

## **Value Relevance de Ativos Intangíveis e Internacionalização das Empresas Brasileiras**

## **Value Relevance of Intangible Assets and Internationalization of Brazilian Companies**

### **Julio Henrique Machado**

Mestre em Ciências Contábeis PUC/SP  
Doutorando em Contabilidade e Administração FUCAPE  
Rua Floriano Peixoto, 40 – Jardim Coolapa CEP: 37.955-192  
São Sebastião do Paraíso – MG  
e-mail: cursojhm@bol.com.br

### **Fernando Caio Galdi**

Pós-Doutor em Contabilidade University of Arkansas  
Doutor em Controladoria e Contabilidade FEA/USP  
Av. Fernando Ferrari, 1.358 – Boa Vista CEP: 29.075-505  
Vitória – ES  
e-mail: fernando.galdi@fucape.br

### **Resumo:**

O objetivo do trabalho foi verificar a influência da internacionalização das empresas sobre a *value relevance* de ativos intangíveis. Tal proposta foi concebida a partir de evidências que indicam que (i) a *value relevance* de ativos intangíveis é mais forte em mercados desenvolvidos do que em mercados emergentes, e (ii) a elevada participação de investidores estrangeiros na bolsa brasileira faz com que o mercado local sofra grande influência desses agentes. A amostra foi composta por 94 empresas brasileiras de capital aberto, considerando o período entre 2012 e 2021. Foram efetuadas adaptações ao modelo de Ohlson (1995) e processadas as informações históricas por meio de regressão linear com dados em painel e controle de efeitos fixos. Os resultados demonstraram que os ativos intangíveis capitalizados no Balanço Patrimonial são relevantes para o mercado, com exceção do *goodwill*. Também demonstraram relevância nos ativos intangíveis registrados na Demonstração do Resultado, inclusos em despesas SG&A, pesquisa e desenvolvimento e publicidade e propaganda. Entre as medidas de internacionalização, houve maior significância para a variável *ADR*. Com isso, as observações foram separadas conforme esse atributo criando dois *clusters*. A regressão para o grupo de empresas com *ADR* retornou maior significância em favor da *value relevance* de ativos intangíveis. Em análise adicional, observou-se resultados que também apontam para maior relevância desses ativos no contexto de participação estrangeira no capital e de exportações. O trabalho contribui com o meio acadêmico, agentes reguladores e investidores no sentido de auxiliar no entendimento da relevância de ativos intangíveis para o mercado de capitais.

**Palavras-chave:** ativos intangíveis; *value relevance*; internacionalização.

### **Abstract:**

The aim of this study was to verify the influence of companies' internationalization on the value relevance of intangible assets. This proposal was conceived based on evidence that indicates that (i) the value relevance of intangible assets is stronger in developed markets than in emerging markets, and (ii) the high participation of foreign investors in the Brazilian stock exchange makes the marketplace is greatly influenced by these agents. The sample consisted of 94 publicly traded Brazilian companies, considering the period between 2012 and 2021. Adaptations were made to the model by Ohlson (1995), and historical information was

*Submetido em janeiro 2023 e aceito em outubro 2023 por Odilanei Santos após o processo de Double Blind Review*

*Este trabalho foi anteriormente apresentado no evento 8º Congresso de COntabilidade e Governança da UNB (2022)*

processed using linear regression with panel data and fixed effects control. The results showed that the intangible assets capitalized in the Balance Sheet are relevant to the market, except for goodwill. They also showed relevance in the intangible assets recorded in the Income Statement, such as SG&A expenses, research and development and advertising. Among the internationalization measures, there was greater significance for the ADR variable. With this, the observations were separated according to this attribute creating two clusters. The regression for the group of companies with ADR returned greater significance in favor of the value relevance of intangible assets. The paper contributes to the academic environment, regulatory agents, and investors to help in the understanding of the relevance of intangible assets for the capital market.

**Keywords:** intangible assets; value relevance; internationalization.

## 1. INTRODUÇÃO

O atual ambiente empresarial, de elevada competitividade, faz com que os ativos intangíveis sejam os maiores determinantes do valor corporativo (Lev & Gu, 2016). A importância desses ativos sem substância física transformou a natureza do capital, fazendo com que economias e empresas com elevado investimento nesses recursos possam comportar-se diferentemente das demais. Isso se deve a diferenças nas características entre recursos tangíveis e intangíveis. Apesar de ativos físicos representarem facilidade de monitoramento, possuírem valor de liquidação e constituírem garantia de dívidas, são os ativos intangíveis que proporcionam inovação e vantagem competitiva, dada a singularidade como sua principal característica. Assim, o foco em investimentos em ciência, tecnologia e capital humano pode impactar o ambiente informacional e de governança de forma diferente de quando há apenas investimentos em estoques e maquinários.

Esse ambiente onde o valor de mercado das firmas pode ser predominantemente baseado em ativos intangíveis tem mudado radicalmente os mercados de capitais (Haskel, & Westlake, 2018). Isso tem ocorrido pelo fato de que, como tais ativos impactam os fundamentos das empresas, eles podem influenciar o comportamento dos participantes. Investidores consideram em suas avaliações a vantagem competitiva proporcionada por esses recursos, o que pode resultar em incrementos constantes na lucratividade. Credores podem rever as condições de empréstimos, pois como tais recursos não constituem garantia para dívidas é possível que *covenants* para fornecimento de capital sejam diferentes. E ainda, órgãos reguladores deparam-se diante do desafio de adaptar as normas empresariais às novas realidades da economia.

Nesse sentido, os avanços da tecnologia da informação e o crescimento da economia baseada em conhecimento trazem desafios a contabilidade no sentido de proporcionar informações relevantes aos usuários. Esta nova realidade tem conduzido a comunidade acadêmica a pesquisar a relevância dos ativos intangíveis para os mercados. Tal verificação tem sido efetuada através da abordagem de *value-relevance*, a qual busca identificar se determinada informação reflete no preço das ações. Sua importância reside na análise de fatores que podem constituir elementos preditivos de preços.

Al-Ani e Tawfic (2021) discorrem que a *value relevance* de ativos intangíveis é considerada um dos assuntos mais críticos na área de contabilidade e finanças. Isso se deve ao fato de que, segundo Lev e Gu (2016), a falta de reconhecimento desses itens tem afetado o poder informacional das demonstrações financeiras. Pesquisas como as de Lev e Zarowin (1999) e Landsman e Maydew (2002) constataram queda persistente na relação estatística entre informação contábil e preço das ações a partir dos anos 80. Os autores argumentam no sentido de que esse enfraquecimento decorreu principalmente do aumento dos ativos intangíveis não registrados e de inadequações de sistemas contábeis em refletir as mudanças em curso.

Sobre essas inadequações Dichev e Tang (2008), Srivastava (2014) e Lev (2019) citam as limitações impostas pelas Normas Contábeis no que tange a capitalização de ativos

intangíveis. Observaram que tratar investimentos nesses ativos como despesa tem provocado piora no regime de competência pois estão mais relacionados a receitas futuras do que presentes. Atribuem esse tratamento como uma das principais causas da perda de relevância das informações contábeis.

Em resposta a esse cenário, surgiram diversos estudos para analisar a importância dos ativos intangíveis para os investidores. No geral, os resultados têm demonstrado a relevância desses itens em mercados desenvolvidos. Foram obtidas constatações de *value relevance* de ativos intangíveis nos Estados Unidos (Swanson, 2018), Austrália (Ji & Lu, 2014), Reino Unido (Kimouche & Rouabhi, 2016a), França (Kimouche & Rouabhi, 2016b) e Itália (Paolone, Tiscini, & Martiniello, 2020).

Mas quando se trata de mercados em desenvolvimento, os resultados são diversos e inconclusivos. Apesar de Aulia, Koeswayo e Bede (2020) constatarem *value relevance* na Indonésia, neste mesmo país, Indrajati e Deermawan (2021) obtiveram resultado contrário. Resultados de outros estudos demonstram relevância apenas parcial na Índia (Kumari & Mishra, 2019), nos países do Golfo Pérsico (Al-Ani & Tawefic, 2021) e na América Latina (Martinez, 2015). Ademais, Gümrah e Adiloglu (2011) não constatarem relevância de intangíveis na Turquia.

No Brasil, a não constatação de *value relevance* de ativos intangíveis foi obtida por Rodrigues, Elias e Campos (2015) e Souza e Borba (2017). Cita-se também os estudos de Pacheco e Rover (2020) e Peixoto, Santos e Parente (2021) que obtiveram indícios apenas parciais de relevância desses ativos. Por outro lado, há também pesquisas no mercado brasileiro que constatarem relevância de valor de ativos intangíveis, considerando aqueles registrados no balanço (Silva, Souza e Klann, 2017), pesquisa e desenvolvimento (Gonçalves & Lemes, 2018) e reconhecidos em combinação de negócios (Pacheco & Rover, 2021).

Assim, a medida em que há maiores evidências de relevância de ativos intangíveis em mercados desenvolvidos e resultados diversos em mercados emergentes, tais divergências apoiam a necessidade de continuar a investigação considerando também outros fatores influenciadores. Surge então a motivação para pesquisar se a internacionalização das empresas pode exercer impacto sobre a *value relevance* dos ativos intangíveis no mercado brasileiro.

Como descrevem Oliveira, Rodrigues e Craig (2010), as causas das diferenças em *value relevance* podem estar relacionadas a características institucionais dos países. Considerando que uma particularidade do mercado acionário brasileiro é a alta participação de capital estrangeiro, conjectura-se que a participação de investidores internacionais possa influenciar a relevância de informações contábeis, notoriamente os ativos intangíveis pois, segundo Brown, Martinsson e Petersen (2013), esses tipos de ativos são favorecidos por mercados de capitais mais desenvolvidos.

Segundo informações disponibilizadas pela B3 (Brasil, Bolsa e Balcão), em abril de 2022 os investidores estrangeiros tiveram participação média superior a 50% das operações totais. Isso faz com que os retornos da bolsa brasileira sejam fortemente influenciados pelo fluxo estrangeiro. Essa participação foi estudada por Sanvicente (2014), o qual demonstrou que, desde a internacionalização da bolsa de valores brasileira, principalmente a partir da década de 90, o fluxo de investimentos estrangeiros aumentou ao longo dos anos, exceto em tempos de crise. A liberalização do mercado de capitais brasileiro resultou em ganhos de eficiência, refletindo o papel ativo que o investidor estrangeiro assumiu na ampliação da liquidez.

Considerando que a relevância de valor de ativos intangíveis é mais forte em mercados desenvolvidos e que no mercado brasileiro há alta participação de investidores estrangeiros, surge o seguinte questionamento: Como a internacionalização das empresas influencia a *value relevance* de ativos intangíveis no Brasil?

Assim, o trabalho foi desenvolvido com o propósito de verificar se a relevância dos ativos intangíveis é impactada pela internacionalização das empresas brasileiras. Espera-se que

a exposição das firmas ao mercado internacional possa exercer impacto positivo sobre a *value relevance* desses ativos.

A importância do presente trabalho ampara-se na argumentação de Swanson (2018) de que como os ativos intangíveis tornaram-se parte significativa do *framework* de valor das empresas então é necessário entender sua relação com o preço das ações. Ao ambientar este estudo no mercado brasileiro, pode ser útil efetuar verificações no contexto de internacionalização do capital das empresas, visto que, segundo Gonçalves e Eid (2016), investidores estrangeiros desempenham papel fundamental como provedores de capital proporcionando liquidez, resultando em mercado mais eficiente. Isso faz com que o mercado se torne sensível à oferta e demanda desses agentes.

A pesquisa visa contribuir com os estudos sobre *value relevance* de ativos intangíveis no Brasil. Dada a diversidade de resultados nos estudos anteriores, pretende-se contribuir com esta elucidação, considerando o contexto de internacionalização das firmas. Como os estudos efetuados não consideraram esse fator, a presente pesquisa se propõe a preencher esta lacuna.

O estudo diferencia-se dos demais ao incluir a internacionalização das empresas no modelo empírico de análise de relevância de valor. Além disso, entre as variáveis representativas de ativos intangíveis, foram consideradas as despesas administrativas, de vendas e gerais, denominadas *SG&A – sales, general and administrative expenses* (Swanson, 2018; Banker, *et.al.* 2019; Ewens *et.al.* 2019) e gastos com propaganda (Zambrano, Castellanos & Merino, 2018; Indrajati & Dermawan, 2021), sendo que tais variáveis ainda não foram utilizadas nas pesquisas sobre *value relevance* no Brasil.

Pretende-se trazer contribuição a comunidade acadêmica, ao ampliar as discussões sobre o poder informacional de ativos intangíveis. Contribui também com investidores, no sentido de proporcionar subsídios para *valuation* e formação de carteiras considerando condições em que ativos intangíveis tenham maior relação com valor de mercado. Por fim, contribui também com agentes reguladores, no sentido de prover dados para discussões sobre a necessidade de contabilização de recursos intangíveis.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 Value Relevance de Ativos Intangíveis**

Em trabalho seminal, Ball e Brown (1968) afirmaram que informações contábeis são relevantes quando capturam as alterações de valor da empresa, afetando a capacidade preditiva e a tomada de decisão dos investidores. Nesse contexto, a abordagem de *value relevance* verifica se os relatórios financeiros proporcionam informações que refletem no valor da firma. Se determinada informação possuir relação positiva e significativa com o preço das ações será relevante para *valuation*, pois impacta as decisões dos investidores sugerindo que os números contábeis proveem informações com capacidade preditiva sobre o valor de mercado.

Um dos modelos mais usados para avaliar a relevância da informação é o modelo de Ohlson (1995), o qual assume que o valor da firma é função de: (a) patrimônio líquido, (b) lucros residuais, e (c) outras informações relevantes que influenciam a rentabilidade futura. Neste âmbito, a relevância de valor dos ativos intangíveis tem sido pesquisada através de adaptação desse modelo incluindo no item (c) variáveis representativas de intangibilidade.

A relevância de ativos intangíveis para o mercado tem sido debatida desde os anos 1990. Conforme argumentam Landsman e Maydew (2002), desde que a economia internacional mudou daquela baseada em recursos materiais para aquela baseada em recursos intangíveis, e a medida em que as informações contábeis não são hábeis em capturar essa mudança, torna-se necessário estudar os reflexos desses recursos nas decisões de investidores.

Pesquisas sobre a relevância de ativos intangíveis para os mercados tem sido realizada em todo o mundo. A relevância foi constatada em vários estudos com foco em mercados desenvolvidos. Nos EUA, Swanson (2018) identificou *value relevance* desses recursos, demonstrando que possuem associação tanto com o valor da firma quanto com os lucros líquidos reportados. Verificação similar foi obtida por Ji e Lu (2014) no mercado australiano.

As pesquisas desenvolvidas nos mercados europeus também obtiveram resultados nessa linha. Loprevite, Rupo e Ricca (2019) demonstraram a relevância de valor desses ativos na Europa, com maior associação nas empresas que divulgam informações pertinentes ao Relato Integrado. Kimouche e Rouabhi (2016a) constataram tal relevância nas empresas do Reino Unido. Paolone, Riscini e Martiniello (2020) demonstraram que ativos intangíveis são positivamente relacionados com o preço das ações no mercado italiano. Constatação similar foi obtida por Oliveira *et al.* (2010) em Portugal. Zambrano *et al.* (2018) encontraram relação positiva e significativa de ativos intangíveis com valor de mercado das empresas da Espanha. Kimouche e Rouabhi (2016b) constataram *value relevance* de ativos intangíveis na França e que tais ativos melhoram a relevância das informações contábeis.

Os resultados das pesquisas em mercados emergentes geram discussões dada a diversidade de constatações, o que abre espaço para buscas de causas específicas. Al-Ani e Tawfic (2021) estudaram seis países do Golfo Pérsico. Obtiveram resultados diferentes para cada país, sendo que a relevância de ativos intangíveis foi constatada apenas em dois. Ademais, constataram que os ativos intangíveis são mais relevantes quando considerados no todo com as informações contábeis do que quando considerados sozinhos. Outro estudo em mercado emergente é o de Indrajati e Dermawan (2021), aplicado no mercado da Indonésia onde não encontraram *value relevance* dos ativos intangíveis capitalizados. Ao analisar especificamente cada tipo, encontraram relevância apenas para pesquisa e desenvolvimento. Por outro lado, no mercado indiano, Kumari e Mishra (2019) obtiveram *value relevance* para gastos com pesquisa e desenvolvimento, mas apenas aqueles que são capitalizados. Além disso, não há constatação de relevância de ativos intangíveis e *goodwill* na Turquia (Gümrah & Adiloglu, 2011). E na América Latina, Martinez (2015) observou que a relevância de ativos intangíveis diminuiu com o advento de IFRS no Brasil, Chile, México e Peru.

Atendo-se especificamente ao mercado brasileiro, entre as pesquisas que não constataram *value relevance* de ativos intangíveis pode-se citar Souza e Borba (2017) para o *goodwill* obtido em combinação de negócios e Rodrigues *et al.* (2015) para pesquisa e desenvolvimento. Outros estudos obtiveram resultados diversos ao considerar esses ativos separados por categorias. Peixoto *et al.* (2021), constataram relevância apenas para capital de inovação e humano e não obtiveram significância para capital estrutural. Pacheco e Rover (2020) constataram relevância dos ativos intangíveis como um todo, apesar de baixo poder incremental. Não obtiveram relevância para todos os tipos específicos de ativos intangíveis.

Por outro lado, há estudos que constataram *value relevance* de ativos intangíveis, podendo citar Silva, Souza e Klann (2017) para intangíveis totais capitalizados, Gonçalves e Lemes (2018) para pesquisa e desenvolvimento e Pacheco e Rover (2021) para intangíveis reconhecidos em combinação de negócios e *goodwill*. Estes estudos representam evidências de que o mercado brasileiro também atribui importância a esses recursos. Além das observações de sua relevância para os investidores, a participação de ativos intangíveis no mercado de capitais brasileiro também pode ser considerada mediante os resultados apresentados por Machado (2023) no sentido de que tais recursos impactam a qualidade das informações divulgadas. Tais constatações, juntamente com as evidências de ausência de relevância descritas no parágrafo anterior, abrem possibilidade para que a relevância desses ativos possa ser diferente em situações específicas como o nível de internacionalização das firmas.

## 2.2 Internacionalização das Empresas

Segundo Meurer (2006), em mercados emergentes o capital doméstico é insuficiente para sustentar o crescimento das firmas. Neste ambiente, os investidores estrangeiros desempenham um importante papel ao prover capital. Como a maioria das negociações no mercado brasileiro é conduzida por eles, isso faz com que tenham maior peso na liquidez das ações. Assim, a dinâmica do mercado doméstico sofre influência de fatores internacionais, que não dependem da economia local (Meurer, 2006; Sanvicente, 2014; Gonçalves & Eid, 2016).

Essa correlação do mercado local com os mercados internacionais fica mais enfática ao considerar o advento das Normas Internacionais de Contabilidade, conforme estudado por Silva, Nossa, Brugni e Beiruth (2020). Os autores demonstraram aumento da participação acionária de investidores estrangeiros em empresas brasileiras após a convergência às IFRS. Como tais normas são conhecidas por eles, isso viabiliza sua entrada no mercado brasileiro.

Sanvicente (2014) argumenta que o investidor estrangeiro é o principal vetor de movimentos de preços no mercado brasileiro. Como boa parte desses investidores são provenientes de países desenvolvidos, onde a governança corporativa e seus mecanismos são mais valorizados e praticados, eles tendem a ser mais sofisticados e informados. Essas características também são consideradas por Callen, Hope e Segal (2005), em sua argumentação de que quando o capital estrangeiro se movimenta rumo a países emergentes através de *ADR's* (*American Depositary Receipts*), traz as características de investidor internacional altamente qualificado. Suas estratégias de investimentos fazem com que o fluxo de capitais seja sensível aos movimentos estrangeiros, uma vez que, as negociações de *ADR* nos mercados americanos impactam as negociações dos papéis no país de origem (Senteney, Gao, & Bazaz, 2014).

Ademais, o impacto de *ADR's* nos mercados de origem foi estudado por Lang, Lins e Miller (2003), os quais demonstraram que empresas estrangeiras que são listadas nas bolsas americanas têm maior cobertura de analistas, melhor ambiente de informação e possuem maiores avaliações de mercado. Aggarwal, Dahiya e Klapper (2007), também constataram impacto de *ADR* no valor de mercado das firmas, argumentando que os gestores de fundos preferem esses títulos quando o mercado de origem tem baixa proteção legal aos acionistas e menor liquidez.

A exposição da empresa a mercados desenvolvidos e investidores sofisticados exerce impacto sobre as práticas de governança corporativa e ambiente informacional. Santos, Vasconcelos e Luca (2015) e Campos, Ribeiro e Bortolon (2019) e Freire, Filho, Vasconcelos e Fernandes (2022) encontraram relação significativa entre práticas de governança corporativa e a presença de investidor estrangeiro entre os principais acionistas. Interpretam que a internacionalização sinaliza aos investidores que a empresa possui acesso a mercados onde práticas de governança e exigência de *disclosure* são mais restritivas que em seus mercados de origem. Assim, a governança atrai investimentos estrangeiros e facilita a inserção da firma no mercado internacional.

Quanto ao ambiente informacional, a relevância das informações financeiras em contexto de internacionalização pode ser pesquisada considerando os resultados de Burgstahler, Hail e Leuz (2006), os quais obtiveram evidências de que fatores institucionais e as forças do mercado de capitais podem moldar os incentivos empresariais para relatar resultados contábeis mais condizentes com a condição econômica da entidade. Isso se torna mais enfático em ambiente em que a concorrência internacional para o capital criou incentivos para melhorar a qualidade e a comparabilidade da informação contábil (Landsman & Maydew, 2002).

Nessa linha de raciocínio, Khanna, Palepu e Srinivasan (2004) demonstraram que a interação com mercados estrangeiros está associada a maior transparência e melhor evidenciação, pois as empresas que operam em mais de uma área geográfica tendem a ter melhores sistemas de controle gerenciais dada a maior complexidade das operações. Mazzioni e Klann (2016) relatam que empresas com operações no exterior possuem incentivos para fornecer informação financeira abrangente para clientes estrangeiros, fornecedores e potenciais

investidores. Ademais, no Brasil há evidências de que firmas com elevada internacionalização apresentam maior nível de evidenciação voluntária (Duarte, Araújo, Peixoto, & Barboza, 2019) e maior qualidade da informação contábil (Mazzioni, & Klann, 2016).

Diante dessas constatações, entende-se que a internacionalização expõe as firmas a maiores exigências do mercado internacional. Então, espera-se que o acesso a mercados desenvolvidos e a maior demanda por mecanismos de controle nesses locais denotam maiores necessidades de transparência e prestação de contas. Assim, a busca para corresponder a essas demandas pode tornar as informações contábeis mais relevantes e com maior poder preditivo.

Neste contexto, como as evidências de *value relevance* de ativos intangíveis são mais fortes em mercados desenvolvidos e há controvérsias no mundo emergente, espera-se que a internacionalização das empresas brasileiras possa influenciar a relevância dos ativos intangíveis para o mercado de capitais local.

Além das evidências empíricas descritas, a formação da hipótese ampara-se na argumentação de Brown *et al.* (2013) de que as características de cada país e o desenvolvimento do mercado de capitais são importantes para o entendimento de ativos intangíveis, uma vez que, esse mercado juntamente com o ambiente legal, favorecem tais ativos. Assim, formulou-se a hipótese de pesquisa:

**H1** – a internacionalização das empresas contribui positivamente para a *value relevance* de ativos intangíveis no Brasil.

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1 Amostra e Coleta de Dados

Foram selecionadas as empresas do Índice Brasil Amplo (IBrA) da B3 – Brasil Bolsa Balcão. Essa carteira é composta pelas ações das 149 companhias com maior volume de negócios, configurando amostragem não-probabilística. A formação da amostra a partir desse Índice justifica-se nos critérios de seleção de ativos para essa carteira. Tais critérios envolvem alta negociabilidade e presença em pregão, além do fato de não conter *penny stock*. E ainda, não estão inclusos os ativos de companhias negociadas em situação especial, como recuperação judicial ou extrajudicial e regime de administração temporária e intervenção. Essas exigências funcionam como filtro para que sejam analisadas as empresas com ações mais negociadas, refletindo mercado mais ativo e eficiente. Os ativos dessa carteira representaram 86% do volume de negociações da bolsa em dezembro de 2022.

O período estudado compreendeu dez anos, de 2012 a 2021. Excluíram-se as instituições financeiras e de seguros (14), as empresas que não tinham capital listado no período (34) e aquelas com Patrimônio Líquido negativo (7). A amostra final totalizou 94 empresas. Posteriormente, foram eliminadas as observações em que os ativos intangíveis foram inexistentes ou não divulgados (11). Com isso, o estudo totalizou 929 observações, resultando em painel desbalanceado, conforme a Tabela 1:

Tabela 1

**Seleção da amostra**

Amostra inicial: Índice Brasil Amplo - B3	149
(-) Instituições financeiras e de seguros	(14)
(-) Empresas que não tinham capital listado no período	(34)
(-) Empresas com dados omissos ou PL negativo	(7)
= Amostra final	94
Observações esperadas (94 empresas * 10 anos)	940
(-) Observações faltantes	(11)
= Observações totais obtidas	929

Fonte: Dados da pesquisa.

As informações necessárias foram extraídas do banco de dados Economática®, das Demonstrações Financeiras Padronizadas e do Formulário de Referência obtidos no endereço eletrônico de Relação com Investidores das empresas e no diretório de empresas listadas da B3.

### 3.2 Variáveis e Modelos Econométricos

Para o valor de mercado das empresas foi considerado a multiplicação da quantidade de ações pela cotação de mercado. Utilizou-se a cotação três meses após a data das Demonstrações Financeiras, como comumente aplicado nas pesquisas sobre *value relevance*, para refletir a reação do mercado à divulgação das informações. Em relação aos ativos intangíveis, pretendeu-se captar esses itens contabilizados no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado.

No Balanço Patrimonial utilizou-se o Ativo Intangível e *Goodwill*. Na Demonstração do Resultado foram utilizados os gastos *SG&A* (*Selling, General and Administrative*). Embora as Normas Contábeis requeiram o tratamento desses gastos como despesa, a literatura defende que há elementos inclusos nesses gastos que refletem ativos intangíveis gerados internamente, com potencial de criar valor no longo prazo, conforme evidências empíricas demonstradas por Enache e Srivastava (2018), Banker, Huang, Natarajan e Zhao (2019), Lev e Srivastava (2022) e Iqbal *et al.* (2022). Nesse âmbito, Banker, Huang e Natarajan (2011) demonstraram situações de aumentos propositais nesses gastos para incrementar ganhos futuros, denotando que há criação de ativos intangíveis inclusos nas despesas.

A consideração de ativos intangíveis na Demonstração do Resultado baseia-se também nos estudos de Dichev e Tang (2008), Srivastava (2014) e Green *et al.* (2021) que demonstraram queda persistente na correlação entre receitas e despesas. Esse efeito prejudicial no *matching* do regime de competência deve-se, em grande parte, aos ativos intangíveis contabilizados como despesa, apesar de gerar benefícios em períodos futuros.

Mediante as constatações de geração de benefícios futuros a partir de despesas *SG&A*, considera-se que esses itens possam carregar conteúdo informacional relevante que auxilie na predição de resultados, pois são elementos significativos do desempenho das empresas. Por isso, seu reflexo nos preços das ações pode ocorrer também devido a sua relação com volume de atividade. A percepção do mercado sobre esse fato foi demonstrada por Srivastava (2014) e Swanson (2018), através da relação positiva dessa variável com valor de mercado, denotando relevância. Resultado similar foi obtido por Banker *et al.* (2019) sendo que, adicionalmente, demonstraram que analistas incorporam parcelas intangíveis inclusas em *SG&A* nas previsões de desempenho, refletindo o consenso do mercado sobre a importância desses itens.

Ao analisar as notas explicativas das empresas, observa-se situações em que há indícios de despesas que contribuem com resultados futuros. Por exemplo, a empresa Embraer divulgou em 2021 a rubrica “Projetos Corporativos”, descrevendo que se trata de gastos relacionados à eficiência e reestruturação de processos, tecnologia da informação, cibersegurança e demandas jurídicas. Nota-se que nessa descrição há elementos que correspondem às características de intangibilidade e outros que não. Porém, não há divulgação de valores separados para cada item. Outro exemplo é o da empresa Telefônica, que, apesar de citar os itens inclusos dentro de cada rubrica do resultado, também não divulga os valores individuais. Informa que há despesas com treinamento incluso no valor da rubrica “Pessoal” e compra de conteúdo de TV, intermediação comercial e parcerias incluso em “Serviços de Terceiros”.

Assim, percebe-se que a divulgação das despesas separadas por natureza ou função não permite a identificação exata de ativos intangíveis, salvo em alguns casos em que há divulgações separadas de Pesquisa e Desenvolvimento e Propaganda. Como não há padronização na divulgação desses itens, observa-se apresentações de modos diversos.



No caso de Pesquisa e Desenvolvimento, citam-se como exemplos a empresa Petrobras, que divulga esses gastos dentro de Informações por Segmento; a empresa BRF, que divulga de forma narrativa ao invés de apresentá-los nas descrições de despesas por natureza e função; e empresas do setor de energia elétrica, que divulgam como Encargos Regulatórios.

Quanto a Propaganda, empresas como Alpargatas, Cyrela e Dexco, divulgam essa despesa separadamente dentro de despesas de vendas. Por outro lado, empresas como Lojas Marisa e Natura citam que esse item está incluso em despesa de venda, mas não apresentam seu valor individualmente.

Assim, a variável *SG&A* é uma *proxy* de aproximação, dada a falta de padronização nas informações divulgadas. Como itens intangíveis no resultado não são divulgados separadamente, foi efetuada a separação proposta por Banker *et al.* (2019) sendo que, do total de *SG&A*, subtraiu-se *P&D* e propaganda, resultando na parcela denominada *MainSG&A*.

Para casos em que a empresa não possuiu ou não divulgou determinada informação, atribuiu-se valor 0. Isso aconteceu em algumas observações sobre *goodwill*, pesquisa e desenvolvimento e propaganda. Para padronização, as *proxies* de ativos intangíveis foram divididas pela quantidade de ações.

Para captar os efeitos de internacionalização das empresas foram utilizadas três variáveis. *CapEst* como variável *dummy* refletindo se há acionista estrangeiro entre os cinco principais acionistas. *ADR* como variável *dummy* para empresas que emitem *ADR* no mercado americano. *Exp* representando a participação das receitas de exportação nas receitas totais.

Resumidamente, a Tabela 2 apresenta o construto das variáveis:

Tabela 2

**Construto das variáveis**

Sigla	Descrição	Fonte	Suporte Teórico
<i>VM</i>	Valor de Mercado por ação, três meses após o fim do período	Economática®	Ball e Brown (1968), Ohlson (1995)
<i>PL</i>	Patrimônio Líquido por ação	Economática®	Ball e Brown (1968), Ohlson (1995)
<i>LL</i>	Lucro líquido por ação	Economática®	Ball e Brown (1968), Ohlson (1995)
<i>PL-AI</i>	Patrimônio Líquido menos Ativos Intangíveis por ação	Economática®	Kimouche e Rouabhi (2016), Silva <i>et al.</i> (2017), Paolone <i>et al.</i> (2020) e Pacheco e Rover (2020).
<i>AI</i>	Ativo Intangível por ação	Economática®	Kimouche e Rouabhi (2016), Silva <i>et al.</i> (2017), Ewens <i>et al.</i> (2019), Paolone <i>et al.</i> (2020) e Pacheco e Rover (2020).
<i>Good</i>	<i>Goodwill</i> por ação	DFP – Notas Explicativas	Kimouche e Rouabhi (2016), Silva <i>et al.</i> (2017), Paolone <i>et al.</i> (2020) e Souza e Borba (2017).
<i>Main SG&amp;A</i>	Despesas de vendas, gerais e administrativas menos P&D e propaganda por ação	DFP – Notas Explicativas	Swanson (2018), Banker <i>et al.</i> (2019), Ewens <i>et al.</i> (2019).
<i>P&amp;D</i>	Pesquisa e desenvolvimento por ação	DFP – Notas Explicativas	Swanson (2018), Gonçalves e Lemes (2018) e Paolone <i>et al.</i> (2020).
<i>Prop</i>	Publicidade e Propaganda por ação	DFP – Notas Explicativas	Zambrano <i>et al.</i> (2018) e Indrajati e Dermawan (2021)
<i>CapEst</i>	Variável <i>dummy</i> para acionista estrangeiro entre os cinco principais: 1 – sim 0 – não	Formulário de Referência - Item 15.1	Santos <i>et al.</i> (2015), Duarte <i>et al.</i> (2019) e Freire <i>et al.</i> (2022).
<i>ADR</i>	Variável <i>dummy</i> para emissão de ADR: 1 – sim 0 – não	JP Morgan's ADR	Santos <i>et al.</i> (2015), Duarte <i>et al.</i> (2019) e Freire <i>et al.</i> (2022).

<i>Exp</i>	Proporção de receitas derivadas do exterior	Formulário de Referência Item 7.7	de Macagnan (2009), Santos <i>et al.</i> (2015), Mazzioni e Klann (2016) e Duarte <i>et al.</i> (2019)
------------	---	-----------------------------------	--

Fonte: elaborada pelos autores.

Primeiramente, foi estimado o modelo de Ohlson (1995) através da adaptação proposta por Collins, Maydew e Weiss (1997), da seguinte maneira:

$$\text{Modelo 1: } P_{it} = a_0 + a_1 PL_{it} + a_2 LL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Eq 1})$$

Considerando  $P_{it}$  = valor da empresa  $i$  três meses após o fim do ano  $t$ ;  $PL_{it}$  = patrimônio líquido da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $LL_{it}$  = resultado da empresa  $i$  no ano  $t$ .

A seguir, foram efetuadas duas adaptações no modelo original com a inclusão de variáveis de ativos intangíveis. Nessa etapa, pretende-se analisar a *value relevance* de ativos intangíveis independente dos efeitos da internacionalização. No modelo 2 os ativos intangíveis registrados no balanço foram analisados separadamente do Patrimônio Líquido. Enquanto no modelo 3 foram analisados todos os ativos intangíveis especificamente.

$$\text{Modelo 2: } P_{it} = b_0 + b_1(PL - AI)_{it} + b_2 LL_{it} + b_3 AI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Eq 2})$$

$$\text{Modelo 3: } P_{it} = c_0 + c_1(PL - AI)_{it} + c_2 LL_{it} + c_3 AI_{it} + c_4 Good_{it} + c_5 MainSG\&A_{it} + c_6 P\&D_{it} + c_7 Prop_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Eq 3})$$

Sendo:  $AI_{it}$  = ativos intangíveis registrados no Balanço Patrimonial;  $Good_{it}$  = *goodwill*;  $MainSG\&A_{it}$  = despesas gerais, administrativas e de vendas com exceção de pesquisa e desenvolvimento e propaganda;  $P\&D_{it}$  = pesquisa e desenvolvimento;  $Prop_{it}$  = propaganda. Todas as variáveis referem-se a empresa  $i$  no ano  $t$ .

Posteriormente, no modelo 4 foram incluídas todas as variáveis de internacionalização para verificar se elas apresentam significância:

$$\text{Modelo 4: } P_{it} = d_0 + d_1(PL - AI)_{it} + d_2 LL_{it} + d_3 AI_{it} + d_4 CapEst_{it} + d_5 ADR_{it} + d_6 Exp_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Eq 4})$$

Sendo:  $CapEst_{it}$  = variável *dummy* para participação de acionista estrangeiro entre os cinco principais acionistas;  $ADR_{it}$  = variável *dummy* para empresas que emitem *ADR* no mercado americano;  $Exp_{it}$  = proporção de receita de exportação perante a receita total.

Como espera-se maior relevância para *ADR*, o próximo passo foi separar as observações conforme os valores 1 e 0 atribuídos a essa variável e regressar o modelo 3 nos dois grupos para testar a hipótese *H1*. Adicionalmente, estimou-se o modelo 5 considerando todos os ativos intangíveis e a variável *ADR*. Esse procedimento foi útil para verificar se o resultado do teste de hipótese é mantido ao operacionalizar todas as observações de forma conjunta. O modelo é dado por:

$$\text{Modelo 5: } P_{it} = e_0 + e_1(PL - AI)_{it} + e_2 LL_{it} + e_3 AI_{it} + e_4 Good_{it} + e_5 MainSG\&A_{it} + e_6 P\&D_{it} + e_7 Prop_{it} + e_8 ADR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Eq 3})$$

O processamento dos modelos propostos foi efetuado no *software Stata*®.

## 4. RESULTADOS

### 4.1 Estatística Descritiva e Correlação

A Tabela 3 apresenta os resultados da estatística descritiva:

Tabela 3  
Estatística Descritiva

Variáveis	Média	Desv Pad	Coef Var	Mínimo	Máximo
<i>Vlr Merc</i>	23,0127	21,5086	0,9346	0,1400	177,1259
<i>PL</i>	13,2848	12,4931	0,9404	-4,8555	78,9927
<i>PL-AI</i>	9,3351	10,3111	1,1046	0,0265	75,9778
<i>LL</i>	1,2714	2,7647	2,1745	-28,0614	30,0469
<i>AI</i>	5,3761	8,5204	1,5849	3,0506	96,4181
<i>Good</i>	1,1270	2,8692	2,5459	0	31,1213
<i>MainSG&amp;A</i>	3,2766	7,6264	2,3275	0	112,4337
<i>P&amp;D</i>	0,0657	0,2085	3,1735	0	2,4339
<i>Prop</i>	0,2171	0,7285	3,3556	0	7,4104
<i>CapEst</i>	0,5328	0,4991	0,9367	0	1
<i>ADR</i>	0,4477	0,4975	1,1112	0	1
<i>Exp</i>	0,1462	0,2534	1,7332	0	0,9283

Fonte: elaborada pelos autores.

O Patrimônio Líquido médio das empresas equivale a R\$ 13,28 por ação, enquanto o Lucro Líquido médio por ação foi de R\$1,27. Conforme o desvio padrão e coeficiente de variação, nota-se que a oscilação em Lucro Líquido é maior do que em Patrimônio Líquido. A explanação reside nas características das duas contas. O Lucro Líquido recebe influência de mais fatores do que o Patrimônio Líquido, pois esse último é predominantemente composto por capital social, o qual não apresenta movimentação constante.

Percebe-se alta oscilação em todas as variáveis. Os maiores desvios-padrões referem-se a variáveis de lucro líquido e aquelas relacionadas aos ativos intangíveis, como é possível verificar nos coeficientes de variação superiores a 1. Além da heterogeneidade da amostra, as elevadas oscilações refletem a singularidade em torno de ativos intangíveis refletindo características peculiares de empresas e setores.

Em média, o valor de mercado das ações nos dez anos em análise foi de R\$23,01, valor que, ao comparar com o Patrimônio Líquido por ação de R\$ 13,28, resulta em um indicador de intangibilidade (*market-to-book*) médio de 1,73 no período. Isso demonstra que há fatores que o mercado precifica como potenciais geradores de benefício futuro, mas que não são captados pela contabilidade. Ou seja, como vários ativos intangíveis estão fora das demonstrações financeiras, isso contribui para aumentar o *gap* entre valor de mercado e valor contábil.

Conforme demonstrado por Pacheco e Rover (2020), no Brasil, o subgrupo Ativo Intangível é predominado por *goodwill* e concessões. Como *goodwill* foi analisado separadamente na presente pesquisa, a variável *AI* contém concessões e demais ativos intangíveis capitalizados. Os demais itens desse subgrupo, conforme demonstrado pelos autores, representam pequenas participações, por exemplo, intangíveis em desenvolvimento, *software*, marcas e patentes, carteira de clientes e fundos de comércio.

Os ativos intangíveis contabilizados no Balanço Patrimonial representam R\$ 5,37 por ação, o qual, somado ao *goodwill* de R\$1,12, totaliza R\$ 6,49 por ação, sendo esse o valor médio total capitalizado. Esses ativos registrados no balanço correspondem a 23,34% do preço médio de mercado das ações, percentual que atinge 28,21% ao considerar também o *goodwill*. Dessa forma, os investimentos em ativos intangíveis capitalizados no Balanço Patrimonial superam aqueles reconhecidos como despesa ao considerar *MainSG&A*, *P&D* e Propaganda. Esses recursos intangíveis registrados na Demonstração do Resultado totalizam R\$ 3,54 por ação, correspondendo a 15,38% do preço de mercado das ações. Assim, em média, há mais ativo intangível capitalizado no Balanço Patrimonial do que reconhecido como despesa na Demonstração do Resultado. Além disso, a soma de todos os ativos intangíveis corresponde a

43,59% do valor de mercado das ações, percentual menor do que o observado em mercados desenvolvidos. Por exemplo, Kimouche e Rouabhi (2016), apuraram que ativos intangíveis representam mais de 63% do valor de mercado das empresas europeias.

Os intangíveis contabilizados no resultado apresentaram as maiores oscilações, notoriamente propaganda e pesquisa e desenvolvimento, refletindo particularidades setoriais e idiosincrasias das firmas. Para propaganda obteve-se a média de R\$0,21 por ação e uma oscilação que parte de 0, para empresas que não possuem ou não divulgam esse gasto, para o valor máximo de R\$7,41 por ação. Em relação à pesquisa e desenvolvimento, seu valor médio de R\$0,06 representa a menor participação de ativo intangível nas ações. Isso reflete as características de mercado emergente, onde o investimento em pesquisa e desenvolvimento ainda é incipiente em comparação com mercados desenvolvidos. De um lado há empresas que não possuem ou não divulgam esses investimentos, correspondendo aos valores mínimos iguais a 0. Na outra extremidade, há empresas com investimentos vultosos, podendo citar Petrobras, que investiu R\$ 3,03 bilhões em 2021 e Vale, que investiu R\$ 2,99 bilhões no mesmo ano, representando os maiores investimentos em *P&D* no período estudado.

A estatística descritiva das variáveis de internacionalização demonstra que a participação de capital estrangeiro é alta no mercado brasileiro. 53% das empresas têm participação estrangeira entre os principais acionistas e 44% possui *ADR*.

Quanto a exportação, essa representa em média 14% do faturamento das empresas da amostra. No entanto, apresenta alta oscilação, refletindo firmas que apresentam valores mínimos iguais a 0, ou seja, que não praticam exportação, e empresa na extremidade máxima que possui exportação equivalente a 92% das receitas. Assim, nota-se que a internacionalização é maior via capital estrangeiro e não por atuação operacional das empresas no mercado internacional.

A Tabela 4 apresenta a matriz de correlação, onde é possível verificar o relacionamento entre as variáveis antes de partir para os modelos de regressão.

Tabela 4

**Matriz de correlação de Pearson**

	<i>VM</i>	<i>PL</i>	<i>PL-AI</i>	<i>LL</i>	<i>AI</i>	<i>Good</i>	<i>SG&amp;A</i>	<i>P&amp;D</i>	<i>Prop</i>	<i>CapEst</i>	<i>ADR</i>	<i>Exp</i>
<i>VM</i>	1,00											
<i>PL</i>	<b>0,45</b>	1,00										
<i>PL-AI</i>	<b>0,36</b>	<b>0,86</b>	1,00									
<i>LL</i>	<b>0,43</b>	<b>0,41</b>	<b>0,38</b>	1,00								
<i>AI</i>	<b>0,27</b>	<b>0,45</b>	<b>0,12</b>	<b>0,21</b>	1,00							
<i>Good</i>	<b>0,09</b>	<b>0,24</b>	0,03	0,05	<b>0,29</b>	1,00						
<i>SG&amp;A</i>	<b>0,47</b>	<b>0,41</b>	<b>0,31</b>	<b>0,17</b>	<b>0,23</b>	0,03	1,00					
<i>P&amp;D</i>	<b>0,14</b>	<b>0,12</b>	<b>0,08</b>	<b>0,06</b>	0,04	<b>0,08</b>	0,00	1,00				
<i>Prop</i>	<b>0,26</b>	0,05	<b>0,09</b>	<b>0,11</b>	0,01	-0,01	<b>0,26</b>	0,03	1,00			
<i>CapEst</i>	0,02	<b>0,12</b>	<b>0,09</b>	<b>-0,07</b>	0,00	0,04	-0,04	0,06	<b>-0,22</b>	1,00		
<i>ADR</i>	<b>0,16</b>	<b>0,11</b>	0,02	0,04	<b>0,13</b>	0,06	0,02	<b>0,13</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,27</b>	1,00	
<i>Exp</i>	0,01	0,04	-0,02	0,00	0,04	<b>0,27</b>	-0,04	0,04	0,07	0,00	<b>0,31</b>	1,00

Obs.: valores significativos a 5% em negrito.

Fonte: elaborada pelos autores.

Todas as variáveis independentes correlacionam-se positivamente com valor de mercado, configurando constatação inicial de que podem ser *value-relevant*. Nota-se que todos os ativos intangíveis apresentam correlação positiva com lucro líquido, denotando que esses recursos contribuem para a lucratividade das empresas. À medida que tal contribuição é percebida pelos investidores, isso reflete nos preços das ações, ocasionando as correlações positivas verificadas entre todos os ativos intangíveis e o valor de mercado das firmas. Peixoto *et al.* (2021) lembram que esse impacto positivo no preço encontra suporte na literatura, visto que o ativo intangível pode trazer diferenciação para a empresa.

Ademais, é importante ressaltar a alta correlação entre *MainSG&A* e valor de mercado. Isso denota que ativos intangíveis inclusos nos gastos lançados na Demonstração do Resultado também são valorizados pelo mercado como potenciais geradores de fluxo de caixa futuro e, por isso, são correlacionados com o preço das ações.

Com relação às variáveis de internacionalização, observa-se que *ADR* é a que mais correlaciona-se com valor de mercado, ativos intangíveis contabilizados no balanço e *P&D*. Isso denota que empresas que possuem *ADR* podem ser mais propensas a capitalizar ativos intangíveis e que suas atividades de pesquisa e desenvolvimento são valorizadas por investidores internacionais. Esse resultado sugere que essa variável de internacionalização pode ser a mais relevante para os modelos econométricos.

## 4.2 Análise de Dados

Em todos os modelos foram aplicados os testes de *Chow*, *LM* de *Breusch-Pagan* e *Hausman*, para seleção do melhor modelo de regressão. Os resultados determinaram a utilização de estimadores com efeitos fixos. Assim, optou-se por controlar os efeitos fixos por empresa, admitindo a cada uma sua própria variável *dummy* de intercepto refletindo a singularidade. Aplicou-se também os testes *F*, que apontou para significância dos modelos; *Wald*, que demonstrou significância das variáveis; e *VIF*, que constatou não haver problemas de multicolinearidade.

Primeiramente foram efetuadas as regressões dos modelos 1 a 3 onde pretendeu-se verificar a relevância dos ativos intangíveis antes de considerar os efeitos de internacionalização. Os resultados estão apresentados na Tabela 5:

Tabela 5

### Regressões para o modelo original e adaptações para ativos intangíveis

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	<i>Coef</i>	<i>t Stat</i>	<i>Coef</i>	<i>t Stat</i>	<i>Coef</i>	<i>t Stat</i>
<i>Cons</i>	9,4605***	8,31	10,9978***	10,08	10,8822***	10,06
<i>PL</i>	0,8683***	10,46				
<i>PL-AI</i>			0,6668***	6,48	0,4433***	4,22
<i>LL</i>	1,5858***	8,04	1,6824***	8,43	1,6315***	8,42
<i>AI</i>			0,6789***	5,44	0,3024**	2,24
<i>Good</i>					0,4251	1,22
<i>MainSG&amp;A</i>					0,5807***	5,86
<i>P&amp;D</i>					11,8085***	2,58
<i>Prop</i>					5,2170***	2,96
<i>Obs</i>	929		929		929	
<i>R<sup>2</sup> within</i>	0,23		0,23		0,27	
<i>FE firma</i>	Sim		Sim		Sim	
<i>F test</i>	98,57***		78,59***		44,86***	
<i>VIF máximo</i>	1,21		1,21		1,27	
<i>Wald</i>	0		0		0	
<i>Hausman</i>	0,001		0,0004		0,0023	

Fonte: elaborada pelos autores.

\*\*\* significante a 1%; \*\* significante a 5%; \* significante a 10%.

Modelo 1:  $P_{it} = a_0 + a_1PL_{it} + a_2LL_{it} + \varepsilon_{it}$

Modelo 2:  $P_{it} = b_0 + b_1(PL - AI)_{it} + b_2LL_{it} + b_3AI_{it} + \varepsilon_{it}$

Modelo 3:  $P_{it} = c_0 + c_1(PL - AI)_{it} + c_2LL_{it} + c_3AI_{it} + c_4GOOD_{it} + c_5SG\&A_{it} + c_6P\&D_{it} + c_7Prop_{it} + \varepsilon_{it}$

No modelo original, percebe-se que tanto Patrimônio Líquido quanto Lucro Líquido são altamente significantes, confirmando a proposição de Ohlson (1995) de que são relevantes para explicar o valor de mercado das empresas. Como Lucro Líquido apresentou maior coeficiente, isso denota que pode ser mais *value relevant*. Esse resultado vai de encontro com Santos, Lemes

e Barboza (2019), que demonstraram que, com o advento das IFRS, houve maior incremento na relevância do Lucro Líquido. Os autores argumentam que a adoção dessas normas aproximou os lucros à realidade econômica. Ademais, corrobora as pesquisas de Silva *et al.* (2017) e Pacheco e Rover (2020) que também apuraram maior relevância para Lucro Líquido no Brasil.

No modelo 2 nota-se que os ativos intangíveis registrados no Balanço Patrimonial são relevantes para o mercado dado o coeficiente positivo e significativo a 1%. Isso denota que esses itens possuem conteúdo informacional para os investidores afetando positivamente o valor das empresas. Porém, a manutenção nos valores de  $R^2$  ajustado denota que não há incremento no poder preditivo entre os modelos 1 e 2, mas apenas a constatação de que  $AI$  é significativa. Pacheco e Rover (2020) também obtiveram resultados nesse sentido. Pode-se interpretar que o ativo intangível refletido na variável  $AI$  é relevante para o mercado, mas possui baixo poder incremental, pois sua informação já está contida no Patrimônio Líquido.

O aumento no poder explanatório ocorre apenas no modelo 3, onde, com exceção do *goodwill*, todas as variáveis de ativos intangíveis foram altamente relevantes. A significância obtida pelo teste  $F$  ( $Prob > F$  inferior a 1%) indica que esse aumento no  $R^2$  não é fruto de sobre especificação com inclusão de variável irrelevante. Ao incluir no modelo os ativos intangíveis contidos em *MainSG&A*, bem como *P&D* e *Prop*, obteve-se incremento no  $R^2$ , partindo de 0,23 para 0,27. Assim, esses recursos intangíveis contabilizados como despesa também estão associados com o valor de mercado da firma, pois seus coeficientes positivos e significativos a 1% refletem seu alto poder explanatório para o preço de mercado das ações. O modelo indica que os ativos intangíveis explicam 27% do valor de mercado. Deduz-se que tais recursos exercem influência sobre as expectativas dos investidores pois podem gerar benefícios futuros. Esse aumento no poder incremental ao considerar ativos intangíveis específicos também foi observado por Paolone *et al.* (2020), Peixoto *et al.* (2021) e Pacheco e Rover (2020).

Ressalta-se que, no modelo 3, os ativos intangíveis contabilizados na Demonstração de Resultado obtiveram maior significância estatística do que aqueles registrados no Balanço Patrimonial. A significância obtida para esses recursos tratados como despesa, captadas pela variável *MainSG&A*, vão ao encontro de Banker *et al.* (2019) e Ballas, Naoum e Vlismas (2022). Se há investimentos que gerarão retorno no futuro, mas que, por limitação normativa, são tratados como despesas, então é possível que investidores considerem não apenas o efeito desses gastos na redução de lucro presente, mas também, o impacto a ser gerado em lucros futuros. Ou seja, o comportamento de gastos pode ser guiado pela orientação estratégica da firma.

Ademais, é importante enfatizar que os ativos intangíveis, tanto no Balanço Patrimonial quanto na Demonstração de Resultado, impactam o valor de mercado de forma altamente significativa assim como o lucro, sugerindo que carregam conteúdo informacional relevantes para os investidores.

A falta de relevância para *goodwill* corrobora Souza e Borba (2017), mas vai contra Silva *et al.* (2017) e Pacheco e Rover (2021). Entre os motivos para a falta de relevância pode-se citar que o preço excedente pago em participações societárias pode ter outros motivos que não apenas expectativa de rentabilidade futura, como por exemplo, questões tributárias, além do fato de que o *goodwill* gerado pode envolver vários tipos de ativos com características estratégicas diferentes. A diversidade de propósitos e ativos envolvidos nessa operação pode não estar sendo entendida pelos investidores pois, conforme constataram Souza e Borba (2017), o nível de *disclosure* de combinações de negócios é baixo no Brasil. Os autores demonstraram que empresas que apresentam menores níveis de *disclosure* sobre esses itens são aquelas que alocaram maiores valores ao *goodwill*. Nesse âmbito, Eloy e Souza (2018) demonstraram que várias empresas informaram as expectativas em torno de sinergias ou economias de escala esperadas, porém, não forneceram detalhamentos sobre essas informações.

Por tais motivos, é possível que investidores tenham incertezas sobre os reais benefícios das combinações e que não acompanhem seus resultados em períodos futuros. As informações fornecidas podem ser insuficientes para proporcionar entendimento adequado sobre os métodos contábeis utilizados e os ativos adquiridos. Essa falta de transparência, aliada às características de mercado imperfeito que geram incertezas nos elementos em torno da combinação de negócios, como *fair value* de ativos e premissas para o teste de *impairment*, pode proporcionar assimetria informacional sobre essas operações.

Outro resultado que chama a atenção diz respeito à variável de pesquisa e desenvolvimento. A constatação de sua relevância corrobora Gonçalves e Lemes (2018). Os altos valores de coeficiente e significância para *P&D* indicam que, apesar desses investimentos serem pouco volumosos no mercado brasileiro, como constatado na estatística descritiva, eles carregam alto conteúdo informacional. Ou seja, esse tipo de investimento, mesmo que ainda incipiente no Brasil, é relevante para determinar o valor de mercado das empresas.

O próximo passo foi verificar a significância nas variáveis de internacionalização. Para isso, foi estimado o modelo 4 contendo todos os atributos conjuntamente e, posteriormente, o modelo 2 ajustado com a inclusão de cada atributo separadamente. Os resultados estão apresentados na Tabela 6.

Tabela 6  
Regressão para internacionalização

	Modelo 4		Modelo 2 ajustado para <i>CapEst</i>		Modelo 2 ajustado para <i>ADR</i>		Modelo 2 ajustado para <i>Exp</i>	
	<i>Coef</i>	<i>t Stat</i>	<i>Coef</i>	<i>t Stat</i>	<i>Coef</i>	<i>t Stat</i>	<i>Coef</i>	<i>t Stat</i>
<i>Cons</i>	11,9013***	5,67	11,8571***	7,60	8,8988***	6,05	12,7689***	7,95
<i>PL-AI</i>	0,6647***	6,47	0,6685***	6,49	0,6707***	6,53	0,6597***	6,41
<i>LL</i>	1,6499***	8,22	1,6638***	8,28	1,6634***	8,35	1,6938***	8,49
<i>AI</i>	0,7478***	5,88	0,6850***	5,48	0,6947***	5,57	0,7129***	5,63
<i>CapEst</i>	-2,1894	-1,02	-1,6576	-0,77				
<i>ADR</i>	5,2150***	2,44			4,4709**	2,12		
<i>Exp</i>	16,2790*	1,86					-13,0062	-1,50
<i>Obs</i>	929		929		929		929	
<i>R<sup>2</sup> within</i>	0,23		0,22		0,22		0,22	
FE firma	Sim		Sim		Sim		Sim	
<i>F test</i>	41,06***		59,06***		60,32***		59,60***	
<i>VIF</i>	1,24		1,23		1,21		1,21	
<i>máximo</i>								
<i>Wald</i>	0		0		0		0	
<i>Hausman</i>	0,0006		0,0003		0,0004		0,0004	

Fonte: elaborada pelos autores.

\*\*\* significante a 1%; \*\* significante a 5%; \* significante a 10%.

Modelo 4:  $P_{it} = d_0 + d_1(PL - AI)_{it} + d_2LL_{it} + d_3AI_{it} + d_4ADR_{it} + d_5CapEst_{it} + d_6Exp_{it} + \varepsilon_{it}$

A regressão que contém todas as *proxies* de internacionalização retornou relevância para *ADR* (significativo a 1%) e exportação (significativo a 10%), ao passo que nas regressões com os controles separados foi obtida significância apenas para *ADR* (significativo a 5%). Maiores significâncias para *ADR* demonstram que o acesso ao mercado de capitais americano tem o poder de impactar o valor de mercado das firmas no Brasil. Esse resultado vai ao encontro de Santos *et al.* (2015) e Duarte *et al.* (2019) que também obtiveram maior significância para *ADR* entre as variáveis de internacionalização. Outra explicação se encontra nas evidências obtidas por Senteney *et al.* (2014) no sentido de que empresas com *ADR* podem apresentar melhor ambiente informacional, proporcionando informações mais relevantes ao mercado.

A relevância para a variável exportação, em menor significância no modelo 4, sugere que as receitas provenientes do exterior também podem impactar o valor de mercado das empresas. Esse resultado vai ao encontro com Macagnan (2009), o qual observou que, na

Espanha, empresas com maior internacionalização via exportação tendem a praticar maior evidência sobre recursos intangíveis com o propósito de reduzir conflitos de interesses com governos e sinalizar ao mercado o valor da empresa. Tais resultados sugerem que os investidores avaliam os ativos intangíveis como diferenciadores para enfrentar a concorrência internacional.

Como *ADR* foi mais significativa entre as variáveis de internacionalização, optou-se por segregar as observações conforme os valores 1 e 0 atribuídos para a essa variável *dummy*. As observações que receberam valor 1 totalizaram 352, perfazendo 37,89% do total. Enquanto as observações que receberam valor 0 totalizaram 577, equivalente a 62,11% do total. Feito isso, foi estimado nos dois grupos o Modelo 3 contendo todos os ativos intangíveis. Foi estimado também o Modelo 5, onde considerou-se todos os ativos intangíveis e a inclusão da variável *ADR*. Os resultados estão apresentados na Tabela 7:

Tabela 7

**Regressões do Modelo 3 para os grupos com e sem ADR**

	Modelo 3 para <i>Cluster 1</i> com ADR		Modelo 3 para <i>Cluster 0</i> sem ADR		Modelo 5	
	<i>Coef</i>	<i>t Stat</i>	<i>Coef</i>	<i>t Stat</i>	<i>Coef</i>	<i>t Stat</i>
Cons	5,8738***	2,85	12,4395***	9,58	9,0624***	6,29
<i>PL-AI</i>	0,5023***	3,69	0,2819*	1,82	0,4328***	4,27
<i>LL</i>	1,0796***	4,99	2,6082***	6,43	1,6048***	8,32
<i>AI</i>	0,4308***	2,47	-0,1629	-0,78	0,3674***	2,42
<i>Good</i>	1,0450	1,50	0,5545	1,28	0,3501	0,99
<i>MainSG&amp;A</i>	1,1187***	2,77	0,5209***	4,61	0,5728***	5,79
<i>P&amp;D</i>	57,0906***	5,14	4,6330	0,94	11,7257***	2,56
<i>Prop</i>	1,7484	0,31	6,1049***	3,12	5,2954*	3,01
<i>ADR</i>					3,9262**	1,91
<i>Obs</i>	(352 => 37,89%)		(577 => 62,11%)		929	
<i>R<sup>2</sup> within</i>	0,34		0,27		0,29	
FE firma	Sim		Sim		Sim	
<i>F test</i>	22,93***		27,98***		39,84***	
<i>VIF máximo</i>	1,46		1,57		1,16	
<i>Wald</i>	0		0		0	
<i>Hausman</i>	0,0077		0		0,0037	

Fonte: elaborada pelos autores.

\*\*\* significante a 1%; \*\* significante a 5%; \* significante a 10%.

Modelo 3:  $P_{it} = c_0 + c_1(PL - AI)_{it} + c_2LL_{it} + c_3AI_{it} + c_4GOOD_{it} + c_5SG\&A_{it} + c_6P\&D_{it} + c_7Prop_{it} + \varepsilon_{it}$

Modelo 5:  $P_{it} = e_0 + e_1(PL - AI)_{it} + e_2LL_{it} + e_3AI_{it} + e_4Good_{it} + e_5MainSG\&A_{it} + e_6P\&D_{it} + e_7Prop_{it} + e_8ADR_{it} + \varepsilon_{it}$

A regressão para o *cluster 1*, referente às observações que possuem *ADR*, apresentou maior poder explanatório para o valor de mercado das empresas. Nesse grupo, obteve-se a maior capacidade preditiva em relação às demais regressões. No entanto, essa consideração deve ser ponderada pelo fato de que o resultado foi obtido para uma quantidade menor de observações.

A consideração de todos os ativos intangíveis nas empresas que possuem *ADR* permite explicar 34% do valor de mercado das firmas. Em comparação a esse mesmo modelo rodado para todas as observações conjuntamente (Tabela 4 – Modelo 3), sem a segregação conforme a variável *dummy* de *ADR*, pode-se interpretar que os ativos intangíveis proporcionam maior incremento no poder preditivo em contexto de *ADR*. A exposição a mercados internacionais, atraindo a participação de investidores estrangeiros, faz com que os relatórios financeiros sejam mais úteis para decisões de investimento a medida em que há maior constatação de *value relevance* nesse contexto.



Nota-se que o ativo intangível contabilizado no Balanço Patrimonial permanece relevante apenas nas observações com *ADR*, conforme constatada significância a 1%. Ao passo que, para o outro grupo não foi obtida significância estatística. Isso demonstra que investidores internacionais são mais propensos a perceber o conteúdo informacional desse subgrupo no Balanço Patrimonial. Esse resultado permite confirmar a hipótese de pesquisa.

O impacto de *ADR* na *value relevance* pode também ser entendido mediante a argumentação de Callen *et al.* (2005), de que por tratar-se de ativo que também é negociado em mercado desenvolvido, onde há fortes mecanismos de governança, tal ativo está sob acompanhamento de investidores altamente qualificados e informados. Isso faz com que tal sofisticação se propague ao mercado de origem impactando as negociações devido a maior exposição das companhias, tendo em vista que têm maior cobertura de analistas e melhor ambiente de informação, conforme demonstrado por Lang *et al.* (2003) e Senteney *et al.* (2014).

Assim, é possível que a elevada qualidade informacional do mercado americano, sob a qual estão expostas as empresas emissoras de *ADR*, seja percebida pelos investidores no mercado de origem provocando um efeito *spillover*. Ou seja, é possível que investidores considerem que a internacionalização das empresas por meio de *ADR* configure um fator influenciador da qualidade das informações divulgadas, motivo pelo qual os relatórios financeiros são mais carregados de conteúdo informacional que explicam os preços das ações, principalmente no que diz respeito a ativos intangíveis.

O *goodwill* foi insignificante em ambas as regressões. Dessa forma, em todas as condições testadas no presente estudo não se obteve significância para essa variável. A variável *MainSG&A* foi altamente significativa para ambos os grupos. Isso denota que os ativos intangíveis inclusos nesse grupo de gastos são relevantes para o mercado, independente do contexto de internacionalização.

No grupo com *ADR*, obteve-se alto coeficiente e elevada significância para *P&D*, confirmando que investidores internacionais atribuem grande relevância a esse investimento. Como mercados desenvolvidos apresentam maior cultura de investimentos em ciência e tecnologia, esses gastos são mais informativos constituindo elementos úteis para avaliação das empresas. Ademais, é possível que a relevância atribuída pelos investidores reflita maior sucesso nas atividades de pesquisa e desenvolvimento. Esse resultado vai ao encontro de pesquisas que constataram relevância para *P&D* em mercados desenvolvidos (Oliveira *et al.*, 2010; Swanson, 2018; Paolone *et al.*, 2020).

A variável de propaganda foi significativa apenas para o grupo sem *ADR*. Isso sugere que a propaganda pode ser relevante para investidores locais pois estão mais próximos das cadeias de valor das empresas e, inclusive, participando do mercado consumidor. Assim, valorizam a publicidade pois percebem seus efeitos diretamente.

Essas constatações podem ser indício de que os ativos intangíveis possuem maior conteúdo informacional em ambiente de internacionalização das firmas. Como o investimento nesses itens é maior em mercados desenvolvidos, é possível que os investidores provenientes desses mercados valorizem esses recursos e atribuam importância para as empresas que efetuem tais investimentos.

Conforme descrito no referencial teórico, a participação de investidores estrangeiros qualificados e informados influencia no ambiente informacional da empresa no mercado local (Callen *et al.*, 2005; Sanvicente, 2014). Essa melhora contribui para que ativos intangíveis tenham maior conteúdo informativo.

Esses resultados permitem confirmar a hipótese estabelecida de que a internacionalização das empresas influencia positivamente a *value relevance* de ativos intangíveis, pois houve maiores indícios de significância para o grupo de observações que contém o atributo *ADR*.

O modelo 5 constituiu procedimento adicional para verificar se o resultado do teste de hipótese é mantido ao operacionalizar todas as variáveis de forma conjunta. Esse modelo também retornou resultados em favor da confirmação da hipótese. Os ativos intangíveis obtiveram significância estatística após a inclusão do controle de *ADR*. Mediante a comparação desses resultados com o modelo 3, sem o controle de internacionalização (Tabela 5), nota-se aumento na significância dos ativos intangíveis capitalizados (*AI*), partindo de 5% para 1%, e aumento nos coeficientes, de 0,3024 para 0,3674. Esses resultados juntamente com o incremento no  $R^2$  ajustado, de 0,27 para 0,29, denotam que os ativos intangíveis em contexto de *ADR* apresentaram maior poder explicativo para o valor de mercado das empresas, constituindo importantes elementos preditivos de preços.

### 4.3 Análise adicional: resultados para as demais *proxies* de internacionalização

Tendo confirmado a hipótese de pesquisa mediante a consideração de *ADR*'s, partiu-se para a verificação da relevância dos ativos intangíveis no contexto das demais *proxies* de internacionalização. Para capital estrangeiro (*CapEst*) foram separados dois *clusters* conforme as observações 1 e 0 para essa variável, procedimento similar ao efetuado para *ADR*'s no tópico anterior. Para exportações (*Exp*) utilizou-se a mediana dessa variável como ponto de corte das observações. Como muitas empresas não praticam exportação, a mediana obtida foi 0. Assim, as observações foram segregadas entre empresas que exportam e as que não exportam. Foi estimado o Modelo 3 em ambas as situações para as duas *proxies*, sendo os resultados divulgados na Tabela 8:

Tabela 8

#### Regressões do Modelo 3 para Capital Estrangeiro e Exportação

	Modelo 3 para Cluster 1 com <i>CapEst</i>		Modelo 3 para Cluster 0 sem <i>CapEst</i>		Modelo 3 para Cluster 1 <i>Exp</i> > 0		Modelo 3 para Cluster 0 <i>Exp</i> = 0	
	<i>Coef</i>	<i>t Stat</i>	<i>Coef</i>	<i>z Stat</i>	<i>Coef</i>	<i>z Stat</i>	<i>Coef</i>	<i>t Stat</i>
Cons	10,3041***	5,61	8,7538***	4,74	12,4486***	5,44	9,1913***	6,12
<i>PL-AI</i>	0,2797*	1,88	0,5117***	4,03	-0,0216	-0,12	0,5818***	4,43
<i>LL</i>	1,7124***	7,13	1,5377***	4,18	1,6585***	6,94	1,6786***	5,81
<i>AI</i>	0,3094**	0,93	0,2813**	2,20	0,7322***	2,79	0,2965*	1,83
<i>Good</i>	-0,4407	-0,78	0,9806	2,28	-0,2182	-0,54	1,0163	1,57
<i>MainSG&amp;A</i>	1,9170***	4,61	0,5968***	5,94	0,8608***	2,67	0,5861***	5,32
<i>P&amp;D</i>	18,8449***	3,27	6,0025	0,61	13,4396***	2,96	16,0688**	1,99
<i>Prop</i>	19,3770***	3,40	4,3060***	3,25	2,9007*	1,85	3,5601*	1,38
<i>Obs</i>	495		434		378		551	
$R^2$ within	0,2358		0,2443		0,2899		0,2808	
FE firma	Sim		Não		Não		Sim	
<i>F test</i>	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
<i>VIF máximo</i>	1,59		1,90		2,07		1,43	
<i>Wald</i>	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
<i>Hausman</i>	0,0000		0,2350		0,3683		0,0049	

Fonte: elaborada pelos autores.

\*\*\* significante a 1%; \*\* significante a 5%; \* significante a 10%.

Modelo 3:  $P_{it} = c_0 + c_1(PL - AI)_{it} + c_2LL_{it} + c_3AI_{it} + c_4GOOD_{it} + c_5SG\&A_{it} + c_6P\&D_{it} + c_7Prop_{it} + \varepsilon_{it}$

Os resultados das regressões para os *clusters* formados conforme presença ou não de capital estrangeiro demonstram evidências que sugerem maior relevância de ativos intangíveis na presença desse tipo de acionista. A regressão para as observações que contém o atributo *CapEst* retornaram coeficientes maiores para ativos intangíveis, tanto capitalizados quanto divulgados na Demonstração do Resultado. As diferenças foram expressivas para *MainSG&A*, *Prop* e *P&D*, sendo o último significativo apenas nas observações com participação estrangeira

no capital. Esses resultados vão de encontro com aqueles apresentados no tópico anterior, constituindo evidências de que a presença de investidores internacionais no capital das empresas pode contribuir para que a divulgação desses recursos contenha maior conteúdo informacional.

No que tange ao atributo exportações, os valores retornados nas regressões também vão a favor de maior relevância de ativos intangíveis mediante internacionalização. Ao comparar os resultados dos dois *clusters*, observa-se aumento nas significâncias de ativos intangíveis capitalizados e pesquisa e desenvolvimento para empresas que praticam vendas para o mercado externo. Ao comparar as variáveis que obtiveram a mesma significância estatística, nota-se que *MainSG&A* tem maior coeficiente nas empresas que exportam, denotando maior relevância nesse grupo. Por outro lado, propaganda possui maior coeficiente na ausência da internacionalização. Isso constitui nova evidência de que propaganda pode ser mais relevante para investidores do mercado local, conforme discutido no tópico anterior.

Em suma, os resultados encontrados tanto no tópico 4.2 para *ADR*, quanto no tópico 4.3 para os demais atributos, permitem confirmar a hipótese de pesquisa ao constituir evidências empíricas de que ativos intangíveis são mais relevantes em contexto de internacionalização das empresas. Os resultados do presente estudo podem sugerir possíveis causas das diferenças em *value relevance* dos ativos intangíveis em mercados desenvolvidos e em mercados emergentes, neste caso, o Brasil. Além de fatores comumente aceitos como diferenças nas características dos mercados e governança corporativa, observou-se que o conteúdo informacional inerente aos ativos intangíveis tem relação com a acessibilidade das firmas brasileiras aos mercados externos. Sendo esse fator um item que influencia a relevância da informação, ele pode também ser uma das causas dos resultados contraditórios das pesquisas aplicadas nos mercados emergentes, conforme descrito na fundamentação teórica, visto que tais pesquisas não controlaram a exposição das firmas aos mercados internacionais. Além disso, outra possível causa diz respeito ao fato de que diferentes itens intangíveis podem ser mais relevantes para os investidores conforme as características dos mercados onde estão situados. Por exemplo, conforme observado maior relevância de pesquisa e desenvolvimento onde há internacionalização, e de propaganda para o mercado interno.

## 5 CONCLUSÕES

A presente pesquisa teve como proposta verificar se a relevância dos ativos intangíveis para o mercado de capitais brasileiro recebe influência da internacionalização das firmas. Conforme os resultados de estudos anteriores, conjecturou-se que a exposição das firmas ao mercado internacional possa exercer impacto positivo sobre a *value relevance* desses ativos.

Por meio de estatística descritiva, constatou-se que, em média, há mais ativo intangível capitalizado no Balanço Patrimonial do que reconhecido como despesa na Demonstração do Resultado. A análise da matriz de correlação demonstrou que todos os ativos intangíveis são positivamente correlacionados com lucro líquido e com valor de mercado, demonstrando que, sua relação com a lucratividade da empresa é percebida pelos investidores, impactando o preço das ações. Verificou-se também que os gastos *MainSG&A* possuem maior correlação com valor de mercado do que os ativos intangíveis contabilizados no Balanço Patrimonial, sugerindo que os ativos intangíveis tratados como despesa também são valorizados pelo mercado pois podem contribuir com a geração de fluxos de caixa no futuro.

A análise dos modelos de regressão para ativos intangíveis, antes de considerar internacionalização, demonstrou relevância significativa para esses recursos registrados no Balanço Patrimonial apesar de não proporcionarem incremento preditivo. O aumento no poder preditivo ocorreu somente ao considerar também as variáveis de ativos intangíveis da Demonstração de Resultado. A única variável que não obteve significância foi *goodwill*.

As variáveis de ativos intangíveis registradas no resultado obtiveram alta significância assim como aquelas contabilizadas como ativo. Tanto *MainSG&A* como pesquisa e desenvolvimento e propaganda são significantes. Isso demonstra que os investimentos em ativos intangíveis que, por determinações normativas, são contabilizados como despesa, também possuem relação com valor de mercado.

Dessa forma, considerando as divergências nas constatações de estudos anteriores, os resultados do presente estudo vão ao encontro das pesquisas que constataram *value relevance* de ativos intangíveis (Silva *et al.*, 2017; Gonçalves & Lemes, 2018; Pacheco & Rover, 2021).

Posteriormente, ao considerar a internacionalização, obteve-se significância para emissão de *ADR* e exportações, sendo a última em menor nível. Observou-se que a regressão para as empresas que possuem *ADR* apresentou maior *value relevance* de ativos intangíveis e maior poder preditivo. Isso condiz com a literatura, ao considerar que a internacionalização via *ADR* gera melhora no ambiente informacional. O presente estudo constatou que essa melhora pode fazer com que o ativo intangível seja mais *value relevant* para o mercado, pois, investidores internacionais atribuem elevada importância a esses itens. As características institucionais de mercado desenvolvido refletidas nas *ADR*'s constituem ambiente que trata os ativos intangíveis como fundamentais para determinação do valor da empresa. Os resultados obtidos em análise adicional também apontaram para maior relevância desses ativos no contexto de internacionalização, representado por participação estrangeira no capital e exportações.

Essas constatações são indícios de que os ativos intangíveis possuem maior conteúdo informacional em ambiente de internacionalização das empresas. Como esse investimento é maior em mercados desenvolvidos, os investidores provenientes desses mercados valorizam esses recursos. Ademais, o resultado obtido para pesquisa e desenvolvimento demonstrou elevada relevância para empresas com *ADR*, denotando que esse tipo de investimento possui maior poder preditivo em contexto de internacionalização.

Os resultados e discussões proporcionados pelo presente estudo são úteis para análises de decisões de investimento em ambiente onde os recursos intangíveis tornam-se essenciais, valiosos e condutores de lucros das empresas. Assim, órgãos reguladores podem discutir sobre o tratamento contábil atribuído a gastos *MainSG&A*, dada sua relevância em ambos os contextos estudados. Seja na possibilidade de capitalização desses gastos ou no sentido de melhorar as divulgações, pois as segregações de despesas por natureza ou função não atendem às demandas de informações sobre ativos intangíveis.

Por fim, é necessário reconhecer os fatores limitantes da pesquisa. Como a amostra restringiu-se a 94 empresas, não é possível generalizar os resultados obtidos, pois amostras não probabilísticas não garantem a representatividade da população. Cita-se também a necessidade de cautela para interpretação da variável *MainSG&A*, uma vez que é difícil mensurar os ativos intangíveis aí incluídos com exatidão, dada a falta de padronização na divulgação de informações por parte das empresas.

Recomenda-se em estudos futuros pesquisar se a *value relevance* de ativos intangíveis recebe influência de outras características do mercado brasileiro como aspectos conjunturais e econômicos. Ou mesmo, buscar explicações sobre a diferença na relevância de pesquisa e desenvolvimento, que pode estar associada a persistência desses gastos ou comprovação de viabilidade de projetos denotando sucesso nessa atividade.

Com o desenvolvimento dos negócios e o crescente fluxo de capitais pelo mundo, a relevância da informação contábil deve ser foco dos profissionais contábeis e exigência de todos os participantes do mercado. Isso denota a importância para que a comunidade acadêmica dedique esforços em pesquisas neste contexto.

## REFERÊNCIAS

- Aggarwal, R., Dahiya, S., & Klapper, L. (2007). ADR holdings of US-based emerging market funds. *Journal of Banking & Finance, Elsevier*, 31(6), 1649-1667. DOI: <https://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v31y2007i6p1649-1667.html>
- Al-Ani, M. K., & Tawfic, O. I. (2021). Effect of Intangible Assets on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Emerging Markets. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 387-399. DOI: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0387>
- Aulia, F., Koeswayo, P., & Bede. D. (2020). Relevance of Intangible Asset, Equity Book, and Earning Value on Stock Price in Information Technology Era. *Journal of Accounting Auditing and Business*, 3(1). DOI: <https://doi.org/10.24198/jaab.v3i1.25943>
- Ball, R. J., Brown, W. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178. DOI: <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Ballas, A., Naoum, C. V., & Vlismas, O. (2022). The Effect of Strategy on Asymmetric Cost Behavior of SG&A Expenses. *European Accounting Review*, 31(2), 409-447. DOI: <https://doi.org/10.1080/09638180.2020.1813601>
- Banker, R. D., Huang, R., & Natarajan, R. (2011). Equity incentives and long-term value created by SG&A expenditure. *Contemporary Accounting Research*, 28(3), 794-830. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01066.x>
- Banker, R. D., Huang, R., & Natarajan, R. (2019). Market Valuation of Intangible Asset: Evidence on SG&A Expenditure. *The Accounting Review*, 94(6), 61-90. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr-52468>
- Brown, J. R., Martinsson, G., & Petersen, B. C. (2013). Law, Stock Markets and Innovation. *The Journal of Finance*, 68(4), 1517-1549. DOI: <https://doi.org/10.1111/jofi.12040>
- Burgstahler, D.; Hail, L., & Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983-1016. DOI: <https://www.jstor.org/stable/4093095>
- Callen, J. L., Hope, O. K., & Segal, D. (2005). Domestic and foreign earnings, stock return variability, and the impact of investor sophistication. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 377-412. DOI: <https://www.jstor.org/stable/3542290>
- Campos, E. A., Ribeiro, C. S., & Bortolon, P. M. (2019). Análise empírica da associação entre investidores estrangeiros e governança corporativa nas empresas brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 9(3), 3-30. DOI: 10.18028/rgfc.v9i3.7296
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the Value-Relevance of Earnings and Equity Book Values Over The Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39-67. DOI: 10.1016/S0165-4101(97)00015-3
- Dichev, I., & Tang, V. (2008). Matching and the changing properties of accounting earnings over the last 40 years. *The Accounting Review*, 86(3), 1425-1460. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.6.1425>
- Duarte, D. L., Araújo, F. B. B., Peixoto, F. M., & Barboza, F. L. M. (2019). Disclosure de Governança Corporativa e o nível de internacionalização das empresas no mercado de capitais brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(3), 3-21. DOI: <https://doi.org/10.14392/ASAA.2019120301>
- Eloy, J. C. C., & Souza, M. M. (2018). Reconhecimento dos Ativos Intangíveis nas Combinações de Negócios: uma análise nas características das companhias de capital aberto brasileiras no período entre 2012 e 2014. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 12(1), 116-136.

- Enache, L., & Srivastava, A. (2018). Should Intangible Investments Be Reported Separately of Commingled with Operating Expenses? New Evidence. *Management Science*, 64(7), 3446-3468. DOI: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2017.2769>
- Freire, M. M. A., Filho, A. R. A., Vasconcelos, A. C., & Fernandes, J. S. (2022). O Efeito Moderador da Internacionalização na Relação entre Governança Corporativa e Republicação das Demonstrações Financeiras. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 25 (1), 1-22. DOI: [https://doi.org/10.51341/1984-3925\\_2022v25n1a1](https://doi.org/10.51341/1984-3925_2022v25n1a1)
- Ewens, M., Peters, R. H., & Wang, S. (2021). Measuring Intangible Capital with Market Prices. SSRN. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3287437>. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3287437>
- Gonçalves, W. Jr., & Eid, W. Jr. (2016). Determinantes do Investimento Estrangeiro no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(2), 189-224. DOI: 10.12660/rbfin.v14n2.2016.56461
- Green, J., Louis, H., & Sani, J. (2021). Intangible Investments, Scaling and the Trend in the Accrual-Cash Flow Association. *Journal of Accounting Research*, 60(4), 1551-1582. DOI: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12414>
- Gümrah, Ü., Adiloglu, B. (2011). Value relevance and reliability of goodwill and intangibles on financial statements: the case of Istanbul Stock Exchange. *Journal of the School of Business Administration*, 40(2), 155-165. DOI: [edee8ee8fda78717b6b99ae3137ebf4f6fa0d6c4](https://doi.org/10.1111/1475-679X.12414)
- Haskel, J., & Westlake, S. (2018). Capitalism without Capital. The rise of the intangible economy. New Jersey: Princeton University Press.
- Indrajati, M. F. D., & Dermawan, E. S. (2021). The Relation of Capitalize dor Expensed of Intangible Expenditures to Firm Value. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 570, 158-164. DOI: <https://doi.org/10.2991/assehr.k.210805.026>
- Iqbal, A., Rajgopal, S., Srivastava, A., & Rong, Z. (2022). Value of Internally Generated Intangible Capital. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3917998>
- Ji, X. D., & Lu, W. (2014). The value relevance and reliability of intangible assets: Evidence from Australia before and after adopting IFRS. *Asian Review of Accounting*, 22(3), 182-216. DOI: 10.1108/ARA-10-2013-0064
- Khanna, T.; Palepu, K. G.; & Srinivasan, S. (2004). Disclosure practices of foreign companies interacting with U.S. markets. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 475-508. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2004.00146.x>
- Kimouche, B., & Rouabhi, A. (2016a). Intangibles and Value Relevance of Accounting Information: Evidence from UK Companies. *Journal of Business Administration*, 12(2), 437-458. DOI: <https://journals.ju.edu.jo/JJBA/article/view/9622>
- Kimouche, B., & Rouabhi, A. (2016b). The impact of intangibles on the value relevance of accounting information: Evidence from French companies. *Intangible Capital*, 12(2), 506-529. DOI: <http://dx.doi.org/10.3926/ic.653>
- Kumari, P., & Mishra, C. S. (2019). Value relevance of R&D reporting in India: significance of intangible intensity. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(3), 432-448. DOI: [RePEc:eme:jfrapp:jfra-08-2017-0073](https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2004.00146.x)
- Landsman, W. R., & Maydew, E. L. (2002). Has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades? *Journal of Accounting Research*, 40(3), 797-808. DOI: <https://www.jstor.org/stable/3542273>
- Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. P. (2003). ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research*, 41(2), 317-345. DOI: <https://www.jstor.org/stable/3542406>

- Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 353-385. DOI: <https://doi.org/10.2307/2491413>
- Lev, B., & Gu, B. (2016). *The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*. New Jersey: Wiley.
- Lev, B., & Srivastava, A. (2022). Explaining the Recent Failure of Value Investing. *Critical Finance Review*, 11(2), 333-360. DOI: <http://dx.doi.org/10.1561/104.00000115>
- Loprevite, S., Rupo, D., & Ricca, B. (2019). Does the voluntary adoption of integrated reporting affect the value relevance of accounting information? Empirical evidence from Europe. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 11(3), 238-268. DOI: [RePEc:ids:injmf-a:v:11:y:2019:i:3/4:p:238-268](https://doi.org/10.1108/RePEc-ids:injmf-a:v:11:y:2019:i:3/4:p:238-268)
- Macagnan, C. B. (2009). Evidenciação voluntária: fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis. *Revista Contabilidade e Finanças*, 20(50), 46-61. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200004>
- Machado, J. H. (2023). Intangible Assets and Conservatism in the Brazilian Stock Market. *Journal of Education and Research in Accounting*, 17(1), 26-44. DOI: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v17i1.3164>
- Martinez, C. (2015). Impact of the IFRS Adoption in the Value-Relevance of Intangible Intensive Firms' Accounting Reports: Empirical Evidence from Latin America. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2611304>
- Mazzioni, S., & Klann, R. C. (2016). Determinantes da qualidade da informação contábil sob a perspectiva das características empresariais. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(1), 55-73. DOI: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i1.30510>
- Meurer, R. (2006). Fluxo de capital estrangeiro e desempenho do Ibovespa. *Revista Brasileira de Finanças*, 4(1), 345-361. DOI: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/23570/>
- Oliveira, L., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock Exchange. *The British Accounting Review*, 42, 241-252. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2010.08.001>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Pacheco, J., & Rover, S. (2020). Relevância da natureza dos ativos intangíveis das companhias abertas para o mercado acionário brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 16(2), 67-86. DOI: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.2020211>
- Pacheco, J., & Rover, S. (2021). Value Relevance of Intangible Assets Recognized in a Business Combination. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 24(2), 167-184. DOI: [https://doi.org/10.51341/1984-3925\\_2021v24n2a2](https://doi.org/10.51341/1984-3925_2021v24n2a2)
- Peixoto, F. N., Santos, J. G. C., & Parente, P. H. N. (2021). Value-relevance de ativos intangíveis reconhecidos pelas empresas do índice IBRX 100. In 45º Encontro da AnPAD – EnANPAD, on-line, Brasil.
- Rodrigues, J. M., Elias, W. G., & Campos, E. S. (2015). Relevância da Informação Contábil: uma análise dos efeitos da contabilização dos gastos com pesquisa e desenvolvimento com a aplicação da Lei 11.638/07 no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 7(3), 131-147. DOI: <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v7i3.41555>
- Santos, J. G. C., Vasconcelos, A. C., & Luca, M. M. M. (2015). Internacionalização de empresas e governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 300-319. DOI: [10.14392/ASAA.2015080302](https://doi.org/10.14392/ASAA.2015080302)
- Santos, S. M., Lemes, S., & Barboza, F. L. M. (2019). O value relevance é relevante? *Revista de Contabilidade e Organizações*, 13, 1-18. DOI: <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.152518>

- Sanvicente, A. Z. (2014). The Foreign Capital Flows and the Behavior of Stock Prices at BM&FBovespa. *Brazilian Administration Review*, 11(1), 86-106. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1807-76922014000100006>
- Senteney, D. L., Gao, G. H., & Bazaz, M. S. (2014). ADR Accounting Principles Choice And The Market Reaction To Form 20-F. *Journal of Applied Business Research*, 30(2), 453–464. DOI: <https://doi.org/10.19030/jabr.v30i2.8417>
- Silva, A., Souza, T. R., & Klann, R. C. (2017). A influência dos ativos intangíveis na relevância da informação contábil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31), 26-45. DOI: <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2017v14n31p26>
- Silva, E. D. F., Nossa, S. N., Brugini, T. V., & Beiruth, A. X. (2020). A adoção das normas internacionais de contabilidade e os investimentos estrangeiros no mercado brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(44), 142-153. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n44p142>
- Souza, M. M. D., & Borba, J. A. (2017). Value relevance do nível de disclosure das combinações de negócios e do goodwill reconhecido nas companhias de capital aberto brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(73), 77-92. DOI: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703240>
- Srivastava, A. (2014). Why have measures of earnings quality changed over time? *Journal of Accounting and Economics*, 57(1), 196-217. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.04.001>
- Swanson, Z. L. (2018). Internal Intangible Asset Effect on Firm Valuation. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3134117>
- Zambrano, L. G., Castellanos, A. R., & Merino, J. D. G. (2018). Impact of investments in training and advertising on the market value relevance of a company's intangibles: the effect of the economic crisis in Spain. *European Research on Management and Business Economics*, 24, 27-32. DOI: [doi:10.1016/j.iedeen.2017.06.001](https://doi.org/10.1016/j.iedeen.2017.06.001)