.2. Variáveis de Controle

As variáveis de controle, ou seja, características não incluídas diretamente na análise, mas cujos efeitos são esperados e controlados para evitar vieses de pesquisa (Hair et al., 2009) foram selecionadas nesta pesquisa tanto a nível de firma, quanto de país. As variáveis a nível de firma selecionadas foram (1) o tamanho da empresa e (2) parecer da auditoria. Já a nível de país, (1) a inflação, (2) o produto interno bruto (PIB) e (3) o índice de incerteza da política econômica (EPU).

Como *proxy* da variável tamanho da empresa, será utilizado o logaritmo natural do volume (ajustado aos movimentos de *split* - quando existentes -) multiplicado pelo preço das ações conforme o ano fiscal (PRC_F), da empresa i , no ano t ; conforme a fórmula abaixo:



$$SIZE = \ln(NSHRS * PRC_{F_n})$$

O tamanho da empresa (*SIZE*) é uma variável tem relação com seu patrimônio físico, por explicar muito do que ocorre no lucro e, conseqüentemente, com o patrimônio físico. Destarte, firmas maiores possuem variação do patrimônio físico maior, e vice-versa.

O parecer da auditoria (*AUD*), em especial se apresentar alguma ressalva, opinião adversa ou até mesmo abstenção de opinião, pode influenciar no preço das ações de uma empresa, visto que os investidores podem classificá-la como um investimento arriscado. Destarte, o parecer pode afetar adversamente a reputação de uma empresa e, conseqüentemente, seu valor, o que acaba por afetar também o patrimônio físico.

A inflação (*INF*), referente ao país de origem de cada empresa, em que pese não seja considerada nas demonstrações contábeis dessas empresas, acaba por afetar o patrimônio físico indiretamente, pois em situações de inflação, os preços de mercado (e.g. insumos consumidos, créditos concedidos e obtidos, entre outros) são alterados. Isto é, ainda que a variação de preços se configure como uma importante ferramenta de gestão, de uso interno, para avaliação do desempenho, a inflação externa (dos países) acaba por ser uma *proxy* desse fenômeno de mudança nos preços relativos ao consumo geral das empresas.

O índice de incerteza da política econômica (*Economic Policy Uncertainty* - EPU) representa a incerteza das políticas econômicas dos países (no total, 22 países abrangidos). Essa medida visa investigar a relação da incerteza política com a volatilidade dos preços das ações no nível da empresa, taxas de investimento, crescimento do emprego e produção (Baker et al, 2016). As descobertas relacionadas com esse índice são consistentes com as teorias que destacam os efeitos econômicos negativos dos choques de incerteza, isto é, sugerem que



elevada incerteza política pode prejudicar o desempenho macroeconômico e das empresas, consequentemente afetando as variações do PF.

Por fim, o PIB (*PIB*), em específico a taxa de crescimento percentual anual do PIB, foi calculado com base em preços constantes de 2015, expressos em dólares americanos. O PIB é a soma do valor bruto adicionado por todos os produtores residentes na economia mais quaisquer impostos sobre produtos e menos quaisquer subsídios não incluídos no valor dos produtos (World Bank, 2023), cuja variação positiva espera-se que proporcione melhores condições para o crescimento do patrimônio físico das empresas.

3.3.3. Variáveis

A tabela 3 apresenta a descrição das variáveis utilizadas nos modelos econométricos delineados nas sessões 3.3.1 e 3.3.2 e seus respectivos detalhamentos:

Tabela 3

Definições das variáveis

Sigla	Variável	Descrição	Fonte
<i>PFS</i>	Patrimônio intangível da empresa (variação)	Representado pela razão entre o patrimônio líquido e o ativo total (deflator)	Compustat NA
<i>VPFS</i>	Patrimônio físico da empresa (variação)	Representado pela razão entre o lucro abrangente e o ativo total (deflator)	Compustat NA
<i>PIN</i>	Patrimônio intangível da empresa (valor absoluto)	Representado pela razão entre a diferença entre o valor econômico (<i>market value</i>) e o patrimônio físico (patrimônio líquido) e o ativo total (deflator)	Compustat NA
<i>VPIN</i>	Patrimônio intangível da empresa (variação)	Representado pela razão entre a variação do patrimônio intangível dos períodos	Compustat NA
<i>MKRET</i>	Retorno de mercado	Variação relativa do valor de mercado	Compustat NA
<i>MKVL</i>	<i>Market Value</i> (valor de mercado)	Produto entre o preço de fechamento e a quantidade de ações da empresa, ajustado aos movimentos de <i>split</i>	Compustat NA



Sigla	Variável	Descrição	Fonte
<i>GWYES</i>	Presença de <i>goodwill</i> nas demonstrações contábeis	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 para as empresas tem valor > 0 registrado no <i>goodwill</i> e 0 para as empresas que não possuem	Compustat NA
<i>NSHRS</i>	Número de ações	Número de ações ao final do ano fiscal, ajustado aos movimentos de split	Compustat NA
<i>PRC_F</i>	Preço de fechamento das ações	Preço de fechamento das ações conforme ano fiscal	Compustat NA
<i>IB</i>	Lucro antes de itens extraordinários	Resultado da empresa antes de itens extraordinários	Compustat NA
<i>AT</i>	Ativo total	Ativo total do período	Compustat NA
<i>EQT</i>	Patrimônio líquido	Patrimônio líquido total do período	Compustat NA
<i>SIZE</i>	Tamanho da empresa	Logaritmo natural do valor de mercado	Compustat NA
<i>AUD</i>	Parecer da auditoria	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 para as empresas tiveram o parecer da auditoria sem ressalvas e 0 para as demais (com ressalva, opinião adversa, abstenção de opinião, parágrafo de ênfase ou não tiveram auditoria)	Compustat NA
<i>INF</i>	Inflação	Índice dos preços ao consumidor do país, anual	World Bank
<i>PIB</i>	PIB	Crescimento do PIB por país, anual	World Bank
<i>EPU</i>	Índice <i>Economic Policy Uncertainty</i>	Índice de incerteza da política econômica por país, anual	Baker et al, 2016

4. Apresentação e Análise dos Resultados

4.1. Limitações da Pesquisa

Esta pesquisa está sujeita a limitações. A primeira delas está atrelada às variáveis que não abrangem o mesmo número de observações, seja por limitações de disponibilização dos dados (EPU, Inflação ou PIB) ou pelo próprio ajuste inicial realizado para a operacionalização da pesquisa, detalhado na sessão 3.2.

Além disso, destaca-se a limitação na mensuração do patrimônio intangível, o qual é calculado pela diferença entre o valor de mercado e o valor do patrimônio líquido contábil.



Conseqüentemente, essa mensuração acaba por resultar em um patrimônio intangível alterado pelo erro de mensuração (Lustosa, 2017). Tal erro tem dimensões distintas a depender se a empresa possui um patrimônio líquido avaliado pelo valor justo (devido a uma combinação de negócios) ou pelo custo contábil.

Caso o patrimônio líquido esteja avaliado a valor justo, o erro de mensuração se deve à diferença do valor econômico. Ainda que haja uma aproximação entre esses tipos de mensuração, ela não é suficiente para igualá-los, dado que o valor justo não leva em consideração a intenção de uso (e.g. venda ou uso próprio).

Caso o patrimônio líquido esteja avaliado pelo custo contábil, o erro de mensuração é decorrente das divergências nos processos de reconhecimento e mensuração da contabilidade tradicional e econômica, tais como ativos potenciais omitidos do balanço ou a diferença entre valor econômico da empresa mensurado pelo valor justo do patrimônio líquido e pelo custo de oportunidade.

Em outras palavras, o erro de mensuração sempre se faz presente no valor do patrimônio líquido contábil, ainda que tenha passado por uma combinação de negócios e tenha sido avaliado pelo valor justo, dado que a mensuração econômica não é algo praticado atualmente. Isso pode resultar, pela distinção entre o custo contábil e o valor econômico - que incorpora os lucros residuais futuros esperados das transações -, em um patrimônio físico subestimado e um patrimônio intangível superestimado pela incorporação inadequada do erro de mensuração, o qual deveria fazer parte do patrimônio físico (pelas lentes econômicas).

É importante destacar que, embora o patrimônio intangível seja mensurado de forma residual com base no patrimônio físico, isso não compromete sua exogeneidade. Mais detalhadamente, a forma de calcular o patrimônio intangível (i.e. diferença entre o valor de



mercado e o valor do patrimônio líquido contábil) envolve dois componentes: o primeiro de mercado, exógeno à variável dependente, e o segundo contábil, endógeno.

Embora o patrimônio líquido contábil possa apresentar endogeneidade com a variável dependente patrimônio físico, a forma de calcular o patrimônio intangível o subtrai do valor total de mercado, restando apenas o valor de mercado ajustado, que é uma variável exógena. O que remanesce como limitação é a endogeneidade referente ao citado erro de mensuração, o qual é reconhecido como patrimônio intangível e, em uma mensuração econômica, faria parte do patrimônio físico. Isto é, o que deveria fazer parte da variável dependente está, na realidade, compondo a variável independente, o que pode dar origem à endogeneidade.

4.2. Estatísticas Descritivas

Tabela 4
Estatísticas Descritivas

	N	Média	Desvio Padrão	p25	p50	p75	Mínimo	Máximo
<i>PFS</i>	92.488	0,61	0,43	0,31	0,57	0,85	0,03	2,55
<i>VPFS</i>	127.820	-0,17	0,71	-0,09	0,01	0,06	-5,10	0,42
<i>PIN</i>	80.301	1,73	3,41	0,04	0,60	2,00	-0,62	24,81
<i>VPIN</i>	61.274	-0,11	1,94	-0,35	-0,01	0,28	-10,60	8,29
<i>MKRET</i>	164.623	0,37	1,41	-0,25	0,05	0,45	-0,89	9,32
<i>MKVL</i>	208.044	2.433,72	8.017,62	33,40	168,35	955,45	0,58	57.884
<i>GWYES</i>	251.783	0,61	0,49	0,00	1,00	1,00	0,00	1,00
<i>GW</i>	183.823	473,40	3.008,22	0,00	0,00	39,47	0,00	146.370
<i>INTANO</i>	131.075	387,49	3.140,96	0,00	0,80	34,46	0,00	169.054
<i>NSHRS</i>	230.639	222,61	54.098,16	5,83	19,77	60,09	0,00	25.974.962
<i>PRC_F</i>	215.960	31,78	714,69	4,07	14,00	28,44	0,00	141.600
<i>IB</i>	202.483	166,02	1.310,89	-4,25	3,33	46,25	-99.289	104.821
<i>AT</i>	203.608	9.954,39	87.182,97	48,11	331,99	1973,84	0,00	4.305.288
<i>EQT</i>	99.912	2.789,59	12.298,01	46,83	234,05	1.152,70	0,00	514.930
<i>SIZE</i>	208.020	5,20	2,47	3,51	5,13	6,86	-11,04	14,47
<i>AUD</i>	251.783	0,55	0,50	0,00	1,00	1,00	0,00	1,00
<i>INF</i>	249.600	2,70	10,94	1,62	2,34	3,03	-4,48	2.075,89
<i>PIB</i>	250.690	2,51	2,20	1,80	2,71	3,77	-23,51	25,12
<i>EPU</i>	241.356	142,32	74,64	90,34	123,49	171,01	15,30	616,52



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

PFS é o valor absoluto do patrimônio físico da empresa; *VPFS* é a variação do patrimônio físico da empresa; *PIN* é o valor absoluto do patrimônio intangível da empresa; *VPIN* é a variação do patrimônio intangível da empresa; *MKRET* é o retorno de mercado; *MKVL* é o valor de mercado; *GWYES* é a presença de *goodwill* nas demonstrações contábeis; *GW* é o valor do *goodwill* nas demonstrações contábeis; *INTANO* é o valor dos outros intangíveis sem vida útil definida nas demonstrações contábeis; *NSHRS* é o número de ações conforme o ajuste de *split*; *PRC_F* é o preço de fechamento das ações conforme ano fiscal; *IB* é o lucro antes de itens extraordinários; *AT* é o ativo total; *EQT* é o patrimônio líquido; *SIZE* é o tamanho da empresa; *AUD* é o parecer da auditoria da empresa; *INF* é o índice de inflação anual; *PIB* é a variação anual do PIB e *EPU* é o índice *Economic Policy Uncertainty*. Essas variáveis foram coletadas de 35.367 empresas, por meio do banco de dados do Compustat NA, do World Bank e de Baker et al (2016).

A análise da estatística descritiva permite o entendimento do comportamento das variáveis utilizadas na pesquisa durante o período analisado (1980 - 2022). A variável *GWYES*, *dummy* que assume valor 1 para as empresas com valor > 0 registrado no *goodwill* e 0 para as empresas que não possuem *goodwill* registrado, possui um valor médio de 0.61 e mediana 1.00, o que indica que mais de 50% das empresas analisadas possuem *goodwill* registrado nas demonstrações contábeis, isto é, passaram por alguma operação de fusão/aquisição.

Os valores das variáveis relativas ao patrimônio físico (*PFS* e *VPFS*) e patrimônio intangível (*PIN* e *VPIN*) podem fornecer as primeiras impressões do comportamento dessas variáveis quanto às transformações conjecturadas de conversão e renovação. A variação média do patrimônio físico foi de -17%, o que significa que, na média, houve uma redução dos valores relativos à *proxy* desse patrimônio (no caso, o lucro antes de itens extraordinários deflacionado pelo ativo total).

Quanto ao patrimônio intangível, o seu valor superior a 1 (1,73) significa que há, em média, aproximadamente 17% a mais de patrimônio intangível para cada unidade de ativo. Isso sinaliza a continuidade das empresas, que permanecem atualizando suas ideias e estratégias para o futuro. Contudo, ainda que haja esse "estoque" de patrimônio intangível, a sua variação média foi negativa (-11%), o que aponta para um movimento de descrença do mercado no futuro das empresas. Essas interpretações serão ratificadas após as análises econométricas das hipóteses 2 e 3.



O desbalanceamento do painel (i.e. diferentes números de observações para cada variável) tem origem tanto nos ajustes iniciais realizados para a operacionalização da pesquisa, (detalhados na sessão 3.2), quanto pela própria indisponibilidade dos dados para as empresas no período coletado. Destaca-se o número de observações da variável *VPIN* (61.274), consideravelmente inferior às demais variáveis pois, além de ser uma variação absoluta da variável *PIN*, também reduzida nas observações (80.301) devido aos dados faltantes de *MKVL* e *EQT*; depende da disponibilidade de dois anos consecutivos de *PIN* para que seja possível o seu cálculo.

É importante ressaltar que as variáveis de interesse e correlatas (*MKRET*, *MKVL*, *PFS*, *VPFS*, *PIN*, *VPIN*) foram winsorizadas em 5% (i.e. tiveram seus valores extremos substituídos para limitar o efeito dos *outliers* nos resultados obtidos). Para as demais variáveis (de controle - *SIZE*, *AUD*, *INF*, *PIB*, *EPU* -), são observados valores próximos na média e mediana, o que evidencia a ausência de valores extremos em quantidade suficiente para distorcer os resultados.

Tabela 5
Matriz de Correlação

	<i>VIF</i> H1	<i>VIF</i> H2 e H3	<i>VPFS</i>	<i>PFS</i>	<i>PIN</i>	<i>VPIN</i>	<i>MKRET</i>	<i>MKVL</i>	<i>GWYES</i>	<i>NSHRS</i>	<i>PRC_F</i>	<i>IB</i>	<i>AT</i>	<i>EQT</i>	<i>SIZE</i>	<i>AUD</i>	<i>INF</i>	<i>PIB</i>	<i>EPU</i>
<i>VPFS</i>	-	-	1,00*																
<i>PFS</i>	-	-	-0,13*	1,00*															
<i>PIN</i>	-	-	0,33*	-0,37*	1,00*														
<i>VPIN</i>	-	1,03	-0,02*	-0,04*	0,20*	1,00*													
<i>MKRET</i>	-	-	0,03*	-0,04*	0,22*	0,36*	1,00*												
<i>MKVL</i>	-	-	-0,05*	0,12*	0,06*	0,03*	-0,02*	1,00*											
<i>GWYES</i>	2,98	-	0,04*	0,19*	0,01*	0,02*	-0,03*	0,15*	1,00*										
<i>NSHRS</i>	-	-	0,00	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,29*	0,00	1,00*									
<i>PRC_F</i>	-	-	-0,01*	0,01*	0,00	0,01*	0,00	0,07*	0,02*	0,00	1,00*								
<i>IB</i>	-	-	-0,04*	0,07*	-0,01*	0,01*	-0,01*	0,57*	0,09*	0,00	0,05*	1,00*							
<i>AT</i>	-	-	-0,11*	0,03*	-0,05*	0,01	-0,02*	0,41*	0,08*	0,00	0,02*	0,41*	1,00*						
<i>EQT</i>	-	-	-0,05*	0,07*	-0,05*	0,01*	-0,04*	0,66*	0,15*	0,00	0,07*	0,70*	0,67*	1,00*					
<i>SIZE</i>	5,24	4,60	-0,07*	0,35*	0,07*	0,06*	0,03*	0,57*	0,27*	0,15*	0,05*	0,28*	0,21*	0,39*	1,00*				



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

	VIF H1	VIF H2 e H3	VPFS	PFS	PIN	VPIN	MKRET	MKVL	GWYES	NSHRS	PRC_F	IB	AT	EQT	SIZE	AUD	INF	PIB	EPU
AUD	2,23	3,08	-0,03*	0,19*	-0,11*	0,01*	-0,03*	0,05*	-0,22*	0,00	0,00	0,00	-0,02*	-0,01*	0,15*	1,00*			
INF	1,12	3,10	-0,02*	0,01*	-0,01*	-0,10*	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02*	0,00	-0,01*	1,00*		
PIB	2,00	1,97	0,03*	0,01*	0,02*	-0,06*	-0,03*	-0,02*	-0,04*	0,00	0,00	0,00	-0,03*	-0,01*	-0,01*	0,06*	0,02*	1,00*	
EPU	3,11	3,57	0,02*	0,02*	-0,01*	-0,02*	-0,02*	0,05*	0,07*	0,00	0,00	0,03*	0,05*	0,04*	0,03*	-0,07*	0,00	-0,29*	1,00*

PFS é o valor absoluto do patrimônio físico da empresa; *VPFS* é a variação do patrimônio físico da empresa; *PIN* é o valor absoluto do patrimônio intangível da empresa; *VPIN* é a variação do patrimônio intangível da empresa; *MKRET* é o retorno de mercado; *MKVL* é o valor de mercado; *GWYES* é a presença de *goodwill* nas demonstrações contábeis; *NSHRS* é o número de ações conforme o ajuste de *split*; *PRC_F* é o preço de fechamento das ações conforme ano fiscal; *IB* é o lucro antes de itens extraordinários; *AT* é o ativo total; *EQT* é o patrimônio líquido; *SIZE* é o tamanho da empresa; *AUD* é o parecer da auditoria da empresa; *INF* é o índice de inflação anual; *PIB* é a variação anual do PIB e *EPU* é o índice *Economic Policy Uncertainty*. Essas variáveis foram coletadas de 35.367 empresas, por meio do banco de dados do Compustat NA, do World Bank e de Baker et al (2016).

A Tabela 5 mostra a correlação entre as variáveis incluídas nos modelos econométricos e as utilizadas para seus respectivos cálculos. O coeficiente de correlação é uma medida do grau de associação entre duas variáveis. Quando ocorre de duas ou mais variáveis preditoras possuírem altas correlações, pode-se originar a chamada multicolinearidade, que resulta em imprecisão na estimação dos coeficientes de regressão (Wooldridge, 2009).

No geral, as variáveis têm baixa correlação, o que indica que, possivelmente, não haverá o problema de multicolinearidade nos resultados. Não foram observadas correlações moderadas ou fortes nas variáveis que compõem os modelos econométricos 1 e 2 (detalhados nas sessões 3.3.1.1 e 3.3.1.2, respectivamente). Contudo, é importante destacar as correlações moderadas e fortes presentes entre as variáveis *MKVL* e *IB* (0,57); *MKVL* e *EQT* (0,66); *MKVL* e *SIZE* (0,57); *EQT* e *IB* (0,70); *EQT* e *AT* (0,67).

As correlações entre o valor de mercado (*MKVL*) e as variáveis contábeis lucro antes de itens extraordinários e patrimônio líquido (*IB* e *EQT*, respectivamente) devem-se ao fato de a informação contábil ter um papel relevante nos preços de mercado, o que pode gerar uma flutuação em seu valor (Penman, 1987). Na mesma linha de pensamento, Ohlson (1995), em seu modelo de avaliação do valor de mercado, destaca como este se relaciona com dados contábeis e outras informações.



A correlação entre o valor de mercado (*MKVL*) e tamanho (*SIZE*) é justificada pelo fato de uma variável ser utilizada como base de cálculo para a outra. Isto é, o tamanho da empresa (*SIZE*), nesta pesquisa, tem como *proxy* o logaritmo natural do valor de mercado (*MKVL*).

Já a correlação entre o patrimônio líquido (*EQT*) e o lucro antes de itens extraordinários (*IB*) ocorre pois esta variável compõe o lucro líquido, que está dentro do valor do patrimônio líquido (*EQT*). De forma semelhante, a correlação entre o patrimônio líquido (*EQT*) e o ativo total (*AT*) deriva-se do fato de o PL ser, de forma simplificada, o ativo líquido (i.e. ativo subtraído do passivo). Destarte, seus valores estarão naturalmente correlacionados.

Destaca-se que as correlações moderadas e fortes estão presentes em variáveis preditivas que não fazem parte dos modelos econométricos referentes às hipóteses da pesquisa, mas foram utilizadas como base de cálculo para o valor destas.

O fator de inflação da variância (VIF), indicador grau de multicolinearidade entre as variáveis independentes, foi calculado para cada uma das variáveis dos modelos econométricos 1 e 2. Não foi observado nenhum valor superior a 10 - uma referência bastante comum sugerida para o valor de tolerância (Hair et al., 2009) -, indicativo que não há multicolinearidade suficiente para distorcer as estimativas dos coeficientes das regressões.

4.3. Análise da Hipótese H₁

O registro do *goodwill* contábil adquirido em uma combinação de negócios se deve à expectativa de lucros residuais futuros da empresa adquirida pela empresa adquirente. Dessa forma, seu registro nas demonstrações contábeis de uma empresa, em tese, deveria sinalizar um desempenho agregado (retorno de mercado) maior na média (Hand & Lev, 2003).

Contudo, de forma contraintuitiva, a hipótese 1 (H₁: "O retorno agregado de mercado das empresas que não têm *goodwill* registrado é superior ao retorno agregado de mercado das



empresas que o têm") contrapõe a teoria contábil ao questionar se o *goodwill* das empresas que passaram por uma combinação de negócios é, de fato, um pagamento por um lucro residual futuro, decorrente (e originado por) ativos intangíveis não individualmente identificados (que desencadeia em um retorno médio agregado de mercado superior).

Ao ser avaliada pelo valor justo, *proxy* do valor econômico, já estão incorporados nos ativos da empresa os resíduos decorrentes dos lucros residuais futuros que a empresa espera obter com suas decisões implementadas. Contudo, em empresas em continuidade, haverá ainda um resíduo, o qual a contabilidade denomina de *goodwill*. Tal resíduo, segundo a teoria alternativa proposta por Lustosa (2017), excluído o erro de mensuração, é o patrimônio intangível, que representa o lucro residual esperado com as decisões futuras da empresa (ideias, estratégias e afins).

Esse patrimônio intangível decorre da continuidade da empresa, o que faz com que seus planos estejam em movimento e gerando esse resíduo, que frequentemente é renovado, convertido em riqueza real (patrimônio físico) ou destruído. Além disso, está entrelaçado aos demais ativos físicos da empresa e representa uma riqueza potencial, que poderá se tangibilizar futuramente ou não.

Nessa linha de raciocínio, o intuito dessa hipótese é verificar a premissa teórica que o *goodwill*, ao contrário do que é amplamente disseminado na teoria contábil, não representa a aquisição de um conjunto de ativos intangíveis não individualizáveis. Diferentemente da aquisição de um ativo físico, o *goodwill* segundo interpretação alternativa (i.e. patrimônio intangível) é o pagamento pelos futuros resíduos esperados nas novas transações que resultam em riqueza física, mas que neste momento, representam apenas uma riqueza potencial intangível associada a ideias, intenções e estratégias para o futuro. Ao pagar por isso, a empresa estará renunciando a parte dessa riqueza esperada.



Essa interpretação adicional proposta por este estudo (i.e. o ágio representa uma renúncia por parte da adquirente) vai de encontro ao raciocínio intuitivo ao propor que as empresas que possuem *goodwill* registrado possuem um retorno de mercado menor (na média) do que as que não têm *goodwill*, o que fica ratificado com os resultados dos testes econométricos realizados através do modelo 1 (sessão 3.3.1.1), representados na tabela abaixo:

Tabela 6
Resultados da Hipótese 1

<i>MKRET</i>	Hipótese 01					
Constante	0.443*** (48,56)	-1.070*** (-33.46)	-1.073*** (-33.50)	-1.068*** (-32.86)	-1.007*** (-31.80)	-0.638*** (-18.71)
<i>GWYES</i>	-0.111*** (-7.61)	-0.342*** (-21.10)	-0.342*** (-21.06)	-0.342*** (-20.91)	-0.344*** (-20.80)	-0.337*** (-19.98)
<i>SIZE</i>		0.315*** (50.52)	0.315*** (50.22)	0.316*** (50.06)	0.318*** (49.80)	0.328*** (51.37)
<i>AUD</i>			0.00655 (0.68)	0.00837 (0.86)	0.0189* (1.93)	0.0259*** (2.60)
<i>INF</i>				-0,002 (-0.80)	-0,0013 (-0.76)	-0,00269 (-0.98)
<i>PIB</i>					-0.0325*** (-16.56)	-0.0574*** (-25.43)
<i>EPU</i>						-0.00239*** (-36.50)
Controle EF por firma	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Controle EF por ano	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Observações	164,625	164,616	164,616	164,616	163,119	157,643
Nº empresas	21,287	21,287	21,287	21,287	21,141	20,565
R²	0.0006	0.0013	0.0012	0.0013	0.0013	0.0020
Estatística F	57.89	1320.97	884.18	659.29	539.24	699.06
P-valor (F)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000



VPFS é a variação do patrimônio físico da empresa; *VPIN* é a variação do patrimônio intangível da empresa; *SIZE* é o tamanho da empresa; *AUD* é o parecer da auditoria da empresa; *INF* é o índice de inflação anual; *PIB* é a variação anual do PIB e *EPU* é o índice *Economic Policy Uncertainty*. Essas variáveis foram coletadas de 35.367 empresas, por meio do banco de dados do Compustat NA, do World Bank e de Baker et al (2016). Estatística t em parêntesis, abaixo dos coeficientes β . Nível de significância estatística: *** (1%), ** (5%) e * (10%).

Ao analisar a tabela 6, verifica-se que os resultados suportam o modelo 1 e não rejeitam a hipótese 1, a qual prediz que o retorno agregado de mercado das empresas que não têm *goodwill* registrado é superior ao retorno agregado de mercado das empresas que o têm. Essa interpretação pode ser confirmada através do sinal negativo do coeficiente β_1 (referente à variável *GDWLYES*). Em outras palavras, as empresas incluídas nessa variável *dummy*, cujas demonstrações possuem *goodwill* registrado, apresentam um retorno agregado de mercado menor, em média, do que as empresas que não possuem esse registro.

Ainda que pareça contraditório à primeira vista, há um aumento nos estudos que demonstram uma permanência do *goodwill* nas demonstrações contábeis além do tempo que este é capaz de se converter em riqueza física, o que resulta em valores inflados e consequente reconhecimento involuntário do *goodwill* gerado internamente (Hayn & Hughes, 2006; Jarva, 2009; Li & Sloan, 2017; Pereira & Lustosa, 2018; Burke, 2019; Lustosa & Oliveira, 2020).

Além disso, há também a interpretação convencional de que a maior parte das combinações de negócios não resultam em uma concretização dos lucros residuais futuros esperados, como mostram pesquisas acadêmicas e de mercado (Brouthers et al., 1998; Bruner, 2002; Forbes, 2015; Kenny, 2020; Koi-Akrofi, 2016; Lewis & McKone, 2016)

Esta pesquisa propõe uma interpretação adicional de que as empresas adquirentes que possuem *goodwill* não estão de posse de um ativo que representa os benefícios econômicos futuros decorrentes de outros ativos não individualmente identificados e reconhecidos separadamente (IASB, 2018), mas sim realizaram uma renúncia, visto que anteciparam (i.e. pagaram por) uma riqueza potencial futura. Essa dicotomia (custo do ativo vs. renúncia) pode



ser uma possível explicação para o fato de que essas empresas têm um retorno de mercado menor (na média) do que as que não têm *goodwill*.

É importante ressaltar que esse fato, assim como os demais fenômenos socioeconômicos, é multicausal e pode ter outras justificativas atreladas. Uma prova disso é o aumento da estatística t (apresentadas em negrito) à medida que as variáveis de controle (*SIZE*, *AUD*, *INF*, *PIB*, *EPU*) são adicionadas ao modelo. Dentre elas, a única que não apresentou significância foi a inflação. As demais, aparentemente, possuem alguma influência sob a variável dependente *MKRET*.

Contudo, destaca-se que este modelo econométrico não visa explorar a causalidade entre a variável dependente e as preditoras, mas sim a comparação entre as empresas que apresentam (ou não) *goodwill* registrado. Sendo assim, as variáveis de controle foram adicionadas para conferir maior robustez ao modelo. Por fim, a significância da variável *GDWLYES* não está condicionada às variáveis de controle, visto que, embora aumente à medida que tais variáveis são acrescentadas, apresenta-se mesmo sem elas.

4.4. Análise da Hipótese H₂

A hipótese 2 ("O retorno agregado sobre o patrimônio intangível é estatisticamente igual ao retorno agregado sobre o patrimônio físico") busca averiguar as características das forças de renovação e conversão entre os patrimônios, através da análise das medidas estatísticas das variáveis.

Se variação do patrimônio intangível possuir significância estatística com coeficiente positivo (entre 0 e 1), isso significa que ambos os patrimônios andam na mesma direção (no caso, quando um aumenta, o outro também aumenta, e vice-versa). Isso pode dar margem a diversas interpretações, tais como uma conversão acompanhada de uma renovação do



patrimônio intangível ou até mesmo uma destruição de valor (redução do patrimônio físico), sem a renovação do patrimônio intangível.

Caso contrário (i.e. coeficiente negativo entre -1 e zero), os patrimônios físico e intangível possuem, na média amostral observada, movimentos em direções opostas (i.e. quando um aumenta, o outro diminui e vice-versa). Há, também, interpretações possíveis a depender da conjuntura vivenciada pela empresa (e.g. conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico sem a concomitante renovação do patrimônio intangível).

Se o coeficiente for 0 (isto é, caso as forças de conversão e renovação se anulem), isto comprovaria a igualdade estatística, no agregado, e que não há associação significativa entre as variações dos patrimônios físico e intangível.

Tabela 7
Resultados da Hipótese 2

<i>VPFS</i>	Hipótese 02							
Constante	-0.120*** (-456.84)	-0.686*** (-29.99)	-0.708*** (-30.70)	-0.712*** (-30.66)	-0.713*** (-30.68)	-0.702*** (-29.36)	-0.698*** (-57.65)	-0.762*** (-45.77)
<i>VPIN</i>	-0.032*** (-14,60)	-0.036*** (-15.76)	-0.035*** (-15.74)	-0.035*** (-15.44)	-0.035*** (-15.41)	-0.035*** (-14.95)	-0.035*** (-43.33)	-0.036*** (-44.56)
<i>SIZE</i>		0.093*** (24.79)	0.090*** (24.15)	0.090*** (23.99)	0.090*** (23.85)	0.091*** (23.26)	0.091*** (47.59)	0.093*** (46.31)
<i>AUD</i>			0.057*** (11.42)	0.057*** (11.35)	0.057*** (11.28)	0.057*** (10.89)	0.057*** (14.47)	0.070*** (16.75)
<i>INF</i>				0,000 (1.04)	0,0003 (0.39)	0.0010 (1.04)	0,001 (0.99)	0.071** (2.38)
<i>PIB</i>					0.0012** (1.81)	0,00 (0.21)	0,0000 (0.19)	0.003** (1.83)



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

<i>VPFS</i>		Hipótese 02							
<i>EPU</i>							-0.00***	-0.000***	-0,00
							(-3.63)	(-4.28)	(0.77)
Controle EF por firma	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
Controle EF por ano	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Observações	61,240	61,239	61,239	60,546	60,504	57,667	56,252	56,249	
Nº empresas	8,574	8,574	8,574	8,484	8,480	8,110	6,695	6,695	
R²	0.0020	0.1162	0.1264	0.1263	0.1265	0.1262	0.5546	0.5583	
Estatística F	197.78	365.99	267.66	203.60	168.91	133.45	710.43	719.93	
P-valor (F)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	

VPFS é a variação do patrimônio físico da empresa; *VPIN* é a variação do patrimônio intangível da empresa; *SIZE* é o tamanho da empresa; *AUD* é o parecer da auditoria da empresa; *INF* é o índice de inflação anual; *PIB* é a variação anual do PIB e *EPU* é o índice *Economic Policy Uncertainty*. Essas variáveis foram coletadas de 35.367 empresas, por meio do banco de dados do Compustat NA, do World Bank e de Baker et al (2016). Estatística t em parêntesis, abaixo dos coeficientes β . Nível de significância estatística: *** (1%), ** (5%) e * (10%). P-valor do teste de Hausman: 0.0000 (modelo de efeitos fixos confirmado). As regressões foram estruturadas com erros padrões robustos.

A tabela 7 dá indícios de uma predominância, na média amostral observada, de que os patrimônios físico e intangível se movimentam em direções opostas, o que significa que a H_2 foi rejeitada. Isso pode ser visualizado no sinal negativo do coeficiente da variável variação do patrimônio intangível (*VPIN*), desde a primeira regressão (apenas com a dependente *VPFS*, cujo valor foi de -0.032) até a última regressão, com todas as variáveis de controle e ambos os controles de efeitos fixos por firma e por ano (-0.036). À medida que os controles (tanto as variáveis preditoras quanto os controles por efeitos fixos) vão sendo acrescidos, percebe-se um aumento tanto nos coeficientes, quanto nas estatísticas t, o que sugere uma melhor adequação dos dados ao modelo.

As interpretações desses resultados podem incluir um aumento no *VPFS* com uma concomitante redução no *VPIN* (o que poderia significar uma conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico sem a concomitante renovação do patrimônio intangível) ou um aumento no *VPIN* com uma concomitante redução no *VPFS* (uma destruição de valor - redução do patrimônio físico - e concomitante renovação do patrimônio intangível).



As explicações para esse fenômeno são inúmeras e estão fora do escopo desta pesquisa, mas podem abordar desde tecnologias avançadas e dificuldade de inovação nos tempos atuais a uma possível recessão no crescimento das empresas.

Um possível exemplo da situação de aumento no *VPFS* com uma concomitante redução no *VPIN* é quando o patrimônio físico está crescendo (o que poderia significar uma conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico), mas o valor de mercado está menor do que o patrimônio físico (ou seja, sem a concomitante renovação do patrimônio intangível). Isso pode ser visualizado no indicador de mercado Preço/Valor patrimonial, o qual compara o valor de mercado da empresa com o capital dos acionistas (PL contábil). Quando tal medida é inferior a 1 (fato observado, por exemplo, no Banco do Brasil, no ano de 2023), percebe-se que o valor patrimonial é superior ao valor de mercado (i.e. patrimônio intangível negativo), o que pode sinalizar uma possível descrença do mercado no futuro da empresa, apesar do crescimento do patrimônio físico, por diversos motivos (e.g. revoluções tecnológicas e concorrentes "à frente", sem que a empresa consiga se adequar, com a velocidade necessária, ao novo cenário do mercado).

Por outro lado, há situações de aumento no *VPIN* com uma concomitante redução no *VPFS*. Isso pode ser observado em empresas cuja crença do mercado nos seus futuros (i.e. suas ideias, estratégias e intanções - patrimônio intangível) independe do crescimento atual do seu patrimônio físico (e até supera reduções). Diversas empresas já vivenciaram essa situação, em especial no início das operações. Um exemplo bastante conhecido é o da Amazon, cujas notícias há alguns anos anunciavam que "a ação tende a subir, apesar da empresa não ter lucro de forma consistente" (Saito, 2015).

É importante ressaltar que os resultados se referem a uma média amostral, isto é, a situação que mais se repetiu no período analisado. Nessa mesma amostra, podem existir



diversas empresas com o coeficiente do *VPIN* positivo. No entanto, a situação sobressalente foi a de um sinal negativo, o que indica essa movimentação oposta entre os patrimônios da empresa.

Além disso, o modelo 2 foi estruturado de forma que pudesse ser visualizada a influência do patrimônio intangível (variável preditora) no patrimônio físico (variável dependente), acrescidos os controles para maior robustez do modelo. Contudo, essa configuração acaba por ocultar um detalhamento importante na verificação de como se dá a conversão do patrimônio intangível em patrimônio físico, dado que não é possível visualizar o comportamento dos dois patrimônios de forma concomitante. Uma possível solução seria um modelo econométrico que vincula os dois patrimônios (físico e intangível), como variáveis preditoras, a uma terceira variável dependente. Isso será detalhado na sessão 5.3.

As variáveis de controle a nível de firma (*SIZE* e *AUD*) mostraram-se positivas e significativas a um nível de 99% de confiança em todas as regressões, o que pode significar uma forte relação diretamente proporcional, tanto do tamanho das firmas, quanto dos pareceres de auditoria sem ressalvas, com a variação do patrimônio físico das empresas da amostra no período analisado.

Já as variáveis a nível de país (*INF*, *PIB* e *EPU*) tiveram suas significâncias alteradas a depender de quais variáveis de controle compunham o modelo e de qual controle foi feito (de firma ou de firma concomitantemente com país). A inflação (*INF*) teve sua maior significância (90% de confiança) e maiores parâmetros (coeficiente e estatística *t*) no último modelo regressivo, o qual apresenta todas as variáveis e controles por efeitos fixos. Seu sinal positivo pode sugerir, conforme propõe Fisher (1930), que os ativos reais, como parte do setor real da economia, deveriam mover-se *pari passu* com as taxas esperadas de inflação.



De forma oposta, o índice de incerteza da política econômica (*EPU*) perdeu sua significância estatística no último modelo. O sinal negativo nos modelos em que houve significância pode propor uma relação negativa entre a *VPFS* e maiores incertezas das políticas econômicas. O PIB, por sua vez, também teve sua significância alternada e uma relação positiva com a variação do patrimônio físico, o que pode sugerir melhores condições para o aumento do *PF* em cenários de crescimento da economia.

É importante destacar a divergência nos resultados nos cenários em que há o controle dos efeitos fixos, tanto por firma quanto por firma e por ano, simultaneamente. O controle por firma se justifica pela heterogeneidade não observada no nível da firma, invariante ao longo do período amostral. Já o controle por ano deve-se à heterogeneidade não observada ao longo do período amostral, invariante às firmas. Os efeitos fixos da firma são invariantes no tempo, e os de ano são invariantes para a firma. Por isso, foram usados simultaneamente em uma única regressão.

Ambos os modelos com o controle de efeitos fixos por firma e firma/ano confirmaram a interpretação de predominância, em média, de movimento oposto para os patrimônios físico e intangível (i.e. covariância negativa); mas com medidas de R^2 e estatística F consideravelmente superiores aos modelos sem o controle por efeitos fixos de firma e/ou ano.

4.5. Análise da Hipótese H₃

Analisa-se, nesta hipótese, a dinâmica de conversão e renovação da riqueza intangível em tangível, mas dessa vez setorialmente. Espera-se que setores mais inovadores e com maior perspectiva futura renovem seu patrimônio intangível a uma taxa maior do que sua conversão em patrimônio físico, conforme anunciado na hipótese 3:



H₃: A taxa de renovação do patrimônio intangível em patrimônio físico é maior (menor) para setores mais (menos) inovadores e com maiores (menores) perspectivas futuras.

Se variação do patrimônio intangível possuir significância estatística com coeficiente positivo (entre 0 e 1), isso significa que ambos os patrimônios andam na mesma direção (no caso, quando um aumenta, o outra também aumenta, e vice-versa). Caso contrário (i.e. coeficiente negativo entre -1 e zero), os patrimônios físico e intangível possuem, na média amostral observada, movimentos em direções opostas (i.e. quando um aumenta, o outro diminui e vice-versa).

Sabe-se que o patrimônio intangível se refere a ideias, estratégias e decisões a implementar, o que acaba sendo vinculado à característica da inovação. Coeficientes maiores para a variação do patrimônio intangível apontam para maiores taxas de renovação do patrimônio intangível em patrimônio físico.

No entanto, o modelo 2 foi estruturado de forma que oculta a verificação de como se dá a conversão do patrimônio intangível em patrimônio físico de forma mais completa, dado que não é possível visualizar o comportamento dos dois patrimônios de forma concomitante. Para que seja possível esse nível de detalhamento, serão realizados testes de robustez, detalhados na sessão seguinte.

Tabela 8
Resultados da Hipótese 3

Hipótese 03											
<i>VPFS</i>	Setor 10	Setor 15	Setor 20	Setor 25	Setor 30	Setor 35	Setor 40	Setor 45	Setor 50	Setor 55	Setor 60
Constante	-0.48*** (-12.00)	-0.72*** (-13.63)	-0.49*** (-16.03)	-0.57*** (-14.73)	-0.50*** (-7.87)	-1.29*** (-20.09)	-0.33*** (-8.23)	-0.93*** (-15.82)	-0.91*** (-10.10)	0.08 (1.04)	-0.43*** (-4.23)
<i>VPIN</i>	-0.02*** (-12.55)	-0.06*** (-22.85)	-0.02*** (-11.50)	-0.01*** (-8.57)	-0.007*** (-2.28)	-0.04*** (-20.99)	-0.02*** (-8.40)	-0.03*** (-13.68)	-0.02*** (-6.21)	-0.06*** (-17.48)	-0.07*** (-11.53)



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

Hipótese 03

<i>VPFS</i>	Setor 10	Setor 15	Setor 20	Setor 25	Setor 30	Setor 35	Setor 40	Setor 45	Setor 50	Setor 55	Setor 60
<i>SIZE</i>	0.06*** (13.15)	0.09*** (14.76)	0.07*** (18.52)	0.08*** (17.28)	0.06*** (8.10)	0.13*** (21.14)	0.05*** (11.12)	0.11*** (17.16)	0.11*** (10.31)	0,008 (-0.94)	0.04*** (3.95)
<i>AUD</i>	0.03*** (3.51)	0.06*** (4.65)	0.02*** (3.59)	0.02*** (2.54)	0.04*** (3.41)	0.15*** (10.92)	0.03*** (3.07)	0.11*** (8.33)	0,05*** (2.68)	0,00 (0.00)	0.04** (1.97)
<i>INF</i>	0.01 (1.56)	0,003 (0.32)	0,005 (1.03)	0.000 (-0.09)	0,010 (1.37)	0,001 (0.09)	0.006 (0.86)	0.013 (1.08)	0,009 (1.06)	-0,004 (-0.46)	0.03 (1.63)
<i>PIB</i>	0.00* (1.93)	0,00 (0.02)	0,00 (0.25)	0.008* (1.73)	0.00 (0.00)	0.004 (0.88)	-0.001 (-0.40)	-0.002 (-0.30)	0,008 (1.02)	-0,005 (-0.83)	0.009 (0.85)
<i>EPU</i>	0.00*** (0.64)	0,00 (-0.31)	0,00 (-0.37)	0,00 (0.79)	0,00 (-0.03)	0,00 (-0.25)	-0.00** (-1.68)	0,00 (-0.74)	-0.00* (-1.72)	0,00 (-0.91)	0,00 (0.18)
Controle EF por firma	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle EF por ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	7,481	7,645	7,985	5,196	2,008	9,146	4,090	6,620	2,646	1,204	1,575
Nº empresas	803	798	739	592	213	1236	777	754	287	134	259
R² ajustado	0.3820	0.4114	0.6337	0.5004	0.5671	0.5950	0.3504	0.6206	0.4980	0.7585	0.3399
Estatística F	57.32	127.17	80.64	62.08	15.14	166.39	34.67	86.56	26.21	51.92	26.19
P-valor (F)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

VPFS é a variação do patrimônio físico da empresa; *VPIN* é a variação do patrimônio intangível da empresa; *SIZE* é o tamanho da empresa; *AUD* é o parecer da auditoria da empresa; *INF* é o índice de inflação anual; *PIB* é a variação anual do PIB e *EPU* é o índice *Economic Policy Uncertainty*. Essas variáveis foram coletadas de 35.367 empresas, por meio do banco de dados do Compustat NA, do World Bank e de Baker et al (2016). Estatística t em parêntesis, abaixo dos coeficientes β . Nível de significância estatística: *** (1%), ** (5%) e * (10%). As regressões foram estruturadas com erros padrões robustos.

Ao visualizar a tabela 8, observa-se um comportamento semelhante a todos os setores: coeficientes da variação do patrimônio intangível (*VPIN*) negativos. Da mesma forma que foi constatado na hipótese 2, as interpretações desses resultados podem incluir tanto um aumento no *VPFS* com uma concomitante redução no *VPIN* (o que poderia significar uma conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico sem a concomitante renovação do patrimônio intangível), quanto um aumento no *VPIN* com uma concomitante redução no *VPFS* (uma



destruição de valor - redução do patrimônio físico - e concomitante renovação do patrimônio intangível).

Tais resultados confirmam a necessidade da readequação do modelo econométrico, através de testes de robustez, para um alternativo que vincule os dois patrimônios (físico e intangível), como variáveis preditoras, a uma terceira variável dependente, de modo que seja possível visualizar o comportamento dos dois patrimônios de forma concomitante e, assim, realizar uma comparação e análise setorial.

5. Testes de Robustez

O conceito de robustez está atrelado a várias interpretações. Frequentemente, está associado às ideias de flexibilidade, insensibilidade, resistência e estabilidade, com as quais por vezes se confunde (Pires & Branco, 2007). Segundo os autores, trata-se de um procedimento que consiste em escolher uma ação, de um conjunto de ações possíveis, que seja suficientemente flexível para poder servir muitas das opções que possam surgir no futuro.

Armstrong et al (2022) defendem que inferências causais confiáveis requerem, além de uma teoria convincente e métodos compatíveis, testes de robustez para triangular inferências através de suposições teóricas (muitas vezes implícitas).

Além dos testes tradicionais estatísticos realizados nesta pesquisa (Teste de Hausman, Estatística F, R^2 ajustado e a utilização de erros padrões robustos - o que dispensa o teste de Durbin Watson -), serão realizados testes com variáveis e modelos estatísticos alternativos, para que as inferências sejam embasadas em diferentes (em que pese, com a mesma finalidade) contextos e, dessa forma, possam confirmar ou destoar dos resultados obtidos até o momento.



5.1 Teste com medidas alternativas para a variação do patrimônio físico (VPF)

Este teste foi realizado com a finalidade de ratificar se haveria discrepância nos resultados dos testes estatísticos de regressão linear relacionada à medida utilizada para calcular a variação do patrimônio físico (i.e. lucro antes de itens extraordinários - *IB*), como observado na fórmula abaixo:

$$VPFS_{i,t} = \frac{IB_{i,t}}{ATgw_{i,t}}$$

Em que:

$VPFS_{i,t}$ = Variação do patrimônio físico, da empresa *i*, no ano *t*;

$IB_{i,t}$ = Lucro antes de itens extraordinários, da empresa *i*, no ano *t*;

$ATgw_{i,t}$ = Ativo total ajustado (sem o *goodwill* e outros intangíveis sem vida útil

definifa), da empresa *i*, no ano *t*.

Como citado na sessão 3.3.1.2, a medida que mais se adequaria para esta pesquisa seria o lucro abrangente (resultante das alterações patrimoniais do período, exceto as oriundas de transações com os sócios). No entanto, essa medida só está disponível no banco de dados a partir de 2009, o que reduziria significativamente o número de observações disponível. Dessa forma, foi escolhida a medida lucro antes de itens extraordinários (*IB*) para substituí-la. Contudo, foram identificadas mais duas medidas no banco de dados Compustat NA que, em tese, se apresentam como satisfatórias para o objetivo da variável (relatar a variação nas operações - lucro - ocorridas no patrimônio físico).

A primeira medida é anterior ao *IB* na demonstração do resultado modelo do Compustat NA, o *Pretax Income (PI)*. Ou seja, o *PI* equivale ao *IB* antes do desconto das



reservas não tributadas, imposto de renda, participações minoritárias e itens líquidos. Assim, a o cálculo da variação do patrimônio físico ficaria da seguinte forma:

$$VPFS_{i,t} = \frac{PI_{i,t}}{ATgw_{i,t}}$$

Em que:

$VPFS_{i,t}$ = Variação do patrimônio físico, da empresa i , no ano t ;

$PI_{i,t}$ = Lucro antes de reservas não tributadas, imposto de renda, participações minoritárias, itens líquidos e itens extraordinários, da empresa i , no ano t ;

$ATgw_{i,t}$ = Ativo total ajustado (sem o *goodwill* e outros intangíveis sem vida útil definifa), da empresa i , no ano t .

Outra alternativa encontrada para o cálculo da variação do patrimônio físico foi o lucro operacional (*OPINC*), o qual equivale ao *PI* antes das receitas e despesas não operacionais (e.g. amortizações e provisões sobre ativos financeiros, descontos à vista, lucros de equivalência patrimonial, dentre outros). Assim, o *VPFS* será calculado da seguinte forma:

$$VPFS_{i,t} = \frac{OPINC_{i,t}}{ATgw_{i,t}}$$

Em que:

$VPFS_{i,t}$ = Variação do patrimônio físico, da empresa i , no ano t ;

$OPINC_{i,t}$ = Lucro operacional, da empresa i , no ano t ;

$ATgw_{i,t}$ = Ativo total ajustado (sem o *goodwill* e outros intangíveis sem vida útil definifa), da empresa i , no ano t .



O modelo econométrico utilizado foi o modelo 2 (detalhado na sessão 3.3.1.2) e os resultados constam na tabela 9.

Tabela 9
Resultados do Teste de Robustez 1

<i>VPFS</i>	Hipótese 02 (Lucros alternativos)					
	IB	OPINC	PI	IB	OPINC	PI
Constante	-0.702*** (-29.36)	-0.728*** (-28.40)	-0.721*** (-28.43)	-0.762*** (-45.77)	-0.80*** (-46.51)	-0.792*** (-45.09)
<i>VPIN</i>	-0.035*** (-14.95)	-0.034*** (-13.89)	-0.037*** (-14.85)	-0.036*** (-44.56)	-0.035*** (-41.93)	-0.03*** (-44.22)
<i>SIZE</i>	0.091*** (23.26)	0.096*** (22.87)	0.096*** (23.17)	0.093*** (46.31)	0.10*** (47.95)	0.09*** (46.78)
<i>AUD</i>	0.057*** (10.89)	0.061*** (11.03)	0.059*** (10.57)	0.070*** (16.75)	0.07*** (16.98)	0.07*** (16.44)
<i>INF</i>	0.0010 (1.04)	0.001 (1.15)	0.001* (1.58)	0.071** (2.38)	0,005* (1.83)	0.007** (2.24)
<i>PIB</i>	0,00 (0.21)	0,000 (0.66)	0,000 (0.69)	0.003** (1.83)	0,003** (2.14)	0.003* (1.69)
<i>EPU</i>	-0.00*** (-3.63)	-0.0001*** (-4.22)	-0.0001*** (-4.39)	-0,00 (0.77)	0,000 (1.57)	0,000 (1.21)
Controle EF por firma	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
Controle EF por ano	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
Observações	57,667	57,657	57,667	56,249	56,241	56,249
Nº empresas	8,110	8,108	8,110	6,695	6695	6695
R² ajustado	0.1262	0.1301	0.1290	0.5583	0.5718	0.5585
Estatística F	133.45	126.97	133.18	719.93	712.03	719.72
P-valor (F)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

VPFS é a variação do patrimônio físico da empresa; *VPIN* é a variação do patrimônio intangível da empresa; *SIZE* é o tamanho da empresa; *AUD* é o parecer da auditoria da empresa; *INF* é o índice de inflação anual; *PIB* é a variação anual do PIB e *EPU* é o índice *Economic Policy Uncertainty*. Essas variáveis foram coletadas de 35.367 empresas, por meio do banco de dados do Compustat NA, do World Bank e de Baker et al (2016). Estatística t em parêntesis, abaixo dos coeficientes β . Nível de significância estatística: *** (1%), ** (5%) e * (10%). As regressões foram estruturadas com erros padrões robustos.



Como pôde ser observado, os resultados para os testes de regressão linear, tanto com controle dos efeitos fixos por firma/ano quanto sem esses controles, apresentaram resultados bastantes semelhantes para as três variáveis selecionadas (*IB*, *PI* e *OPINC*) no cálculo da variação do patrimônio físico.

A variável preditora de interesse (variação do patrimônio intangível - *VPIN* -), em ambos os cenários analisados (com e sem controle dos efeitos fixos), teve uma variação inferior a 10% quando calculada pelas medidas alternativas de lucro (*PI* e *OPINC*), permanecendo com o mesmo nível de significância em todos os casos (1%).

Entende-se, portanto, que a escolha da medida de lucro a compor o cálculo da variação do patrimônio físico não é um fator que altera, de forma significativa, os resultados, de modo que a escolha pelo lucro antes de itens extraordinários (*IB*) será mantida para os demais testes econométricos desta pesquisa.

5.2 Teste com a variável variação do patrimônio intangível (*VPIN*) sem *missing values*

A realização desse teste de robustez se deve a uma limitação elencada na sessão 4.1 (i.e. variáveis que não abrangem o mesmo número de observações, seja por limitações de disponibilização dos dados ou pelo próprio ajuste inicial realizado para a operacionalização da pesquisa, detalhado na sessão 3.2).

A variável com o menor número de observações foi a variação do patrimônio intangível (*VPIN*), com 61.274 observações, o que muito destoa do número de observações das demais variáveis (em especial as que possuem dados em todas as empresas e períodos analisados, que totaliza 251.785 observações). Esse valor do *VPIN*, consideravelmente inferior às demais variáveis, deve-se ao fato de ser resultante de uma variação absoluta da variável *PIN* (também reduzida nas observações (80.301) devido aos dados faltantes de *MKVL* e *EQT*). Isto é, *VPIN*



depende da disponibilidade de dois anos consecutivos de *PIN* para que seja possível o seu cálculo.

Posto isto, foram recalculadas tanto as estatísticas descritivas, quanto a regressão linear da hipótese 2, para averiguar se os resultados serão significativamente divergentes ou manterão a mesma linha interpretativa. Além disso, a regressão também será subdividida para os casos de a variação do patrimônio físico ser positivo (> 0) e negativo (< 0), a fim de obter um detalhamento melhor acerca das forças de renovação e conversão entre os patrimônios intangível e físico, o que poderá também ratificar os resultados obtidos na sessão 4.4.

Tabela 10

Resultados do Teste de Robustez 2 - Estatísticas Descritivas

	N	Média	Desvio Padrão	p25	p50	p75	Mínimo	Máximo
<i>PFS</i>	61.275	0,67	0,41	0,40	0,64	0,88	0,03	2,55
<i>VPFS</i>	61.240	-0,12	0,53	-0,10	0,02	0,08	-5,10	0,42
<i>PIN</i>	61.275	1,82	3,32	0,10	0,75	2,17	-0,62	24,81
<i>VPIN</i>	61.275	-0,11	1,94	-0,35	-0,01	0,28	-10,60	8,29
<i>MKRET</i>	61.275	0,29	1,19	-0,25	0,05	0,40	-0,89	9,32
<i>MKVL</i>	61.275	4.410,26	11.120	71,40	451	2.475	0,58	57.884
<i>GWYES</i>	61.275	0,56	0,50	0,00	1,00	1,00	0,00	1,00
<i>GW</i>	61.275	863,71	4.203	0,00	3,13	171,40	0,00	146.370
<i>INTANO</i>	61.275	587,83	4.130	0,00	3,33	83,64	-1,00	163.827
<i>NSHRS</i>	61.275	207,20	1.692	22,46	51,48	132,89	0	339.742
<i>PRC_F</i>	61.275	32,42	440,02	2,62	11,32	31	0,00	96.600
<i>IB</i>	61.240	274,76	1.679	-9,52	4,30	88,63	-29.580	104.821
<i>AT</i>	61.275	10.072,43	72.511	77,04	498,32	2.839	0,00	4.305.288
<i>EQT</i>	61.275	2.682,95	11.095	42,71	230,15	1.090	0,00	294.040
<i>SIZE</i>	61.274	6,06	2,51	4,27	6,11	7,81	-6,22	14,47
<i>AUD</i>	61.275	0,72	0,45	0,00	1,00	1,00	0,00	1,00
<i>INF</i>	60.581	2,34	2,21	1,43	1,95	2,87	-4,48	72,43
<i>PIB</i>	61.022	2,14	2,52	1,67	2,29	2,95	-23,51	24,37
<i>EPU</i>	57.701	175,04	87,45	115,02	151,55	214,95	15,30	616,52

PFS é o valor absoluto do patrimônio físico da empresa; *VPFS* é a variação do patrimônio físico da empresa; *PIN* é o valor absoluto do patrimônio intangível da empresa; *VPIN* é a variação do patrimônio intangível da empresa; *MKRET* é o retorno de mercado; *MKVL* é o valor de mercado; *GWYES* é a presença de *goodwill* nas demonstrações contábeis; *GW* é o valor do *goodwill* nas demonstrações contábeis; *INTANO* é o valor dos outros intangíveis sem vida útil definida nas demonstrações



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

contábeis; *NSHRS* é o número de ações conforme o ajuste de *split*; *PRC_F* é o preço de fechamento das ações conforme ano fiscal; *IB* é o lucro antes de itens extraordinários; *AT* é o ativo total; *EQT* é o patrimônio líquido; *SIZE* é o tamanho da empresa; *AUD* é o parecer da auditoria da empresa; *INF* é o índice de inflação anual; *PIB* é a variação anual do PIB e *EPU* é o índice *Economic Policy Uncertainty*. Essas variáveis foram coletadas de 35.367 empresas, por meio do banco de dados do Compustat NA, do World Bank e de Baker et al (2016).

Ao excluir as observações das demais variáveis em que o *VPIN* possuía *missing value* (i.e. manter na amostra apenas as observações das empresas/anos em que *VPIN* tinha algum valor), com o intuito de deixar o painel menos desbalanceado, foram obtidas as estatísticas descritivas da tabela 10.

Percebe-se que as variáveis de interesse *PFS*, *VPFS*, *PIN* e *VPIN* não tiveram mudanças significativas. As médias, na ordem, passaram de 0,61; -0,17; 1,73 e -0,11 para, respectivamente, 0,67; -0,12; 1,82 e -0,11. Para as demais variáveis, a mudança também não foi muito expressiva (uma média de 14%), exceto pelo *MKVL*, *GW* e *IB*, que aumentaram, respectivamente, 81,21%; 82,45% e 65,50% com a exclusão dos *missing values* da variável *VPIN*.

Tabela 11
Resultados do Teste de Robustez 2 - Regressão linear

<i>VPFS</i>	Hipótese 02 (Sem <i>missing values</i>)		
	<i>VPIN</i> ≠ MV	<i>VPFS</i> > 0	<i>VPFS</i> < 0
Constante	-0.762*** (-45.77)	-0.99*** (-37.34)	-0.65*** (-30.47)
<i>VPIN</i>	-0.036*** (-44.56)	-0.08*** (-39.52)	0.014*** (9.63)
<i>SIZE</i>	0.093*** (46.31)	0.13*** (42.12)	0.08*** (32.54)
<i>AUD</i>	0.070*** (16.75)	0.07*** (10.87)	0.05*** (10.21)
<i>INF</i>	0.071**	0.006	0.009**



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

<i>VPFS</i>	Hipótese 02 (Sem <i>missing values</i>)		
	(2.38)	(1.47)	(2.54)
<i>PIB</i>	0.003** (1.83)	0.006* (2.17)	0.002 (1.16)
<i>EPU</i>	-0,00 (0.77)	0.00 (0.58)	-0.00 (-0.04)
Controle EF por firma	Sim	Sim	Sim
Controle EF por ano	Sim	Sim	Sim
Observações	56,249	26,542	27,685
Nº empresas	6,695	5087	5537
R² ajustado	0.5583	0.6059	0.5508
Estatística F	719.93	485.37	214.63
P-valor (F)	0,0000	0,0000	0,0000

VPFS é a variação do patrimônio físico da empresa; *VPIN* é a variação do patrimônio intangível da empresa; *SIZE* é o tamanho da empresa; *AUD* é o parecer da auditoria da empresa; *INF* é o índice de inflação anual; *PIB* é a variação anual do PIB e *EPU* é o índice *Economic Policy Uncertainty*. Essas variáveis foram coletadas por meio do banco de dados do Compustat NA, do World Bank e de Baker et al (2016). Estatística t em parêntesis, abaixo dos coeficientes β . Nível de significância estatística: *** (1%), ** (5%) e * (10%). As regressões foram estruturadas com erros padrões robustos.

Ao observar os resultados da primeira coluna na tabela 11, observa-se que os valores permanecem os mesmos da regressão da tabela 7. Não houve alteração dos valores com a exclusão dos *missing values* de *VPIN*, o que significa que, ao executar a regressão do modelo econométrico 2, com os controles dos efeitos fixos por firma e ano e sem realizar nenhum ajuste nas variáveis, o próprio do *software* (Stata)³ realiza esse balanceamento no banco de dados; o que evidencia que, nessa modalidade de regressão, não há nenhum prejuízo causado pelo desbalanceamento do painel (i.e. diferentes números de observações para cada variável).

Já as regressões com os filtros da variação do patrimônio físico positiva e negativa (colunas 3 e 4) ratificaram os resultados obtidos das regressões listados na tabela 7. Mais detalhadamente, para a regressão apenas com valores positivos de *VPFS*, o coeficiente de

³ O pacote utilizado no Stata para o cálculo das regressões com controle dos efeitos fixos foi o *Reghdfe* (Correia, 2017).



VPIN é negativo, o que suporta os resultados da sessão 4.4, cuja interpretação é que os patrimônios físico e intangível se movimentam em direções opostas. O mesmo é observado quando é realizado o filtro na regressão apenas com valores negativos de *VPFS*. Nesse caso, para uma variável dependente (*VPFS*) apenas com valores menores que zero, temos um coeficiente da variação do patrimônio intangível (*VPIN*) positivo. Em ambos os casos, os patrimônios físico e intangível possuem, na média amostral observada, uma predominância de movimentos em direções opostas (i.e. quando um aumenta, o outro diminui e vice-versa).

5.3 Teste com modelo econométrico alternativo para a Hipótese 2 e 3

O modelo econométrico 2 (sessão 3.3.1.2) foi estruturado de forma que pudesse ser visualizada a influência do patrimônio intangível (variável preditora) no patrimônio físico (variável dependente), acrescidos os controles para maior robustez do modelo. Contudo, essa configuração acaba por ocultar um detalhamento importante na verificação de como se dá a conversão do patrimônio intangível em patrimônio físico, dado que não é possível visualizar o comportamento dos dois patrimônios de forma concomitante.

Devido a essa falta de detalhamento ocultada, que acaba por comprometer a visualização de como se dá a conversão do patrimônio intangível em patrimônio físico e, conseqüentemente, o objetivo de testar empiricamente a visão alternativa sobre o *goodwill* contábil; optou-se por delinear um modelo econométrico alternativo, de forma que fosse possível visualizar o comportamento. Para isso, foi necessário vincular os dois patrimônios (físico e intangível), como variáveis predictoras, a uma terceira variável dependente.

Lustosa (2017), fundamentado na visão contábil à luz da ciência econômica, preconizada por Coase (1991) e reforçada pelo Gecon (Catelli, 2001), propõe que o valor econômico da empresa é formado por dois estados de riqueza que se entrelaçam: Patrimônio



Intangível e Patrimônio Físico (Lustosa, 2009), este derivado daquele. Além disso, é disseminado na literatura, de forma praticamente unânime, que o patrimônio físico possui influência no valor de mercado. Transações físicas nos ativos e passivos, independentemente de sua tangibilidade (tais como compras de outras empresas, investimentos em *startups*, desenvolvimento de novos produtos e até mesmo a contração de dívidas) afetam o valor de mercado das empresas (Lucchesi & Famá, 2007). Contudo, para que essas transações aconteçam, é necessário que tenham passado pelo patrimônio intangível antes - isto é, tenham sido ideias, planejamentos, estratégias, dentre outros.

Com base nessa linha de pensamento, o modelo econométrico delineado neste teste de robustez irá vincular os dois patrimônios (físico e intangível) ao valor de mercado, que se assemelha ao valor econômico da empresa. Para manter a aleatoriedade das variáveis e não incorrer no risco do fenômeno da heteroscedasticidade, serão utilizados os retornos em vez dos valores absolutos dessas três variáveis.

Com essa nova suposição teórica, a fim de triangular as inferências obtidas através de um modelo econométrico alternativo, espera-se averiguar, de forma mais detalhada, as forças de renovação e conversão entre os patrimônios.

São diversas as possibilidades interpretativas do modelo econométrico alternativo proposto neste trabalho. De forma geral, dois fatores interferem nesta interpretação: o sinal da variação do patrimônio intangível (i.e. positivo e negativo) e a comparação da magnitude dos seus respectivos valores (i.e. operador lógico maior ou menor). Um exemplo prático é o caso de a variação do patrimônio físico ser positiva e ter uma magnitude inferior (com coeficiente menor) do que a variação do patrimônio intangível, também positiva. Neste caso, em que o retorno agregado sobre o patrimônio intangível possui significância estatística superior ao retorno agregado do patrimônio físico, prevê-se uma predominância da renovação do



patrimônio intangível (e.g. ideias, estratégias e demais decisões a implementar) à conversão em patrimônio físico, visto a superioridade do valor da variação do patrimônio intangível comparada à do físico. Isto é, a empresa consegue converter em físico e, ainda assim, renovar seu "estoque" de patrimônio intangível.

Existem, ainda, outras interpretações para as conjecturas de cenários possíveis. Ao combinar as possibilidades de sinal com magnitude, obtém-se as possibilidades interpretativas detalhadas na tabela 12.

Tabela 12

Resultados do Teste de Robustez 3 - Interpretações possíveis

<i>RPF</i>	Operador	<i>RPIN</i>	Interpretação
Positivo	>	Positivo	Há uma predominância da conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico, com a concomitante renovação do patrimônio intangível.
Positivo	<	Positivo	Há uma predominância da renovação do patrimônio intangível, concomitante conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico.
Negativo	> ou <	Negativo	Há uma destruição de valor (redução do patrimônio físico), sem a renovação do patrimônio intangível.
Positivo	> ou <	Negativo	Há uma conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico sem a concomitante renovação do patrimônio intangível.
Negativo	> ou <	Positivo	Há uma destruição de valor (redução do patrimônio físico) e concomitante renovação do patrimônio intangível.

O modelo econométrico (**Modelo 3**), a ser utilizado para o modelo alternativo do teste de robustez das H_2 e H_3 , será:

$$MKRET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RPF_{i,t} + \beta_2 RPIN_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 AUD_{i,t} + \beta_5 INF_t + \beta_6 PIB_t + \beta_7 EPU_t + \gamma_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

⁽¹⁾ $MKRET_{i,t}$ = Retorno de mercado da empresa i , no ano t ;

⁽²⁾ $RPF_{i,t}$ = Retorno sobre o patrimônio físico da empresa i , no ano t ;



⁽³⁾ $RPIN_{i,t}$ = Retorno sobre o patrimônio intangível da empresa i , no ano t ;

⁽⁴⁾ $SIZE_{i,t}$ = Tamanho da empresa i , no ano t ;

⁽⁵⁾ $AUD_{i,t}$ = Parecer da auditoria da empresa i , no ano t ;

⁽⁶⁾ $INF_{i,t}$ = Inflação correspondente ao país de cada empresa, no ano t ;

⁽⁷⁾ $PIB_{i,t}$ = PIB correspondente ao país de cada empresa, no ano t ;

⁽⁸⁾ EPU_t = Índice *Economic Policy Uncertainty* correspondente ao país de cada empresa, no ano t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro, da empresa i , no ano t ;

γ_i = Controle dos efeitos fixos da firma;

λ_j = Controle dos efeitos fixos do ano.

Para o cálculo do retorno de mercado, será utilizada a variação relativa do valor de mercado ($MKVL$) da empresa i , no ano t ; conforme a fórmula abaixo:

$$MKRET_{i,t} = \frac{MKVL_n - MKVL_{n-1}}{MKVL_{n-1}};$$

Como proxy do valor de mercado ($MKVL$), será utilizado o produto da quantidade de ações ($NSHRS$), já ajustadas aos movimentos de split (quando existentes), pelo preço de fechamento das ações conforme ano fiscal (PRC_F), da empresa i , no ano t ; conforme a fórmula abaixo:

$$MKVL_{i,t} = (NSHARES_{i,t} * PRC_F_{i,t})$$



Sabe-se que o valor do patrimônio físico, fruto das decisões implementadas na empresa, é obtido quando todos os ativos e passivos incorridos são mensurados pelo custo de oportunidade. Contudo, visto que esse não é o modelo de mensuração contábil adotado, uma representação válida seria o valor justo, o qual é utilizado na avaliação dos ativos líquidos de uma empresa adquirida em uma combinação de negócios. Quando os patrimônios são consolidados, no entanto, surge o erro de mensuração, equivalente às diferenças entre o modelo contábil e econômico. Ainda assim, a medida que mais se aproxima é o valor do patrimônio líquido. Contudo, a fim de deixar a variável aleatória, será utilizada sua variação, representada pela razão entre o lucro antes de itens extraordinários (*IB*) e o patrimônio líquido ajustado médio do período⁴, conforme fórmula abaixo:

$$RPF_{i,t} = \frac{IB_{i,t}}{(EQTgw_{i,t} - EQTgw_{i,t-1}) / 2}$$

Em que:

$RPF_{i,t}$ = Retorno sobre o patrimônio físico, da empresa *i*, no ano *t*;

$IB_{i,t}$ * = Patrimônio líquido ajustado, da empresa *i*, no ano *t*;

$EQTgw_{i,t}$ = Patrimônio líquido ajustado (sem o *goodwill* e outros intangíveis sem vida útil definifa), da empresa *i*, no ano *t*;

$EQTgw_{i,t-1}$ = Patrimônio líquido ajustado (sem o *goodwill* e outros intangíveis sem vida útil definifa), da empresa *i*, no ano *t-1*.

O valor do patrimônio intangível, por sua vez, é obtido pela diferença entre o valor presente dos lucros econômicos futuros esperados (i.e. valor econômico ou valor de mercado) e

⁴ Foi utilizado o patrimônio líquido ajustado médio do período - $(EQTgw_{i,t} - EQTgw_{i,t-1}) / 2$ - em vez do $EQT_{i,t-1}$ para amenizar as possíveis distorções causadas pelas transações com os sócios no período, as quais alteram o patrimônio líquido sem decorrer das operações da empresa.



o patrimônio físico. Essa diferença equivale às decisões que ainda serão implementadas na empresa, e por isso não são capturadas sequer pela mensuração dos ativos líquidos pelo custo de oportunidade. Destarte, o retorno sobre o patrimônio intangível será obtido pela diferença entre o retorno de mercado e o retorno sobre o patrimônio líquido, *proxy* do patrimônio físico, conforme as fórmulas abaixo:

$$PIN_{i,t} = MKVL_{i,t} - EQTgw_{i,t}$$

Em que:

$PIN_{i,t}$ = Patrimônio intangível, da empresa i , no ano t ;

$MKVL_{i,t}$ = Valor de mercado da empresa i , no ano t ;

$EQTgw_{i,t}$ = Patrimônio líquido ajustado (sem o *goodwill* e outros intangíveis sem vida

útil definifa), da empresa i , no ano t .

$$RPIN_{i,t} = \frac{PIN_{i,t} - PIN_{i,t-1}}{PIN_{i,t-1}}$$

Em que:

$RPIN_{i,t}$ = Retorno sobre o patrimônio intangível, da empresa i , no ano t ;

$PIN_{i,t}$ = Patrimônio intangível, da empresa i , no ano t ;

$PIN_{i,t-1}$ = Patrimônio intangível, da empresa i , no ano $t-1$.

As variáveis de controle *SIZE*, *AUD*, *INF*, *PIB* e *EPU* foram detalhadas nas sessões

3.3.2 e 3.3.3.



Tabela 13

Resultados do Teste de Robustez 3 - Estatísticas Descritivas

	N	Média	Desvio Padrão	p25	p50	p75	Mínimo	Máximo
<i>MKRET</i>	164.623	0.37	1.41	-0.25	0.05	0.45	-0.89	9.32
<i>RPF</i>	80.399	-0.10	1.16	-0.21	0.05	0.16	-6.38	5.23
<i>RPIN</i>	67.563	0.15	2.68	-0.46	-0.01	0.47	-12.11	15.06
<i>SIZE</i>	208.020	5.20	2.47	3.51	5.13	6.86	-11.04	14.47
<i>AUD</i>	251.783	0.55	0.50	0.00	1.00	1.00	0.00	1.00
<i>INF</i>	249.600	2.70	10.94	1.62	2.34	03.03	-4.48	2075.89
<i>PIB</i>	250.690	2.51	2.20	1.80	2.71	3.77	-23.51	25.12
<i>EPU</i>	241.356	142.32	74.64	90.34	123.49	171.01	15.30	616.52

MKRET é o retorno de mercado; *RPF* é o retorno sobre o patrimônio físico; *RPIN* é o retorno sobre o patrimônio intangível; *SIZE* é o tamanho da empresa; *AUD* é o parecer da auditoria da empresa; *INF* é o índice de inflação anual; *PIB* é a variação anual do PIB e *EPU* é o índice *Economic Policy Uncertainty*. Essas variáveis foram coletadas de 35.367 empresas, por meio do banco de dados do Compustat NA, do World Bank e de Baker et al (2016).

Ao observar as únicas variáveis com valores alterados - *RPF* (antiga *VPFS*) e *RPIN* (antiga *VPIN*) -, percebe-se que o retorno sobre o patrimônio físico teve um aumento de 41% em relação à variação do patrimônio físico (de -17% para -10%) e o retorno sobre o patrimônio intangível teve um aumento de 236% em relação à variação do patrimônio intangível (de -11% para 15%).

A variação média do retorno sobre o patrimônio físico foi de -10%, o que significa que, na média, houve uma redução dos valores relativos à *proxy* desse patrimônio (no caso, o retorno - *IB* - gerado pelo capital médio do período - *PL* -). Enquanto isso, o retorno sobre o patrimônio intangível teve um valor médio amostral de 15% (i.e. como se o patrimônio intangível das empresas observadas, na média, tivesse um "estoque", sinalizando a continuidade das empresas, que permanecem atualizando suas ideias e estratégias para o futuro).

Os valores invertidos podem ser um primeiro indicativo do comportamento das forças de renovação e conversão entre os patrimônios. Conforme listado na tabela 12, a situação de um patrimônio físico negativo, inferior ao patrimônio intangível, enquadra a interpretação de



que "há uma destruição de valor (redução do patrimônio físico) e concomitante renovação do patrimônio intangível". Essa interpretação será ratificada após a análise econométrica do teste de robustez da hipótese 2 (sessão 5.3.1).

Tabela 14
Resultados do Teste de Robustez 3 - Matriz de Correlação

	<i>VIF</i>	<i>MKRET</i>	<i>RPF</i>	<i>RPIN</i>	<i>SIZE</i>	<i>AUD</i>	<i>INF</i>	<i>PIB</i>	<i>EPU</i>
<i>MKRET</i>	-	1							
<i>RPF</i>	1.02	-0.0253*	1						
<i>RPIN</i>	1.01	0.2896*	-0.0139*	1					
<i>SIZE</i>	4.55	0.0286*	0.1530*	0.0399*	1				
<i>AUD</i>	3.06	-0.0269*	0.0730*	-0.0037	0.1471*	1			
<i>INF</i>	3.03	-0.0032	0.0182*	-0.0297*	0.0018	-0.0100*	1		
<i>PIB</i>	1.92	-0.0305*	0.0151*	-0.0129*	-0.0100*	0.0562*	0.0221*	1	
<i>EPU</i>	3.60	-0.0183*	-0.0280*	-0.0308*	0.0339*	-0.0655*	-0.0024	-0.2949*	1

MKRET é o retorno de mercado; *RPF* é o retorno sobre o patrimônio físico; *RPIN* é o retorno sobre o patrimônio intangível; *SIZE* é o tamanho da empresa; *AUD* é o parecer da auditoria da empresa; *INF* é o índice de inflação anual; *PIB* é a variação anual do PIB e *EPU* é o índice *Economic Policy Uncertainty*. Essas variáveis foram coletadas de 35.367 empresas, por meio do banco de dados do Compustat NA, do World Bank e de Baker et al (2016).

Assim como foi observado na matriz de correlação referente ao modelo 2 (tabela 5), as variáveis, de modo geral, têm baixa correlação, o que indica que, possivelmente, não haverá o problema de multicolinearidade nos resultados. Não foram observadas correlações moderadas ou fortes nas variáveis que compõem o modelo econométrico 3.

Ao observar o fator de inflação da variância (VIF), indicador grau de multicolinearidade entre as variáveis independentes, não foi observado nenhum valor superior a 10, indicativo que não há multicolinearidade suficiente para distorcer as estimativas dos coeficientes das regressões.



5.3.1 Análise da Hipótese 2 com teste de robustez

Para operacionalizar o teste de robustez da hipótese 2 (H_2 : “A variação do patrimônio intangível é estatisticamente igual à variação do patrimônio físico no agregado das empresas”), foi delineado o modelo econométrico 3, segundo o qual vincula a retorno de mercado a ambos os retornos sobre o patrimônio físico e intangível. O raciocínio por trás desse modelo é, além de simular o valor econômico da empresa - composto pelos patrimônios físico e intangível -, conseguir visualizar os coeficientes de ambos, para que a interpretação das forças de renovação e conversão entre os patrimônios tenha um grau de detalhamento maior do que apenas mostrar se as variáveis possuem covariâncias positivas ou negativas (i.e. caminham na mesma direção ou oposta).

Tabela 15

Resultados do Teste de Robustez 3 - Regressão linear (Hipótese 2)

<i>MKRET</i>	Hipótese 02 - Teste de Robustez							
Constante	0.27*** (214.22)	-1.78*** (-28.52)	-1.77*** (-28.37)	-1.62*** (-25.85)	-1.62*** (-25.76)	-1.46*** (-22.32)	-1.47*** (-38.21)	-2.00*** (-38.84)
<i>RPF</i>	0.010** (1.98)	-0,0040 (-0.91)	-0,0040 (-0.85)	-0,0030 (-0.59)	-0,0020 (-0.45)	-0,0005 (-0.11)	-0,0005 (-0.13)	-0,0050 (-1.19)
<i>RPIN</i>	0.12*** (21.04)	0.11*** (19.69)	0.11*** (19.69)	0.11*** (19.37)	0.11*** (19.37)	0.11*** (18.99)	0.11*** (60.17)	0.11*** (57.45)
<i>SIZE</i>		0.34*** (32.82)	0.34*** (32.73)	0.34*** (32.58)	0.35*** (32.62)	0.36*** (32.72)	0.36*** (58.70)	0.36*** (57.75)
<i>AUD</i>			-0.03*** (-2.85)	-0.03** (-2.39)	-0,021 (-1.71)	-0,02 (-1.95)	-0,02* (-2.03)	0,01 (0.85)
<i>INF</i>				-0.07*** (-17.15)	-0.06*** (-16.34)	-0.06*** (-22.57)	-0.06*** (-19.60)	0.02** (2.33)



<i>MKRET</i>		Hipótese 02 - Teste de Robustez						
<i>PIB</i>					-0.02**	-0.03***	-0.03***	-0.001
					(-10.67)	(-12.18)	(-14.26)	(0.34)
<i>EPU</i>						-0.001***	-0.001***	-0.001
						(-12.43)	(-14.49)	(1.42)
Controle EF por firma	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
Controle EF por ano	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Observações	58,992	58,991	58,991	58,329	58,287	55,481	54,263	54,261
Nº empresas	7,820	7,820	7,820	7,739	7,735	7,376	6,158	6,157
R² ajustado	0.0831	0.0126	0.0125	0.0159	0.0160	0.0168	0.1794	0.2257
Estatística F	228.25	588.07	440.45	389.57	340.25	360.19	1295.33	1083.13
P-valor (F)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

MKRET é o retorno de mercado; *RPF* é o retorno sobre o patrimônio físico; *RPIN* é o retorno sobre o patrimônio intangível; *SIZE* é o tamanho da empresa; *AUD* é o parecer da auditoria da empresa; *INF* é o índice de inflação anual; *PIB* é a variação anual do PIB e *EPU* é o índice *Economic Policy Uncertainty*. Essas variáveis foram coletadas de 35.367 empresas, por meio do banco de dados do Compustat NA, do World Bank e de Baker et al (2016). Estatística t em parêntesis, abaixo dos coeficientes β . Nível de significância estatística: *** (1%), ** (5%) e * (10%). As regressões foram estruturadas com erros padrões robustos.

Verifica-se, ao analisar os resultados da regressão do teste de robustez da hipótese 2, uma maior significância, de modo geral, na variável retorno sobre o patrimônio intangível (*RPIN*), quando comparada ao retorno sobre o patrimônio físico (*RPF*), sendo esta variante a depender do modelo escolhido. Para esta análise, utilizar-se-á o modelo que, em tese, melhor captura a heterogeneidade não observada no nível da firma e ao longo do período amostral; além de ter medidas de R² e estatística F consideravelmente superior ao modelo sem o controle por efeitos fixos de firma e/ou ano (apresentado na última coluna da tabela 15).

Neste modelo com o controle de efeitos fixos por firma/ano, houve a confirmação da interpretação de predominância, em média, de um movimento oposto (i.e. covariância negativa) para os patrimônios físico e intangível (em que pese a falta de significância para aquele), o qual supõe duas interpretações possíveis detalhadas na sessão 4.4: (1) uma conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico sem a concomitante renovação do



patrimônio intangível e (2) uma destruição de valor - redução do patrimônio físico - e concomitante renovação do patrimônio intangível.

Agora, com o modelo econométrico 3 e a visualização dos coeficientes de ambos os patrimônios, pôde-se detalhar a interpretação obtida pelos testes estatísticos do modelo 2. Em outras palavras, antes estava disponível para a análise apenas o sinal do coeficiente da variação do patrimônio intangível, o qual permitia constatar se a covariância entre os patrimônios era positiva ou negativa. Com a readequação do modelo econométrico, é possível, além de verificar o sentido dos movimentos dos patrimônios, visualizar melhor como se dá a conversão do patrimônio intangível em patrimônio físico, devido aos sinais dos coeficientes e comparação de ambos.

Portanto, percebe-se, na média, uma destruição de valor (redução do patrimônio físico) e concomitante renovação do patrimônio intangível, evidenciados pelos coeficientes β negativo para o *RPF* (-0.0050, com um grau de significância de 30%, isto é, fora do padrão estipulado para o estudo) e positivo para o *RPIN* (0.0637, com um grau de significância de 1%). Visto que, no modelo apresentado na primeira coluna (sem as variáveis de controle), o *RPF* apresentou significância, os resultados pode indiciar empresas cuja crença do mercado nos seus futuros (i.e. suas ideias, estratégias e intenções - patrimônio intangível) não reflete o crescimento atual dos patrimônios físicos. Isto é, enquanto está havendo uma destruição de valor no físico da empresa, seu intangível está se renovando com novas ideias e estratégias para o futuro. Isto é, a hipótese foi, novamente, rejeitada, dado que há associação significativa entre as variações dos patrimônios físico e intangível.

Os sinais dos coeficientes que acompanham as variáveis *RPIN* e *RPF* estão condizentes com os resultados observados nas estatísticas descritivas (tabela 13), em que se notou uma variação relativa média positiva (15%) para o *RPIN* e uma variação relativa média



negativa (-10%) para o *RPF*; os quais sinalizaram uma predominância, agora confirmada, de covariância negativa entre essas variáveis.

Tal interpretação diz muito sobre a situação do mercado analisado no período escolhido. Apesar de ser um valor médio e não representar adequadamente todas as empresas constantes na amostra, de forma geral ilustra como a maior parte dessas empresas se comportou com relação à interação das forças de conversão e/ou renovação dos patrimônios físico e intangível. As explicações para esse fenômeno são inúmeras e estão fora do escopo desta pesquisa, a qual pretende apenas vislumbrar como se dá a conversão do patrimônio intangível em patrimônio físico; mas podem abordar fenômenos futuros iminentes e não enxergados diretamente, tal qual o avanço de tecnologias, sem que todas as empresas tenham a capacidade de colocá-las em prática na mesma intensidade, entre outras suposições que permanecem como sugestão para pesquisas futuras.

5.3.2 Análise da Hipótese 3 com teste de robustez

O último teste de robustez a ser realizado nesta pesquisa refere-se à hipótese 3 ("A taxa de renovação do patrimônio intangível em patrimônio físico é maior (menor) para setores mais (menos) inovadores e com maiores (menores) perspectivas futuras"). Essa hipótese, testada empiricamente na sessão 4.5 através do modelo 2, também trazia a mesma dificuldade operacional da hipótese 2 (sessão 4.4): conseguir visualizar os coeficientes de ambos os patrimônios físico e intangível, para que a interpretação das forças de renovação e conversão tenha um grau de detalhamento maior do que apenas mostrar se as variáveis possuem covariância positiva ou negativa.

Dessa forma, o modelo 3 proporcionou esse grau de detalhamento aumentado, cujas interpretações puderam não apenas contemplar o sentido das movimentações dos patrimônios



físico e intangível, mas também compará-los (inter e intra setores) e visualizar o que significa os *RPF* e *RPIN* positivos e negativos e suas possíveis combinações.

Sabe-se que o patrimônio intangível se refere a ideias, estratégias e decisões a implementar, o que acaba sendo vinculado à característica da inovação. Dessa forma, caso o coeficiente do retorno sobre o patrimônio intangível seja um valor positivo, isso significa que a empresa está renovando seu estoque de riqueza intangível. A depender do sinal e magnitude do retorno sobre o patrimônio físico, a renovação pode ser predominante à conversão (ou vice-versa) ou até mesmo acontecer de forma concomitante a uma destruição de valor do patrimônio físico.

Tabela 16

Resultados do Teste de Robustez 3 - Regressão linear (Hipótese 3)

Hipótese 03 - Teste de Robustez											
<i>MKRET</i>	Setor 10	Setor 15	Setor 20	Setor 25	Setor 30	Setor 35	Setor 40	Setor 45	Setor 50	Setor 55	Setor 60
Constante	-1.73*** (-11.87)	-2.07*** (-12.96)	-1.8*** (-16.16)	-1.86*** (-12.15)	-2.21*** (-8.91)	-1.97*** (-12.50)	-1.75*** (-9.13)	-1.77*** (-11.82)	-1.28*** (-5.65)	-2.26*** (-7.21)	-0.95*** (-2.33)
<i>RPF</i>	0.02 (1.26)	-0.08*** (-4.14)	0,007 (0.10)	0,02* (1.86)	-0,001 (-0.08)	-0.01 (-1.70)	0.02 (1.11)	-0,010 (1.32)	-0,005 (0.32)	-0,06*** (-2.92)	-0.05 (-1.08)
<i>RPIN</i>	0.02*** (4.41)	0.09*** (18.41)	0.12*** (27.41)	0.12*** (23.21)	0.09*** (9.95)	0.22*** (41.05)	-0,005 (-0.93)	0.14*** (29.01)	0.17*** (16.33)	0.06*** (6.38)	0.02** (2.16)
<i>SIZE</i>	0.34*** (20.33)	0.43*** (21.55)	0.34*** (23.61)	0.32*** (17.51)	0.35*** (10.84)	0.34*** (21.95)	0.37*** (15.25)	0.37*** (22.29)	0.22*** (7.83)	0.38*** (10.71)	0.21*** (4.71)
<i>AUD</i>	-0.04 (-1.24)	0.04 (1.08)	-0.03 (-1.36)	-0.02 (-0.76)	-0,07 (-1.30)	0.07** (2.18)	-0.02 (-0.45)	0,010 (0.47)	0.02 (0.35)	-0.29*** (-4.38)	-0,050 (-0.57)
<i>INF</i>	0.01 (0.33)	0.13*** (4.23)	-0.05*** (-2.95)	-0.02 (-0.80)	0,000 (-0.02)	0.004 (0.10)	-0.03 (-0.94)	-0.01 (-0.50)	-0.01 (-0.46)	-0.06 (-1.57)	-0,030 (-0.40)
<i>PIB</i>	-0.02 (-1.06)	-0.027 (-1.36)	0.03*** (3.56)	0.05*** (2.95)	0.03 (1.60)	0.02 (1.95)	0.007 (0.31)	-0.06*** (-2.87)	0.002 (0.12)	-0.06** (-2.23)	0,06 (1.42)



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

Hipótese 03 - Teste de Robustez											
<i>MKRET</i>	Setor 10	Setor 15	Setor 20	Setor 25	Setor 30	Setor 35	Setor 40	Setor 45	Setor 50	Setor 55	Setor 60
<i>EPU</i>	0,00 (-1.27)	0,00 (-0.78)	0,00 (-1.00)	0,00 (-1.50)	0,00 (0.52)	0,00 (1.79)	0,00 (-0.55)	0,00 (0.25)	0,00 (-0.29)	0,00 (-0.03)	0,00 (0.23)
Controle EF por firma	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle EF por ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	7,442	7,549	7,946	5,178	2,007	9,079	2,698	6,591	2,642	1,202	1,274
Nº empresas	801	785	735	590	214	1224	359	748	287	134	177
R² ajustado	0.2160	0.2893	0.2689	0.2941	0.2054	0.3178	0.1975	0.3339	0.2504	0.2547	0.1759
Estatística F	66.06	138.34	218.63	140.18	36.27	369.97	34.82	223.50	54.37	28.71	4.43
P-valor (F)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

MKRET é o retorno de mercado; *RPF* é o retorno sobre o patrimônio físico; *RPIN* é o retorno sobre o patrimônio intangível; *SIZE* é o tamanho da empresa; *AUD* é o parecer da auditoria da empresa; *INF* é o índice de inflação anual; *PIB* é a variação anual do PIB e *EPU* é o índice *Economic Policy Uncertainty*. Essas variáveis foram coletadas de 35.367 empresas, por meio do banco de dados do Compustat NA, do World Bank e de Baker et al (2016). Estatística t em parêntesis, abaixo dos coeficientes β . Nível de significância estatística: *** (1%), ** (5%) e * (10%). As regressões foram estruturadas com erros padrões robustos.

Os resultados da tabela 16 puderam fornecer uma perspectiva bastante ampliada e condizente com os resultados obtidos no primeiro teste econométrico da hipótese 3 (sessão 4.5). No modelo 2, cujos resultados da H_3 estão listados na tabela 8, a interpretação possível ficou limitada à direção dos movimentos entre as duas variáveis (se são iguais ou opostos).

Com o modelo 3, que vinculou o retorno sobre os patrimônios físico e intangível ao retorno de mercado, foi possível visualizar, pela comparação entre os setores, qual força é predominante em cada um dos patrimônios e se taxa de renovação do patrimônio intangível em patrimônio físico é, de fato, maior para setores mais inovadores e com maiores perspectivas futuras.

Na análise resultante dos testes econométricos do modelo 2, observou-se que todos os setores apresentaram um coeficiente negativo. Isto é, uma predominância, na média amostral observada, de que os patrimônios físico e intangível se movimentam em direções opostas. Contudo, não foi possível visualizar os coeficientes de ambos os patrimônios, o que limita a análise.



As interpretações desses resultados abrangiam tanto um aumento no patrimônio físico com uma concomitante redução no intangível (o que poderia significar uma conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico sem a concomitante renovação do patrimônio intangível), quanto um aumento no patrimônio intangível com uma concomitante redução no físico (uma destruição de valor - redução do patrimônio físico - e concomitante renovação do patrimônio intangível).

Com os resultados obtidos com o modelo 3, constantes na tabela 16, a covariância negativa (isto é, movimentação em caminhos opostos pelos patrimônios físico e intangível) prevaleceu em 72% dos setores. Apenas 3 setores divergiram dos resultados do modelo 2, isto é, apresentaram o mesmo sinal para os coeficientes de *RPF* e *RPIN*, a saber: setores de energia, industrial e bens de consumo discricionário.

Na tabela 17, é possível visualizar, de maneira sintética, os resultados dos coeficientes (β) de *RPF* e *RPIN*, atrelados às respectivas interpretações das forças predominantes da amostra (setor) observada no período selecionado.

Tabela 17
Resultados do Teste de Robustez 3 - Interpretações da Hipótese 3

Setor	<i>RPF</i>	<i>RPIN</i>	Interpretação
Energia	0.02	0.02***	Há uma predominância da conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico, com a concomitante renovação do patrimônio intangível.
Materiais	-0.08***	0.09***	Há uma destruição de valor (redução do patrimônio físico) e concomitante renovação do patrimônio intangível.
Industrial	0,007	0.12***	Há uma predominância da renovação do patrimônio intangível, concomitante conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico.
Bens de Consumo Discricionário	0,02*	0.12***	Há uma predominância da renovação do patrimônio intangível, concomitante conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico.
Produtos Básicos de Consumo	-0,001	0.09***	Há uma destruição de valor (redução do patrimônio físico) e concomitante renovação do patrimônio intangível.
Assistência Médica	-0.01	0.22***	Há uma destruição de valor (redução do patrimônio físico) e concomitante renovação do patrimônio intangível.



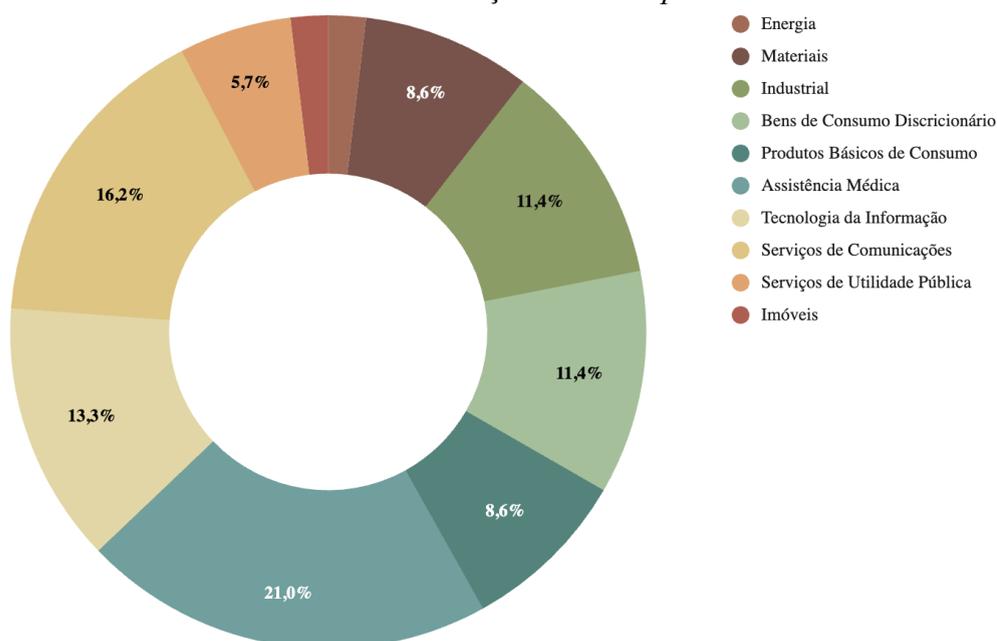
Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCont

Setor	RPF	RPIN	Interpretação
Serviços Financeiros	0.02	-0,005	Há uma conversão de patrimônio intangível em patrimônio físico sem a concomitante renovação do patrimônio intangível.
Tecnologia da Informação	-0,010	0.14***	Há uma destruição de valor (redução do patrimônio físico) e concomitante renovação do patrimônio intangível.
Serviços de Comunicações	-0,005	0.17***	Há uma destruição de valor (redução do patrimônio físico) e concomitante renovação do patrimônio intangível.
Serviços de Utilidade Pública	-0,06***	0.06***	Há uma destruição de valor (redução do patrimônio físico) e concomitante renovação do patrimônio intangível.
Imóveis	-0.05	0.02**	Há uma destruição de valor (redução do patrimônio físico) e concomitante renovação do patrimônio intangível.

No que tange à característica da inovação, percebe-se que, de fato, setores mais inovadores possuem uma taxa de renovação do patrimônio intangível em patrimônio físico maior. Um exemplo é o setor de assistência médica, cujo aumento de R\$ 1 milhão no patrimônio intangível provoca um aumento de \$ 220 mil no retorno de mercado. O gráfico 1 distribui os valores de *RPIN*, por setor e de forma percentual (i.e. valor do coeficiente de cada setor dividido pela soma dos coeficientes), para que seja possível visualizar quais setores, em tese, são mais inovadores por meio dos resultados da regressão do modelo 3.

Gráfico 1

Resultados do Teste de Robustez 3 - Distribuição do RPIN por setor





Os setores com as maiores taxas de renovação (i.e. maiores coeficientes do *RPIN*) são assistência médica, serviços de comunicações e tecnologia da informação; setores de fato conhecidos pela característica da inovação, tanto pela adaptação às revoluções decorrentes da era digital, quanto pela necessidade de se destacar para se manter no mercado. Essa inovação, inerente a esses setores, é visível aos olhos dos consumidores, devido a diversos fatores (e.g. lançamento frequente de produtos digitais - tanto na área de tecnologia da informação quanto de cuidados à saúde -, dinamicidade das empresas que fornecem conteúdo, em especial através das redes sociais; dentre outros).

O setor de serviços de comunicações está cada vez mais significativo na economia global. Tal setor se refere às empresas que fornecem conteúdo, como informação, publicidade, entretenimento, notícias e redes sociais, tais como Facebook (Meta), Google, Twitter e Netflix. A inovação deve fazer parte da cultura dessas empresas caso elas desejem se destacar no mercado. O Google, por exemplo, possui um modelo de inovação próprio, chamado de *entrepreneurial innovation*. Já a Netflix revolucionou a experiência de filmes em casa através da sua plataforma de streaming inovadora.

Outro setor que se destaca pela característica da inovação (e isso reflete nos coeficientes do patrimônio intangível) é o de tecnologia da informação. Empresas como Apple e Microsoft são, atualmente, reconhecidas como as maiores empresas do mundo em valor de mercado (cujo patrimônio intangível é significativamente superior ao físico), além de se destacarem pelo confronto de inovação em tecnologia.

Por outro lado, o setor com menor coeficiente significativo atrelado à taxa de renovação foi o de energia, cujo espaço para inovação é limitado, em especial devido ao fato desse setor, na maioria dos lugares, ser regulado pelo Estado.



Quanto ao retorno sobre o patrimônio físico, o setor que obteve destaque foi o de serviços financeiros, cujo *RPF* foi positivo (em que pese não significativo), enquanto o *RPIN* foi negativo e também sem significância estatística. Em caso de suposta significância, poderia ser visualizada uma situação de conversão do patrimônio intangível em patrimônio físico sem a concomitante renovação do patrimônio intangível.

Nesse caso, a interpretação se assemelha ao exemplo citado na sessão 4.4, em que o patrimônio físico está crescendo, mas o valor de mercado está menor do que o patrimônio físico, o que pode ser visualizado no indicador de mercado Preço/Valor patrimonial, que compara o valor de mercado da empresa com o capital dos acionistas (PL contábil). Quando tal medida é inferior a 1, percebe-se que o valor patrimonial é superior ao valor de mercado (i.e. patrimônio intangível negativo), o que pode sinalizar uma possível descrença do mercado no futuro da empresa, apesar do crescimento do patrimônio físico, por diversos motivos (e.g. revoluções tecnológicas e concorrentes "à frente", sem que a empresa consiga se adequar, com a velocidade necessária, ao novo cenário do mercado).

Na prática, tal fato pode ser observado em dois bancos com destaque no setor brasileiro: Banco do Brasil, cujo indicador "Preço/Valor patrimonial" é de 0.80⁵, enquanto o do Nubank é de 5.76⁶, ambos atualizados em setembro/2023. Tais valores deixam evidente a discrepância do intangível em ambas as empresas: a primeira (Banco do Brasil), mais tradicional e com menos recursos tecnológicos aos consumidores (reflete o intangível negativo), e a segunda (Nubank), uma das fintechs que revolucionou o mercado com diversas funcionalidades inovadoras, em especial a ausência de agências físicas e relacionamento com os consumidores completamente digital e reduzido em burocracias.

⁵ <https://valor.globo.com/empresas/valor-empresas-360/bbas3-banco-do-brasil/>

⁶ <https://finance.yahoo.com/quote/NU/key-statistics?p=NU>



Esse fenômeno de revolução da inovação no setor bancário é chamado de "revolução das fintechs". O investimento em tecnologia pelo setor bancário se caracterizava, predominantemente, como um elemento facilitador para dar apoio a suas operações. "Com as fintechs, a tecnologia foi aplicada ao negócio, misturou-se com o produto e colocou o consumidor no centro do desenvolvimento dos produtos e serviços" (Horn, 2021).

Tabela 18

Resultados do Teste de Robustez 3 - Coeficientes de RPIN e RPF

<i>RPIN</i>		<i>RPF</i>	
Setor	β	Setor	β
Assistência Médica	0.22***	Serviços Financeiros	0,027
Serviços de Comunicações	0.17***	Energia	0,027
Tecnologia da Informação	0.14***	Bens de Consumo Discricionário	0,021*
Industrial	0.12***	Industrial	0,007
Bens de Consumo Discricionário	0.12***	Produtos Básicos de Consumo	-0,001
Materiais	0.09***	Serviços de Comunicações	-0,005
Produtos Básicos de Consumo	0.09***	Assistência Médica	-0,010
Serviços de Utilidade Pública	0.06***	Tecnologia da Informação	-0,010
Imóveis	0.02***	Imóveis	-0,050
Energia	0.02**	Serviços de Utilidade Pública	-0,06***
Serviços Financeiros	-0,005	Materiais	-0,08***

Na tabela 18, é possível visualizar os setores e seus respectivos coeficientes por ordem de grandeza, em que pese alguns não possuam significância estatística.

É importante ressaltar dois fatos que interferem na interpretação dos dados. Primeiramente, os setores de serviços financeiros, energia, industrial, produtos básicos de consumo, serviços de comunicações, assistência médica, tecnologia da informação e imóveis não apresentaram significância estatística para a variável retorno sobre o patrimônio físico (*RPF*), apenas para o retorno sobre o patrimônio intangível (*RPIN*) - com exceção de serviços financeiros -.



Além disso, ressalta-se a limitação da pesquisa elencada na sessão 4.1. Isto é, essas inferências devem ser interpretadas com a ressalva da existência do erro de mensuração decorrente da forma de estimação do patrimônio intangível, o qual é calculado pela diferença entre o valor de mercado e o valor do patrimônio líquido contábil. Tal erro decorre das divergências nos processos de reconhecimento e mensuração da contabilidade tradicional e econômica. Caso houvesse, hipoteticamente, a possibilidade de mensurar o patrimônio líquido de forma econômica, os resultados poderiam ser interpretados com muito mais fidedignidade, dado que haveria a certeza de que os valores referentes a tal erro de mensuração estariam corretamente incorporados no patrimônio físico.

Por fim, com esse teste de robustez foi possível constatar que a hipótese 3 não foi rejeitada, isto é, a taxa de renovação do patrimônio intangível em patrimônio físico é, de fato, maior para setores mais inovadores e com maiores perspectivas futuras. Esse fato reforça a relevância do patrimônio intangível e da sua conversão e integração com o patrimônio físico no valor econômico da empresa.

6. Conclusão

O espaço para a discussão do *goodwill* está cada vez mais notório. A visão tradicional (i.e. um ativo cujos benefícios econômicos futuros decorrem de outros ativos adquiridos não individualmente identificados), além de muito questionada, agrega-se a fatos que comprovam a necessidade de uma reavaliação conceitual, desde a sua natureza aos métodos de mensuração.

A abordagem alternativa defendida por este trabalho propõe que o ágio derivado do excedente do custo de aquisição em relação ao valor justo dos ativos líquidos, atualmente denominado *goodwill* pela contabilidade, deveria ser visto como um patrimônio intangível,



cujo valor (com exceção do erro de mensuração) está atrelado a uma riqueza potencial que, numa dinâmica constante com o patrimônio físico, pode se converter (ou não) em riqueza real em futuras transações.

O objetivo desta pesquisa foi testar empiricamente a visão alternativa sobre o patrimônio intangível, do qual *goodwill* contábil faz parte, proposta por Lustosa (2009, 2017, 2019, 2020, 2022). Para isso, foram testadas três hipóteses. A primeira afirma, numa linha contraintuitiva, que empresas que não possuem *goodwill* possuem retorno de mercado, na média, maior do que as que se envolvem nesse tipo de operação. A segunda, que as forças de renovação anulam as de conversão de forma que, na média, não haja associação significativa entre as taxas de variação dos patrimônios físico e intangível. A terceira hipótese propõe que a taxa de renovação do patrimônio intangível é maior para setores mais inovadores e com maiores perspectivas futuras.

Os modelos econométricos delineados permitiram testar empiricamente a visão alternativa proposta por Lustosa e revelaram que: **(1)** O retorno agregado de mercado das empresas que não têm *goodwill* registrado é, de fato, superior ao retorno agregado de mercado das empresas que o têm, o que corroborou a expectativa da hipótese 1. Segundo a interpretação proposta por esta pesquisa, as empresas com *goodwill* registrado renunciaram a parte da riqueza potencial futura com a expectativa de retornos maiores do que o ágio desembolsado; **(2)** Na média da amostra analisada, houve uma destruição de valor (i.e. redução do patrimônio físico), com concomitante renovação do patrimônio intangível, fato que rejeitou a hipótese 2; **(3)** Os setores que apresentaram as maiores taxas de renovação do patrimônio intangível foram, assim como anunciado pela hipótese 3, os mais inovadores (i.e. assistência médica e tecnologia da informação).



Diante dos resultados empíricos obtidos nesta pesquisa, foi possível visualizar como se dá a dinâmica entre os patrimônios físico e intangível, assumindo que o último representa ideias, intenções e estratégias ainda não tangibilizados. Há diversas possibilidades referentes às forças dominantes (e.g. renovação do intangível, conversão em físico ou até mesmo sua destruição) que dependem de diversos aspectos econômico conjunturais. No caso da amostra analisada, no período de 1980 a 2022, foram predominantes a destruição de valor, com concomitante renovação do patrimônio intangível, dinâmica que pode se alterar daqui a alguns anos ou com amostras distintas.

Os impactos decorrentes desta pesquisa abrangem diversas áreas. Primeiramente, abre avenidas para outras pesquisas nesse ramo pouco explorado e de grande valia, tendo em vista a magnitude que o intangível vem tomando na economia global e a falta de consenso quanto a sua natureza e tratamento contábil. Remanesce, como sugestão para futuras pesquisas, os testes com variáveis exógenas como *proxy* do patrimônio intangível, cujos resultados permitirão corroborar (ou não) os obtidos neste trabalho.

Outra consequência possível, a partir dessa nova abordagem e da observação da dinâmica dos patrimônios físico e intangível, é o direcionamento de estratégias de investimento a partir da análise de setores/empresas e suas riquezas dominantes (e.g. operar comprado ou vendido, a depender das expectativas de valorização/desvalorização evidenciadas no comportamento dos patrimônios físico e intangível).

As contribuições deste trabalho estendem-se, também, aos órgãos normatizadores, visto que os resultados, ao mesmo tempo que contradizem a visão *mainstream* da teoria contábil e normatização atual, podem ser utilizados como base para uma nova visão da natureza do intangível, o qual está em discussão nos tempos atuais.



Contudo, ainda que os resultados sejam condizentes com o que está preconizado neste estudo acerca da nova abordagem proposta por Lustosa (2009, 2017, 2019, 2020, 2022), com raízes em um sistema de contabilidade econômica, preconizado por Coase (1990), é necessária uma abertura para mudança de concepções enraizadas.

O progresso na ciência não é uma simples reta que conduz à verdade. Trata-se mais de um progresso a distanciar-se de concepções e interações menos adequadas do mundo (Kuhn, 1978). Segundo o autor, a ciência se desenvolve através da criação e abandono de paradigmas, modelos consensuais adotados pela comunidade científica de uma época. Em momentos de crise, isto é, quando o paradigma é questionado, os cientistas mobilizam esforços para resolver as anomalias, momento este percebido na contabilidade. Órgãos normatizadores, acadêmicos e até mesmo especialistas de mercado estão empenhados em verificar um melhor tratamento contábil para o intangível, assunto cujo “júri ainda não deu o veredito” (Hughes, 1982).

Esta pesquisa dá um pontapé inicial para um possível despontamento de um novo paradigma, o qual não é superior ao anterior, apenas atende mais adequadamente às necessidades conjunturais atuais. É importante, por fim, ressaltar que a permanência no *status quo* pode ter consequências prejudiciais, tal como uma informação contábil com a utilidade reduzida por um tratamento inadequado do intangível.

7. Referências Bibliográficas

- Amir, E., Lev, B., & Sougiannis, T. (2003). Do financial analysts get intangibles? *European Accounting Review*, 12(4), 635–659. <https://doi.org/10.1080/0963818032000141879>
- Armstrong, C., Kepler, J. D., Samuels, D., & Taylor, D. (2022). Causality redux: The evolution of empirical methods in accounting research and the growth of quasi-experiments. *Journal of Accounting and Economics*, 101521.



<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2022.101521>

Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>

Barros, L. A. B. C., Bergmann, D. R., Castro, F. H., & Silveira, A. D. M. da . (2020).

Endogeneity in panel data regressions: methodological guidance for corporate finance researchers. *Revista Brasileira De Gestão De Negócios*, 22(spe), 437–461.

<https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4059>

Bline, D. M., Fischer, M. L., & Skekel, T. D. (2004). *Advanced accounting*. Wiley.

<https://www.wiley.com/college/bline/0471327751/samplechapter/ch01.pdf>

Bloom, M. (2013). Double accounting for goodwill: A problem redefined. In *Double*

Accounting for Goodwill: A Problem Redefined. <https://doi.org/10.4324/9780203014592>

Bontis, N. (2001). Assessing knowledge assets: A review of the models used to measure intellectual capital. *International Journal of Management Reviews*, 3(1), 41–60.

<https://doi.org/10.1111/1468-2370.00053>

Boyce, G., & Greer, S. (2013). More than imagination: Making social and critical accounting real. *Critical Perspectives on Accounting*, 24(2), 105–112.

<https://doi.org/10.1016/j.cpa.2012.06.002>

Brouthers, K. D., Van Hastenburg, P., & Van Den Ven, J. (1998). If most mergers fail why are they so popular? *Long Range Planning*, 31(3), 347–353.

[https://doi.org/10.1016/S0024-6301\(98\)80002-2](https://doi.org/10.1016/S0024-6301(98)80002-2)

Bruner, R. F. (2002). Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker.

Journal of Applied Finance, 12(1), 48–68. <https://doi.org/10.2469/dig.v33.n1.1205>

Bryman, A. (1984). The Debate about Quantitative and Qualitative Research: A Question of Method or Epistemology? *The British Journal of Sociology*, 35(1), 75–92.



<https://doi.org/10.2307/590553>

Buchanan, J. M. (1991). Opportunity Cost. *The World of Economics*, 520–525.

https://doi.org/10.1007/978-1-349-21315-3_69

Burke, M. J. (2019). Goodwill accounting: The matter of serial nonimpairment. *Management Accounting Quarterly*, 20(3), 1-9.

<https://www.proquest.com/openview/aa0a9dc6c9a061aaa42a59025b6cf5a3/1?pq-origsite=gscholar&cbl=42470>

Burrell, G., & Morgan, Ag. (1979). *Sociological Paradigms and Organisational Analysis* (1st ed.). Routledge, London and New York.

Canning, J. (1929). *Economics of accountancy: a critical analysis of accounting theory* (Doctoral dissertation, The University of Chicago).

Catelli, A. (2001). *Controladoria: uma abordagem da gestão econômica - GECON* (Ed. 1, Vol. 2). Atlas.

Chambers, R. J. (1966). Accounting, Evaluation and Economic Behavior. In Routledge (Ed.), *The Development of Accounting Theory (RLE Accounting)* (pp. 205–215).

<https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.4324/9781315881973-15/accounting-evaluation-economic-behavior-raymond-john-chambers>

Chang, M.-L., & Yen, T.-Y. (2015). Does Reversal of Asset Impairment Loss Matter? Evidence from China. *International Research Journal of Applied Finance*, VI.

<https://www.proquest.com/openview/28ebde297135bbe557ea0e49f07a1f34/1.pdf?pq-origsite=gscholar&cbl=2046325>

Chua, W. F. (1986). Radical Developments in Accounting Thought. *The Accounting Review*, 61(4), 601–632. <https://doi.org/10.1016/b978-008044725-4/50009-6>

Chua, W. F. (1988). Interpreting Sociology and Management Accounting- A Critical Review.



Accounting, Auditing & Accountability Journal, 1(2), 59–79.

<https://doi.org/10.1108/EUM0000000004624>

Chua, W. F. (2011). In search of “successful” accounting research. *European Accounting Review*, 20(1), 27–39. <https://doi.org/10.1080/09638180.2011.559033>

Coase, R. H. (1990). Accounting and the theory of the firm. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1–3), 3–13. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(90\)90038-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(90)90038-6)

Coase, R. H. (1991). The Institutional Structure of Production. Nobel Prize in Economic Sciences 1991, United States of America.

<https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1991/coase/biographical/>

Cole, R. A., & Vu, J. D. (2011). Do Mergers Create or Destroy Value? Evidence from Unsuccessful Mergers. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1007043>

Correia, Sergio. 2017. “Linear Models with High-Dimensional Fixed Effects: An Efficient and Feasible Estimator”. *Working Paper*. <http://scoreia.com/research/hdfe.pdf>

Damodaran, A. (2009). *Valuing Companies with Intangible Assets* (Issue September).

<https://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/intangibles.pdf>

Crouzet, N., Eberly, J. C., Eisfeldt, A. L., & Papanikolaou, D. (2022). The economics of intangible capital. *Journal of Economic Perspectives*, 36(3), 29-52.

<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.36.3.29>

Davis, M. (1992). Goodwill accounting: Time for an overhaul. *Journal of Accountancy*, 173(6), 75.

<https://www.questia.com/library/journal/1G1-12237698/goodwill-accounting-time-for-a-n-overhaul>

Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2015). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), iii.



<https://doi.org/10.1108/s1569-373220150000018014>

Dillard, J. F. (1991). Accounting as a Critical Social Science. In *Accounting, Auditing & Accountability Journal* (Vol. 4, Issue 1, pp. 8–28).

<https://doi.org/10.1108/09513579110143849>

Duff & Phelps. (2021). *2020 U.S. Goodwill Impairment Study*.

Falk, H., & Gordon, L. (1977). Imperfect markets and the nature of goodwill. *Journal of Business Finance & Accounting*, 4(4), 443–462.

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1468-5957.1977.tb00727.x>

FASB, F. A. S. B. (2001). *Statement of Financial Accounting Standards No. 142 - Goodwill and Other Intangible Assets*. 142, 110.

https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220124961&acceptedDisclaimer=true

FASB, F. A. S. B. (2007). *Statement of Financial Accounting Standards No. 141, Business Combinations*. 141(299).

FASB, F. A. S. B. (2020). *For the Investor: Goodwill: An Investor Perspective*.

<https://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176174189818>

Fisher, I. (1930). *The theory of interest*. New York, 43, 1-19.

<https://oll.libertyfund.org/title/fisher-the-theory-of-interest>

Forbes. (2015). *83% Of Mergers Fail - Leverage A 100-Day Action Plan For Success Instead*.

<http://www.forbes.com/sites/georgebradt/2015/01/27/83-mergers-fail-leverage-a-100-day-value-acceleration-plan-for-success-instead/>

Garcia, C. (2007). How Accounting for Goodwill relies on Underlying Assumptions: a Historical Approach. *30th Annual Congress of European Accounting Association*, 1–2.



https://www.researchgate.net/profile/Clemence-Garcia/publication/41221294_How_Accounting_for_Goodwill_relies_on_Underlying_Assumptions_a_Historical_Approach/links/58446ec708ae61f75dd6821e/How-Accounting-for-Goodwill-relies-on-Underlying-Assumptions-a-Historical-Approach.pdf

- Gendron, Y. (2018). On the elusive nature of critical (accounting) research. *Critical Perspectives on Accounting*, 50, 1–12. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2017.11.001>
- Giuliani, M., & Brännström, D. (2011). Defining goodwill: a practice perspective. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 9(2), 161–175.
<https://doi.org/10.1108/19852511111173112>
- Gu, F., & Lev, B. (2011). Overpriced shares, Ill-advised acquisitions, and goodwill impairment. *Accounting Review*, 86(6), 1995–2022. <https://doi.org/10.2308/accr-10131>
- Guillaume, O., Andrea, B., & Pierre, D. (2014). The Accounting Treatment of Goodwill: When will FASB Stop Changing the Rules? *International Journal of Management, IT and Engineering*, 4(October), 520–534.
https://www.researchgate.net/publication/262862969_The_Accounting_Treatment_of_Goodwill_When_will_FASB_Stop_Changing_the_Rules
- Guimarães, P. R. B. (2008). *Métodos Quantitativos Estatísticos* (IESDE Brasil S.A (ed.); 1 Ed.).
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2008). Econometria básica. In A. E. Ltda. (Ed.), *The McGraw-Hill Companies, Inc., New York, NY, EUA*.
- Guthrie, J. (2001). The management, measurement and the reporting of intellectual capital. *Journal of Intellectual Capital*, 2(1), 27–41.
<https://doi.org/10.1108/14691930110380473>
- Gynther, R. S. (1969). Some conceptualizing on goodwill. *The Accounting Review*, 44(2),



247–255. <https://www.jstor.org/stable/243799>

Habermas, J. (1987). Knowledge & Human Interests. In *Polity Press* (Vol. 53, Issue 9).

Hair, J. J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman (ed.); 6 Ed.

Hall, S. C. (1993). Determinants of Goodwill Amortization Period. *Journal of Business Finance & Accounting*, 20(4), 613–621.

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1468-5957.1993.tb00279.x>

Hand, J., & Lev, B. (2003). *Intangible assets: Values, measures, and risks* (1 Ed.). OUP Oxford.

Hayn, C., & Hughes, P. J. (2006). Leading indicators of goodwill impairment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 21(3), 223–265.

<https://doi.org/10.1177/0148558X0602100303>

Hendriksen., E. S., & Breda, M. R. Van. (1999). *Tradução da sa Edição Americana por Antonio Zoratto Sanvicente*.

Henning, S. L., & Shaw, W. H. (2003). Is the selection of the amortization period for goodwill a strategic choice? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20(4), 315–333.

<https://doi.org/10.1023/A:1024043316292>

Higson, C. (1998). Goodwill. *The British Accounting Review*, 30(February), 141–158.

<https://doi.org/10.1006/bare.1997.0059>

Hopkins, R., & Ma, R. (1988). Goodwill - An Example of Puzzle-Solving in Accounting. *Abacus*, 24(1), 75–85. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1988.tb00204.x>

Hopwood, A. G. (2007). Whither Accounting Research? *The Accounting Review*, 82(5), 1365–1374. <https://doi.org/10.2308/ACCR.2007.82.5.1365>

Horn, Guilherme (2021, maio 23). Entenda a revolução das fintechs e como elas afetam a sua



vida. *Época Negócios*.

<https://epocanegocios.globo.com/Brasil/noticia/2021/05/entenda-revolucao-das-fintechs-e-como-elas-afetam-sua-vida.html>

Hughes, H. P. (1982). *Goodwill in accounting: A history of the issues and problems* (Georgia State University Press (ed.); Vol. 80).

IASB, I. A. S. B. (2013). *Impairment of Assets* (Vol. 17).

<https://doi.org/10.1002/9781119052944.ch15>

IASB, I. A. S. B. (2018). *IFRS 3 - Business Combinations*. (Issue July 2014).

<https://doi.org/10.1002/9781119461531.ch15>

IASB, I. A. S. B. (2020). *Business combinations: disclosures, goodwill and impairment - DP/2020/1* (Issue March).

<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/goodwill-and-impairment/goodwill-and-impairment-dp-march-2020.pdf>

Iudícibus, S. de, Ribeiro Filho, J., Lopes, J., & Pederneiras, M. (2011). Uma reflexão sobre a contabilidade: caminhando por trilhas da “teoria tradicional e teoria crítica.” *BASE - Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*, 8(4), 274–285.

<https://doi.org/10.4013/base.2011.84.01>

Jarva, H. (2009). Do firms manage fair value estimates? An examination of SFAS 142 goodwill impairments. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(9-10),

1059-1086. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02169.x>

Johnson, J., & Tearney, M. G. (1993). Goodwill - An eternal controversy. *The CPA Journal*, 63(4), 58.

<https://search.proquest.com/openview/bfe874ff302f59fb6174876339d5e415/1?pq-origsite=scholar&cbl=41798>



- Johnson, L. T., & Petrone, K. R. (1998). Is Goodwill Really an Asset? *Accounting Horizons*, 12(3), 1–22.
- Kenny, G. (2020). *Don't Make This Common M&A Mistake*. Harvard Business Review Digital Articles. <https://hbr.org/2020/03/dont-make-this-common-ma-mistake>
- Koi-Akrofi, G. Y. (2016). Mergers and Acquisitions Failure Rates and Perspectives On Why They Fail. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 17(1).
<https://www.proquest.com/openview/023483194745ed2b7e85bd279f3b7ecb/1?pq-origsite=gscholar&cbl=2031961>
- Kuhn, T. S. (1978). A estrutura das revoluções científicas. Editora Perspectiva.
- Laughlin, R. C. (1987). Accounting systems in organisational contexts: A case for critical theory. *Accounting, Organizations and Society*, 12(5), 479–502.
[https://doi.org/10.1016/0361-3682\(87\)90032-8](https://doi.org/10.1016/0361-3682(87)90032-8)
- Leake, P. D. (1921). *Commercial goodwill: its history, value, and treatment in accounts*. Sir J. Pitman & sons, Limited.
- Lev, B., Radhakrishnan, S., & Zhang, W. (2009). Organization capital. *Abacus*, 45(3), 275–298. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2009.00289.x>
- Lewis, A., & McKone, D. (2016). So Many M&A Deals Fail Because Companies Overlook This Simple Strategy. *Harvard Business Review Digital Articles*, 2–5.
- Li, K. K., & Sloan, R. G. (2017). Has goodwill accounting gone bad? *Review of Accounting Studies*, 22(2), 964–1003. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9401-7>
- Lo, A. W. (2012). Adaptive Markets and the New World Order. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1977721>
- Lucchesi, E. P., & Famá, R. (2007). O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003. *Revista*



- de Administração*, 42(2), 249-260. <https://doi.org/10.1590/S0080-21072007000200012>
- Lustosa, P. R. B. (2009). Ativo e sua Avaliação. In Editora Atlas (Ed.), *Estudando teoria da contabilidade* (1 Ed., Vol. 01, pp. 85–105).
<https://www.academia.edu/download/64987848/10750.pdf>
- Lustosa, P. R. B. (2017). Uma Nova Abordagem para o Goodwill Contábil (e outros intangíveis identificados com vida útil indefinida): Teoria e Evidências Empíricas. In *ResearchGate* (Issue August).
<https://www.researchgate.net/publication/318506096%0AUma>
- Lustosa, P. R. B., & Oliveira, K. V. De. (2020). An economic measurement approach to understand the nature of goodwill: preliminary test through a case Study. In *ResearchGate* (Issue December).
<https://www.researchgate.net/publication/346931753%0AAn>
- Martins, E., Almeida, D. L. de, Martins, E. A., & Costa, P. de S. (2010). Goodwill: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(52), 1–25. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772010000100005>
- Massoud, M., & Raiborn, C. (2003). Accounting for Goodwill: Are We Better Off? In *Review of Business* (Vol. 24, Issue 2, p. 26).
- McCarthy, M. G., & Schneider, D. K. (1995). Market perception of goodwill: Some empirical evidence. *Accounting and Business Research*, 26(1), 69-81.
<https://doi.org/10.1080/00014788.1995.9729499>
- Merwe, M. J. Van der. (1996). *Accounting for Goodwill: A Critical Evaluation* [University of South Africa]. <https://core.ac.uk/download/pdf/43175559.pdf>
- Miller, M. C. (1973). Goodwill--An Aggregation Issue. *Accounting Review*, 48(2), 280–291.
<http://libaccess.mcmaster.ca.libaccess.lib.mcmaster.ca/login?url=http://search.ebscohost>



com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=4497596&site=ehost-live&scope=site

Nelson, R. H. (1953). The Momentum Theory of Goodwill. In *Accounting Review* (Vol. 28,

Issue 4, pp. 491–499). <http://www.jstor.org/stable/10.2307/240962>

Nikolaj Bukh, P. (2003). The relevance of intellectual capital disclosure: A paradox?

Accounting, Auditing & Accountability Journal, 16(1), 49–56.

<https://doi.org/10.1108/09513570310464273>

Nobes, C. (2021). On Translating Goodwill. *Accounting in Europe*, 0(0), 1–12.

<https://doi.org/10.1080/17449480.2021.1952284>

Ohlson, J. A. (1990). A Synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows, and earnings*. *Contemporary Accounting Research*, 6(2), 648–676.

<https://doi.org/10.1111/J.1911-3846.1990.TB00780.X>

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>

Oliveira, K. V. de, & Lustosa, P. R. B. (2022). The Entanglement of Accounting Goodwill:

Einstein’s “spooky action at a distance.” *Accounting Forum*.

<https://doi.org/10.1080/01559982.2022.2089319>

Oliveira, K. V. de, Lustosa, P. R. B., & Gonçalves, A. de O. (2021). O goodwill na perspectiva da appreciative inquiry (AI): a inovação transformando o patrimônio intangível. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(47), 03–17.

<https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e75538>

Passos, L. C., Bezerra, A. N., & Coelho, A. C. (2016). Influences of Economic Theories on Accounting Theory: the case of the Objective Function of the Firm. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 10(4).

<https://doi.org/10.17524/REPEC.V10I4.1430>



- Penman, S. H. (1987). The distribution of earnings news over time and seasonalities in aggregate stock returns. *Journal of financial economics*, 18(2), 199-228.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(87\)90039-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(87)90039-0)
- Pereira, J. A. da S., & Lustosa, P. R. B. (2018). Goodwill Adquirido como Proxy de Estado de Riqueza Intangível: Estudo de Caso de sua Recuperação. *XX USP International Conference In Accounting*, 1–20.
<https://congressosp.fipecafi.org/anais/20UspInternational/ArtigosDownload/2577.pdf>
- Pires, A. M., & Branco, J. A. (2007). Introdução aos Métodos Estatísticos Robustos. In *XV Congresso Anual Sociedade Portuguesa de Estatística*. Lisboa: Sociedade Portuguesa de Estatística.
<https://www.spestatistica.pt/storage/app/uploads/public/600/483/21d/60048321d1510645328701.pdf>
- Preinreich, G. A. D. (1936). The Law of Goodwill. *The Accounting Review*, 11(4), 317–329.
<https://doi.org/https://www.jstor.org/stable/238083>
- Richardson, A. J. (2015). Quantitative research and the critical accounting project. *Critical Perspectives on Accounting*, 32, 67–77. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2015.04.007>
- Roslender, R. (2018). 17 Critical theory in accounting research. In Z. Hoque (Ed.), *Methodological Issues in Accounting Research: Theories and Methods* (2 Edition, pp. 336–355). Spiramus Press.
- Saito, Mari (2015, julho 27). Amazon registra lucro incomum e entusiasmo Wall Street. *Época Negócios*.
<https://epocanegocios.globo.com/Informacao/Resultados/noticia/2015/07/amazon-registra-lucro-incomum-e-entusiasma-wall-street.html>
- Sakuma, I. (2014). Will the concept of goodwill go well with national accounting? *Eurostat*



Review on National Accounts and Macroeconomic Indicators, 52–65.

https://ec.europa.eu/eurostat/cros/system/files/08y-goodwillnav_dtp_final.pdf

Sands, J. E. (1963). Wealth, Income and Intangibles. In *Wealth, Income, and Intangibles*. Heritage. <https://doi.org/10.3138/9781487583507>

Schultze, W., & Weiler, A. (2010). Goodwill accounting and performance measurement. *Managerial Finance*, 36(9), 768–784. <https://doi.org/10.1108/03074351011064645>

Silva, J. P. da, Bonfim, M. P., Niyama, J. K., & Silva, C. A. T. (2017). Impairment test e qualidade da informação contábil: A utilização do teste de recuperabilidade de ativos nas empresas Brasileiras de capital aberto. *XVI CICA – Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria*.

https://www.occ.pt/dtrab/trabalhos/xviicica/finais_site/104.pdf

Slater, A. H. (1995). The nature of goodwill. *Australian Tax Review*, 24(1), 31.

Spacek, L. (1968). Excerpts from accounting research study no.10: Accounting for goodwill. In *Accounting for goodwill* (Vol. 126, Issue 5, pp. 155–161). American Institute of Certified Public Accountants, Inc.

Steven, H. L., Barry, L. L., & Wayne, S. H. (2000). Valuation of the Components of Purchased Goodwill. *Journal of Accounting Research*, 38(2), 375–386.

<https://doi.org/10.2307/2672938>

Subramanian, R., & Dissanayake, N. (2021). Future potential: What's ahead for goodwill accounting? *In the Black*.

<https://www.intheblack.com/articles/2021/08/01/future-goodwill-accounting>

Tearney, M. G., Moines, D., & Review, T. A. (1973). *The actual assets acquired in a business combination should be identified, valued and disclosed — and " goodwill " no longer need appear on financial statements* . 24, 41–46.



Thirlby, G. F. (1981). The Economist's Description of Business Behavior. Reprinted in LSE

Essays on Cost, edited by James Buchanan and GF Thirlby, 203–24.

<https://doi.org/10.2307/2551061>

TMF Group Experts. (2021). 5 M&A failed deals: What can you learn from them? *TMF Group*, 11–14.

<https://www.tmf-group.com/en/news-insights/articles/2018/october/top-5-m-and-a-failed-deals/>

Tollington, T. (1998). Separating the brand asset from the goodwill asset. *Journal of Product & Brand Management*, 7(4), 291–304. <https://doi.org/10.1108/10610429810229834>

Wooldridge, J. M. (2009). Introductory Econometrics. In *South-Western, a part of Cengage Learning* (4 Ed.). South-Western, a part of Cengage Learning.

World Bank. (2022). GDP Growth (annual %). Data Worldbank.org.

<https://data.worldbank.org/indicator/ny.gdp.mktp.kd.zg>

Yamauchi, A. (2010). Accounting for Goodwill. *Chuokeizai-Sha Inc*, 146–157.

https://ec.europa.eu/eurostat/cros/system/files/08y-goodwillnav_dtp_final.pdf

Young, J. J. (2018). Reflexive Essay. *Critical Perspectives on Accounting*, 50, 13–14.

<https://doi.org/10.1016/j.cpa.2017.08.004>

Yuan, H., Gao, C., & Shi, H. (2020). Failure in performance commitment and goodwill impairment: evidence from M&As. *China Journal of Accounting Studies*, 8(2).

<https://doi.org/10.1080/21697213.2020.1822028>

Zeff, S. A. (2018). An introduction to corporate accounting standards: Detecting paton's and littleton's influences. *Accounting Historians Journal*, 45(1).

<https://doi.org/10.2308/aahj-10578>