

A relevância do *goodwill*: fatores contingentes

Value relevance of goodwill: contingent factors

Cristina GONÇALVES [1](#); Efigénio REBELO [2](#); Leonor FERREIRA [3](#); Santana FERNANDES [4](#)

Recebido: 07/11/2017 • Aprovado: 10/12/2017

Conteúdo

- [1. Introdução](#)
 - [2. Enquadramento teórico e hipóteses de investigação](#)
 - [3. Estudo empírico](#)
 - [4. Conclusões](#)
- [Referências bibliográficas](#)

RESUMO:

Considerando uma amostra de 105 empresas com títulos admitidos à cotação nas bolsas de Lisboa e Madrid e recorrendo a métodos de estimação adequados a modelos dinâmicos, com dados em painel, este artigo analisa a relevância do *goodwill* e das respetivas imparidades para o valor de mercado destas entidades. Confirmou-se a relevância, quer do *goodwill*, quer das respetivas imparidades, mas condicionada o sinal positivo ou negativo dos resultados, setores de atividade, ciclos económicos e desempenho de mercado.

Palavras-Chave: *Goodwill*, Imparidade, Relevância, Factores contingentes

ABSTRACT:

Considering a sample of 105 companies listed on the Lisbon and Madrid stock exchanges, and using appropriate estimation methods for dynamic models with panel data, this paper analyses the relevance of goodwill and its impairments to the market value of these entities. It was confirmed both the relevance of goodwill and impairment of goodwill, but conditioned by the positive or negative results, sectors, economic cycles and market performance.

Keywords: Goodwill, Impairment, Relevance, Contingent factors

1. Introdução

O *goodwill* (GW) adquirido é um intangível resultante do reconhecimento de operações de concentração empresarial. Diversos autores têm alimentado a discussão teórica e defendem diferentes abordagens conceituais que tiveram eco em diferentes fases do desenvolvimento deste conceito (conforme nomeadamente Rodrigues (2006) evidencia). O GW foi visto como um sobre lucro (e.g., Curtis, 1983) ou seja, o valor atual do excedente dos ganhos futuros acima dos ganhos normais pelo que deveria ser abatido aos capitais próprios, como uma diferença entre o valor de aquisição e os ativos líquidos identificados (Gynder, 1969), como uma força da empresa adquirida decorrente das suas características e das sinergias acrescidas (Nelson,

1953), ou por situações particulares que geram situações de vantagem no conjunto das empresas concentradas (Falk & Gordon, 1977). A inovação, novas tecnologias, investimentos em recursos humanos, investigação e desenvolvimento e publicidade, dão ênfase ao GW como um recurso económico, com capacidade de gerar valor futuro, como os ativos tangíveis (Cañibano, García-Ayuso & Sánchez, 2000).

As normas de contabilidade emitidas, quer pelo *Financial Accounting Standards Board*, quer pelo *International Accounting Standards Board*, estabelecem as regras para o tratamento dos ativos intangíveis, identificados e não identificados, desenvolvidos ou adquiridos, incluindo o GW. Quanto à mensuração, as soluções preconizadas para o GW acentuaram o diferencial entre o custo de aquisição e o valor contabilístico ajustado com as diferenças de avaliação (perspetiva do valor residual), quantificando inicialmente o GW (ativo intangível) pelo excesso do preço pago pelo adquirente sobre o justo valor dos ativos líquidos da adquirida, em detrimento da perspetiva do excesso lucros esperados em relação aos lucros normais para atividades similares. Por sua vez, a recuperação do GW depende do sucesso ou insucesso das estratégias de negócio implementadas, apenas verificáveis à posteriori. Identificam-se historicamente duas perspetivas: (a) a que questiona quanto tempo os lucros anormais associados ao GW podem persistir, isto é qual a sua vida útil e (b) a que procura medir o benefício económico esperado. Enquanto a definição da vida útil e consequente amortização é a solução associada à primeira abordagem, os testes de recuperabilidade do investimento, que devem confirmar anualmente, as expectativas do investidor, podendo resultar em reconhecimento ou não de uma perda por imparidade, é a resposta à segunda abordagem.

A relevância do GW para a formação do valor de mercado das empresas tem sido analisada sob diversas perspetivas, designadamente a sua divulgação, reconhecimento/mensuração inicial (*full versus* parcial GW), métodos de contabilização (compra *versus* comunhão de interesses) e mensuração subsequente (imparidades *versus* amortização). Estas perspetivas entre outras, comungam na importância que atribuem a este intangível. A natureza complexa justifica que se mantenha a discussão sobre este tema.

O presente estudo segue uma abordagem positivista e centra-se na relevância, para a formação do valor de mercado das empresas, do intangível GW adquirido numa operação de concentração de atividades empresariais e da sua mensuração subsequente, designadamente no que concerne ao reconhecimento de imparidades (perspetiva dos resultados com a possibilidade da sua utilização como instrumento de gestão de resultados). Os relatórios e contas consolidados de empresas com títulos cotados nas bolsas de Lisboa e Madrid (2007-2015) são a fonte de dados para o estudo.

Este estudo contribui para a literatura em dois aspetos: (i) ao nível metodológico, completa um conjunto de indicadores que tornem mais robustas as conclusões, designadamente as variações e *lags* das variáveis objeto de estudo, (ii) ao nível dos modelos estatísticos (modelos de estimação dinâmicos), que pretendem colmatar as críticas da inadequação de modelos de regressão *Ordinary Least Squares*, efeitos fixos ou aleatórios, utilizados na generalidade dos estudos na área, quando se têm em consideração variáveis de natureza económica/financeira, naturalmente endógenas.

Confirma-se a relevância para o preço das ações, quer do GW, quer das suas imparidades, mas condicionados pelo sinal positivo ou negativo dos resultados, dos setores de atividade e dos ciclos económicos e de mercado. Entende-se que este estudo é útil na compreensão das motivações, quer das empresas, quer do mercado, para a utilização do GW e das suas imparidades como fonte de informação.

2 Enquadramento teórico e hipóteses de investigação

2.1 Relevância do GW

Admite-se que o debate sobre o GW tenha sido iniciado por Francis More em 1891 (Lee, 1971),

com o primeiro trabalho sistematizado relacionado com a mensuração do GW. Este debate manteve-se com os trabalhos de um vasto número de académicos, tais como Lee (1971), Chauvin e Hirschey (1994), McCarthy e Schneider (1995) ou Beatty e Weber (2006).

Deve-se a Chauvin e Hirschey (1994) e McCarthy e Schneider (1995) os primeiros estudos sobre a perceção do GW como ativo relevante para o valor da empresa, que encontraram uma relação positiva entre o valor de mercado e a quantia escriturada do GW. Estudos posteriores, realizados em contextos nacionais ou internacionais, em períodos antes e após a International Financial Reporting Standards (IFRS) 3 (ou a Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) SFAS 142), com metodologias nem sempre comparáveis, obtiveram conclusões geralmente convergentes, mas nem sempre concordantes.

No período pré IFRS 3 ou SFAS 172, Barth, Beaver e Landsman (2001), numa revisão de literatura, concluíram que os intangíveis capitalizados, incluindo o GW, eram relevantes para os investidores e que esta relação se verifica regularmente no preço das ações. No mesmo sentido concluem Jennings, Robinson, Thompson e Duval (1996), que analisaram 527 empresas norte-americanas e confirmaram que o GW tem um poder explicativo significativo para o valor de mercado no período analisado (1982-1988). Choi, Kwon e Lobo (2000) também encontraram uma associação positiva entre o GW e o valor de mercado, mas consideram que os investidores atribuem mais relevância aos outros ativos. Bugeja e Gallery (2006) também concluem pela relevância do GW de períodos anteriores para o valor de mercado do período, enquanto mais recentemente Dahmash, Durand e Watson (2009) confirmam relevâncias diferenciadas do GW entre setores (o GW mostrou-se relevante apenas para o valor da empresa nos setores da Indústria, Bens de consumo e Tecnologia da Informação). Henning, Lewis e Shaw (2000) exploram a relevância das diferentes componentes do GW e concluem que o mercado avalia positivamente a componente relacionada com benefícios económicos futuros e negativamente a relacionada com o excesso de pagamento na aquisição.

Diversos autores valorizam as melhorias introduzidas pela IFRS 3, designadamente Chalmers, Godfrey e Webster (2011), que consideram permitir capturar melhor as oportunidades de investimentos, e AbuGhazaleh, Al-Hares e Roberts (2011) consideram que a IFRS 3 permite, de uma forma confiável, incluir informação privada sobre os fluxos de caixa futuros. Contudo, verifica-se que a implementação da IFRS 3 está associada a um incremento do GW reconhecido. Segundo Sahut, Boulerne e Teulon (2011), em média, os intangíveis crescem cerca de 23% enquanto o GW cresce entre 11 e 13% comparando os períodos pré-IFRS 3 (2002-2004) e pós IFRS 3 (2005-2007). Hamberg, Paananen e Novak (2011) confirmaram também este crescimento do GW. Autores como Aharony, Barniv e Falk (2010) e Oliveira, Rodrigues e Craig (2010) consideram, ainda, que as alterações introduzidas conduziram a um incremento da sua relevância. Noutra perspetiva, Aquino e Rensel (2011), concluindo por uma relação positiva e significativa entre as alterações na contabilização do GW e a volatilidade dos preços no mercado. Estudos aplicados a diversos universos confirmam a relevância do GW para o valor de mercado das empresas. Refira-se Oliveira *et al.* (2010) que estudaram a relevância dos intangíveis no valor de mercado das empresas com títulos negociados na Euronext Lisbon, no contexto da alteração do normativo contabilístico destas empresas (local para IFRS), concluindo que o GW e outros intangíveis estavam positivamente relacionadas com o preço de mercado. Kimbro e Xu (2016) verificaram que empresas com GW superior a 10% dos ativos totais são melhor cotadas no mercado. Outros estudos, como AbuGhazaleh, Al-Hares e Haddad (2012), também confirmam a relevância do GW para o valor de mercado das empresas. Aharony *et al.* (2010) analisam 14 países europeus e confirmam que, com exceção da Itália (modelo do preço), e da Irlanda e Dinamarca, no modelo do retorno, o GW é relevante para o valor de mercado. Laghi, Mattei e Marcantonio (2013) com uma amostra de empresas de 6 países europeus concluíram que o GW está positivamente associado com o preço das ações. Ainda no âmbito europeu (França, Suécia, Itália e Reino Unido), Sahut *et al.* (2011) confirmaram essa relação positiva. Fora do contexto europeu, Chalmers, Clinch, Godfrey e Wei (2012) encontraram evidências que a adoção das IFRS pelas empresas australianas

incrementou a utilidade do GW para os investidores, Baboukardos e Rimmel (2014) também encontram uma relação positiva entre o GW e valor de mercado em empresas gregas citadas no Athens Exchange (2008). Hamberg e Beisland (2014) analisaram uma amostra de empresas cotadas na OMX Nordic Exchange Stockholm (2001–2010), e confirmam que o GW está positivamente associado ao preço de mercado. Outros autores (e.g., Souza & Borba, 2017) não encontraram evidência da relevância do GW para o preço das ações, enquanto Bugeja e Gallery (2006) concluíram que o GW adquirido tem uma associação positiva apenas nos dois primeiros anos após a aquisição, deixando após esse período de ter relação significativa. Gonçalves e Fernandes (2014) concluíram por uma relação positiva mas a análise por setores revelou comportamentos distintos, em termos de significância e sinal. Nalguns setores esta relação não é significativa (Telecomunicações, Bens de Consumo, Indústria e Material Básico) e no setor dos Utilities e Financeiro, a relação entre o GW e valor de mercado é negativa. Laghi *et al.* (2013) também encontraram diferenças na relevância do GW entre os setores financeiro e não financeiro e entre países europeus.

Os diversos estudos sobre relevância do GW permitem indiciar que os utilizadores retiram informação das quantias reconhecidas desse ativo e refletem-na nos preços de mercado, o que permite fundamentar a primeira hipótese de investigação:

H1: Existe uma relação positiva entre o GW e o valor de mercado, considerando a amostra total, o setor de atividade e o país de origem.

2.2 Relevância das imparidades do GW

O reconhecimento de imparidades do GW surge na literatura como uma consequência natural de perda de capacidade das unidades geradoras de caixa de gerar futuros *cash flows* ou/e de um pagamento excessivo na aquisição desse investimento (e.g., Olande, 2013). Godfrey e Koh (2009) argumentam que a imparidade do GW reflete o decréscimo do seu valor económico e, desta forma, um decréscimo das oportunidades de investimento da empresa e que têm um forte poder preditivo (Bostwic, Krieger & Lambert, 2016) sobre outras mudanças como reestruturação, imparidade de outros ativos, fusões e aquisições e alteração da capitalização bolsista.

O reconhecimento de imparidades do GW é visto por diversos autores como um instrumento privilegiado de manipulação dos resultados, quer no período pré-SFAS 121 (e.g., Francis, Hanna & Vincent, 1996), quer em períodos posteriores (e.g., Beatty & Weber, 2006; Ramanna, 2008; Ramanna & Watts, 2012) designadamente com a aprovação da SFAS 142 (2001) que retirou do âmbito da SFAS 121 o GW e outros intangíveis não amortizáveis. Ramanna e Watts (2012) identificam três aspetos que introduzem elevada discricionariedade no reconhecimento da imparidade do GW, que permite opções oportunistas, quer no valor atribuído ao ativo GW, quer no reconhecimento posterior das imparidades que têm um carácter de irreversibilidade (i) a afetação do GW às unidades de reporte (unidades geradoras de caixa) (ii) a estimativa do valor descontado dos *cash flows* futuros e (iii) a determinação do valor dos ativos e passivos da unidade de reporte.

As alterações introduzidas nas normas contabilísticas de referência internacional (SFAS 142 e IFRS 3) no sentido de substituir a amortização linear do GW por testes anuais de imparidade (ou mais frequentemente, caso existam indícios de imparidade) suscitou posicionamentos distintos (e.g., Choi *et al.*, 2000; Jennings *et al.*, 1996). À amortização sistemática associa-se menor relevância para o mercado, o problema associado à definição da uma vida útil, mas em contrapartida, maior fiabilidade. Aos testes de imparidade associa-se uma maior relevância para o mercado, mas em contrapartida elevada subjetividade associada à previsão dos *cash flows* futuros e à tempestividade do reconhecimento das imparidades. Os resultados de vários estudos convergem para que as imparidades sejam associadas negativamente ao valor de mercado, mas com impactos diferentes justificados designadamente, por razões específicas associadas ao seu cálculo, como a taxa de desconto utilizado (Lewis, Lippit & Mastracchio,

2001), o nível de discricionariedade dos gestores em função do tipo de ativos (e.g., Francis *et al.*, 1996) e a sua tempestividade em função da gestão estratégica dos resultados (Beatty & Weber, 2006).

Jennings *et al.* (1996) analisaram 527 (EUA) empresas e confirmaram que a amortização do GW estaria a ser feita de forma mais rápida do que o período dos *cash flows* esperados. Encontraram, contudo, uma relação negativa (fraca) entre o valor de mercado e as amortizações do GW, o que sugere que a análise da imparidade refletiria melhor o valor dos recursos da empresa, dando argumentos para a alteração normativa. Li, Shroff, Venkatamaram e Zhang (2011) analisaram a reação dos investidores e analistas financeiros aos anúncios de perdas por imparidade no período de transição para a SFAS 142. Concluíram pela sua reação negativa e que as perdas por imparidade são seguidas de um declínio no desempenho subsequente das empresas. Outros autores, tais como AbuGhazaleh *et al.* (2012) e Laghi *et al.* (2013) também confirmaram uma relação negativa entre as imparidades do GW e valor de mercado. No entanto é possível encontrar resultados diferentes, designadamente Cabral (2015) que encontrou numa amostra de empresas do Euronext 100 (período 2006-2013) uma relação positiva entre imparidades do GW e valor de mercado, Hamberg e Beiland (2014), com base numa amostra de empresas cotadas na NordicExchange Stockholm, não encontraram relação significativa entre as imparidades de GW e o retorno de mercado, mas uma relação significativa com as suas amortizações. Por sua vez, Gonçalves e Fernandes (2014), encontraram uma relação negativa entre as imparidades de GW e o retorno de mercado, mas a análise por setores revelou comportamentos distintos, quanto à significância e ao sinal dessa relação. Laghi *et al.* (2013) também encontraram diferenças na relevância das imparidades entre o setor financeiro e o setor não financeiro e entre países europeus. Em regra, a imparidade do GW relaciona-se de forma negativa com o valor de mercado, mas no setor tecnológico essa relação não é significativa e no setor do material básico é positiva ($p < 0,10$).

Os diversos estudos sobre imparidade do GW indicam que os utilizadores retiram informação das quantias reconhecidas como imparidade do GW e refletem-na nos preços de mercado, o que permite fundamentar a segunda hipótese de investigação:

H2: *Existe relação negativa entre a imparidade do GW e o valor de mercado, considerando a amostra total, o setor de atividade e o país de origem.*

3. Estudo empírico

3.1. Recolha de dados e amostra

O universo desta investigação são as empresas com títulos admitidos à cotação nas bolsas de Lisboa e Madrid, no período de 2007-2015. Considera-se uma amostra de 105 empresas (35 portuguesas e 69 espanholas) de um universo, respetivamente, 53 e 124 (em 2015). Excluem-se as empresas dos setores financeiro e desportivo. Foram excluídas ainda 11 empresas (uma portuguesa e 10 espanholas) que não apresentam GW no balanço, obtendo-se um painel final, não balanceado, com 826 observações. Os dados foram retirados manual e diretamente dos relatórios e contas consolidados das empresas, disponíveis nos sítios www.cmvm.pt e www.cnmv.es. Os dados de mercado (cotação) foram obtidos a partir dos sítios www.bolsadelisboa.com.pt e www.bolsademadrid.es.

3.2. Análise descritiva

Conforme tabela 1, em média, as empresas da amostra apresentam uma capitalização bolsista de cerca de 3.000 mil milhões de euros, que representa um *market to book value* de 2,2. No período em análise, 14 empresas apresentaram capitais próprios negativos (35 observações) e 58 apresentaram prejuízos em um ou mais anos (204 observações).

Caracterização da amostra
(Unidade:106 €)

Variável	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
<i>Market value</i> (31mar t+1)	3314.36	8756.95	0	86877
Resultado Líquido (+ imparidade GW)	263.69	968.89	-1602	10072
<i>Book value</i> (corrigido GW)	1281.37	4043.28	-7471	31603.
GW	831.25	2799.68	0	29582
Imparidades GW	11.78	87.00	0	1855

A tabela 2 evidencia forte correlação entre o valor de mercado, *book value* corrigido do GW (BV_GW) e GW e relação moderada, mas positiva, do valor de mercado com a imparidade do GW (Imp_GW). Verifica-se ainda uma forte associação entre o GW e respectivas imparidades. A relação entre imparidades e resultados antes de imparidades (RL_ImpGW), é negativa, mas não significativa.

Tabela 2
Correlações (r pearson)

	Market value	BV_GW	GW	RL_ImpGW	Imp_GW
Market value (31mar t+1)	1.0000				
BV_GW	0.5068*	1.0000			
GW	0.8651*	0.2612*	1.0000		
RL_ImpGW	0.8527*	0.4796*	0.7582*	1.0000	
Imp_GW	0.0896*	-0.0062	0.0783*	-0.0211	1.0000

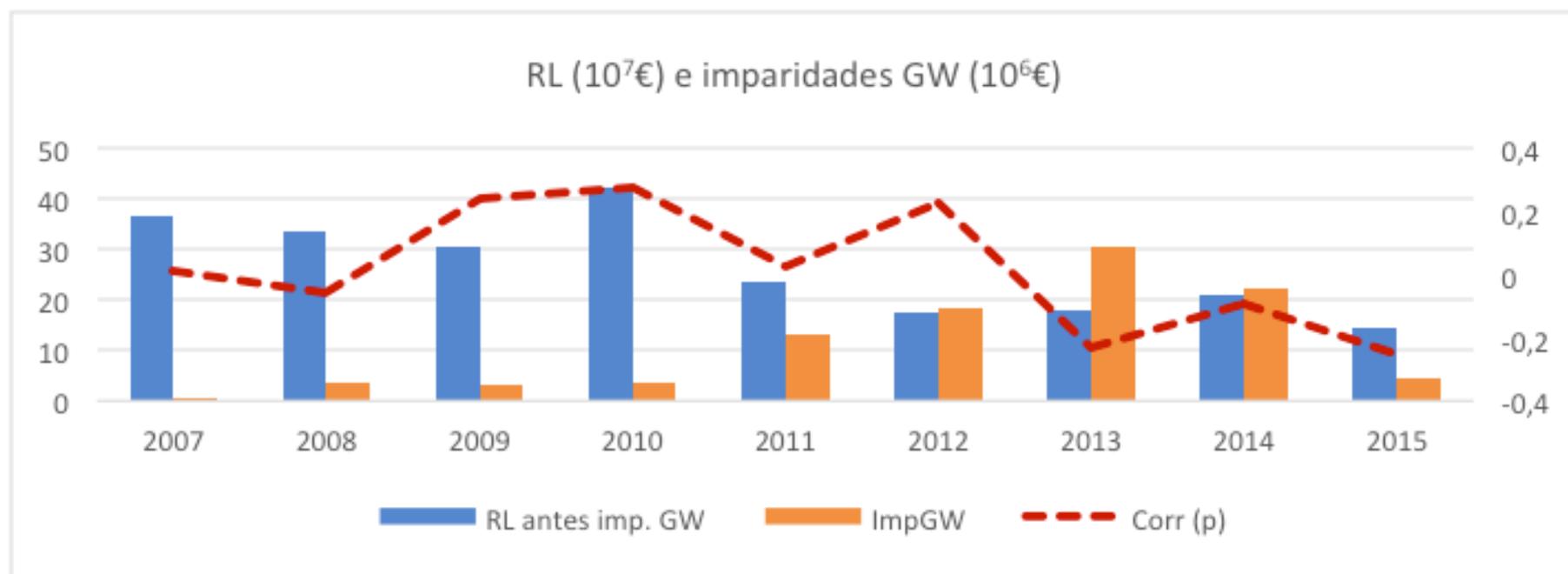
Nota: * $p < 0,05$

As empresas espanholas apresentam, em média, valores significativamente superiores às portuguesas, quer no GW (cerca do triplo), quer em Imp_GW (150%) (quantias deflacionadas pelo número de ações). Considerando a média anual, apenas 27% reconhecem imparidade, com algumas diferenças por ano, mas em média, as empresas portuguesas (26%) e espanholas (27%) apresentam comportamentos semelhantes.

Considerando os setores, identifica-se o setor dos Serviços com a maior percentagem e montante médio de Imp_GW (provavelmente devido à especificidade dos investimentos deste setor, eventualmente mais exposto às contingências dos seus mercados) e o de Bens de consumo com a menor percentagem e menor valor médio, que se poderá justificar por apresentar um menor valor médio do GW (183 milhões) Os setores da Tecnologia e Indústria apresentam valores médios de GW substancialmente superiores aos restantes (cerca de 2.500 milhões) mas imparidades abaixo da média.

Práticas de manipulação de resultados com a utilização das Imp_GW foram reportados designadamente por Li *et al.* (2011). Os dados (figura 1) evidenciam uma série de correlações positivas (período 2008-2012) entre as Imp_GW e os (RL_ImpGW), sugerindo que as opções de Imp_GW seguem uma política de gestão desses resultados. Já no período 2013 a 2015, período de recuperação de resultados e valor de mercado, esta correlação é negativa, sugerindo uma maximização desses resultados através da redução das mesmas.

Figura 1
Resultados antes de imparidade GW e Imp_GW

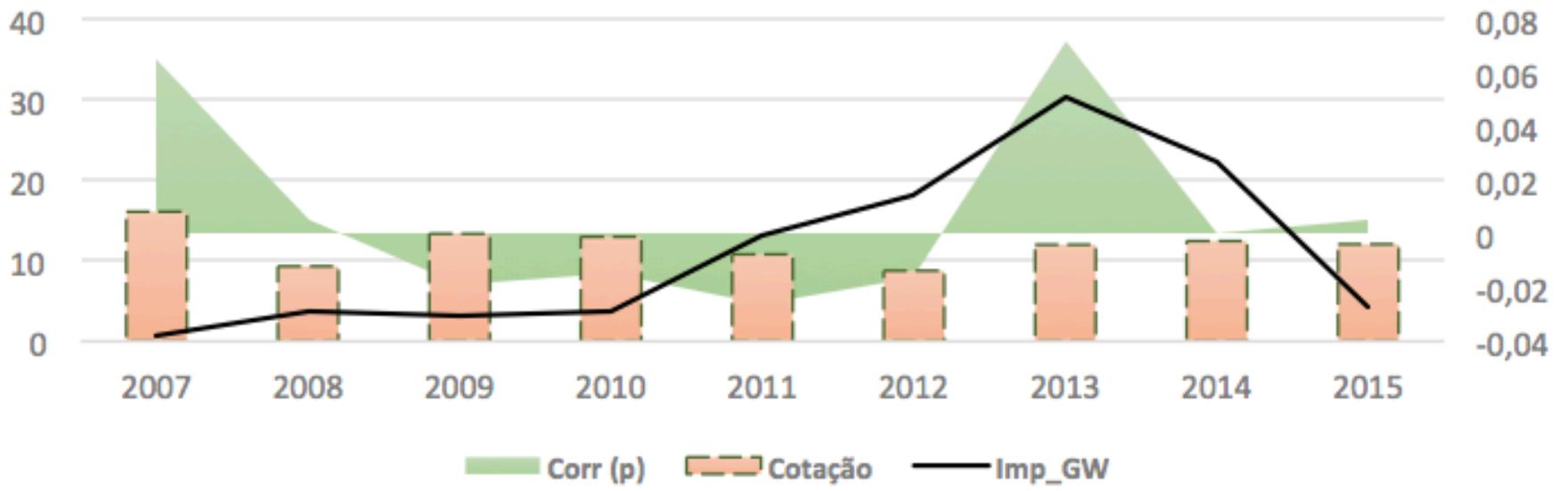


Nota: Em 2009, 2010, 2012, 2013 e 2015, as correlações (r de pearson) são significativas para $p < 0.05$

Analisando o comportamento do mercado de capitais e Imp_GW identifica-se dois períodos distintos (figura 2): (i) 2008-2012, onde as relações entre o valor de mercado e as Imp_GW são negativas (correlações negativas) que refletem o comportamento esperado do mercado perante notícias de diminuição do valor dos ativos e das expectativas de retornos futuros associados; (ii) 2012-2015, com um significativo acréscimo de Imp_GW, e verifica-se uma relação positiva com o mercado, mas de natureza distinta. No ano de 2013, associado a um acréscimo da cotação constata-se um acréscimo de Imp_GW, enquanto nos anos de 2014 e 2015 a uma redução da cotação corresponde uma redução significativa das mesmas. Este comportamento das empresas parece evidenciar políticas de ajustamento de Imp_GW ao comportamento do mercado de capitais.

Figura 2
Imp_GW (10⁶€) e cotação (€)

Cotação e Imparidades GW



3.3 Modelos empíricos

As regressões estimadas, para H1 e H2, têm como base a seguinte especificação:

$$y_{it} = \beta_0 y_{i,t-1} + \beta_1 x_{it} + \beta_2 w_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

onde y_{it} é a variável dependente do indivíduo i , no momento t , é um vetor linha de dimensão k , x_{it} é um vetor coluna de k variáveis exógenas no momento t , é um vetor linha de dimensão g e w_{it} é um vetor coluna de g variáveis endógenas no momento t .

Segundo Baltagui (2005) muitas relações económicas são de natureza dinâmica, isto é, contêm mecanismos de auto ajustamento. Para captar esse aspeto dinâmico e em simultâneo resolver os problemas de endogeneidade característicos deste tipo de dados, adotou-se como método de estimação o *system generalized method of moments* (GMM) (Blundell & Bond, 1998), mais eficiente do que o *difference* GMM, principalmente quando o parâmetro autoregressivo é moderadamente elevado e o número de observações temporais é relativamente pequeno. Blundell e Bond (1998) também comprovaram que para dados de painel com uma grande amostra de observações e um período de tempo relativamente pequeno, o estimador *difference* GMM produz resultados insatisfatórios, enquanto o estimador *system* GMM aumenta a precisão da estimação dos coeficientes.

Pretende-se captar a natureza dinâmica das relações económicas, incluindo a variável dependente como regressor, assim como algumas variáveis independentes com desfasamento temporal. Procedeu-se às estimações em dois passos, erros robustos e as opções *collapse* (GMM) e *lag* (x y) para lidar com os problemas de proliferação de instrumentos que podem conduzir a coeficientes enviesados (Roodman, 2009). Validou-se a consistência das estimações pelo teste Hansen (testa restrições de sobre identificação, cuja hipótese nula é a validade dos instrumentos, isto é, não correlacionados com o termo de erro e que os instrumentos não incluídos são corretamente excluídos do modelo estimado) e teste Arellano-Bond, que testa a hipótese de nenhuma correlação serial de segunda ordem no termo de erro.

Testa-se as hipóteses da relevância do GW e Imp_GW para o valor de mercado de 105 empresas presentes nas bolsas de Lisboa e Madrid, com base no modelo de Ohlson (1995), no qual o valor de mercado (MV) de uma empresa no momento t é uma função do seu MV no período $t-1$ e $t-2$ (variável desfasada), do valor contabilístico ou *book value* (BV) e do lucro (RL) e dos resíduos (ε). Designadamente Dahmash *et al.* (2009), AbuGhazaleh *et al.* (2012) e Laghti *et al.* (2013) utilizaram variantes deste modelo:

$$MV = \beta_0 MV_{i,t-1} + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 RL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Na análise das variáveis de interesse (GW e Imp_GW) o GW é deduzido do BV e as Imp_GW acrescentadas aos resultados (tabela 3). Também se explora as *lags* dessas variáveis, conforme se apresenta:

$$MV = \beta_0 MV_{i,t-1} + \beta_1 MV_{i,t-2} + \beta_2 (BV-GW)_{it} + \beta_3 (BV-GW)_{it-1} + \beta_4 RL_ImpGW_{it} + \beta_5 Var_RL_ImpGW_{it} + \beta_6 GW_{it} + \beta_7 Var_GW_{it} + \beta_8 Imp_GW_{it} + \beta_9 Imp_GW_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Tabela 3
Variáveis dependentes e independentes

	Variáveis	Referências (e.g.)
<i>MV</i>	Valor de mercado (por ação) = cotação no final do 1º trimestre (31 março de t+1)	McCarthy e Schneider (1995); AbuGhazaleh et al. (2012); Laghti et al. (2013); Hamberg e Beisland (2014)
<i>BV(GW)_t</i>	Valor contabilístico subtraído do GW, por ação	
<i>RL_ImpGW_t</i>	Resultado líquido do período t acrescido das Imp_GW, por ação	Laghti et al. (2013), Hamberg e Beisland (2014)
<i>Imp_GW_t</i>	Quantia escriturada Imp_GW no período t, por ação	
<i>GW_t</i>	Quantia escriturada do GW, no período t, por ação	McCarthy e Schneider (1995); Hamberg e Beisland (2014)
<i>Var_RL_ImpGW</i>	Variação RL_ImpGW = $RL_Imp_GW_t - RL_Imp_GW_{t-1}$	Exploratória
<i>Var_GW</i>	Variação GW = $(GW_t + Imp_{GWt}) - GW_{t-1}$	

Foram estimados os modelos apresentados na tabela 4: (1) modelo geral, (2) por país, (3) por setor, (4) por períodos, (5) por anos e (6) em função do sinal dos resultados, positivos ou negativos (variável dicotômica igual a 1 se negativo, 0, caso contrário). A estimação por anos e períodos resultou dos indícios obtidos na análise descritiva (figura 2). Nos modelos setorial e país estas variáveis foram obtidas por interação das variáveis dicotômicas país e setor com as variáveis GW e Imp_GW.

3.4 Resultados

A tabela 4 apresenta os coeficientes e significância estatística ($p < 0.05$) das diversas regressões multivariadas, que suportam as hipóteses de investigação, com recurso ao *system* GMM como método de estimação de modelos dinâmicos para dados em painel. Todos os modelos verificam, de forma robusta, as condições de aceitabilidade (Wald test $p < 0.001$; Hansen test $p > 0,05$ e Arellano Bond (AR 2) $p > 0,05$).

Os resultados do modelo geral evidenciam a relação positiva entre a cotação do ano t e anos $t-1$ e $t-2$. Os dados (figura 2) sugerem um ciclo (2007-2012) de redução, não linear, mas progressiva do valor de mercado das empresas da amostra, seguido de uma recuperação até 2015. Desta forma, apesar de Chan (1992) sugerir não ser a informação passada, mas a do mercado de futuros, a principal fonte de informação do mercado, regista-se uma série de resultados anuais que dão consistência à continuidade do MV deste grupo de empresas, quer no seu ciclo decrescente, quer crescente. Não se depreende destes resultados o poder preditivo de cotação de anos anteriores, mas apenas a não existência de disrupções nos ciclos de valor de mercado destas empresas. Os resultados sugerem também que a informação contida no BV corrigido do GW, do ano t e $t-1$, é avaliada positivamente (exceto no período 2007-2012 (modelo 4) onde a relação é negativa) e incluída no preço das ações. A generalidade dos estudos confirma a relevância do BV (e.g., Baboukardos & Rimmel, 2014; Gonçalves & Fernandes, 2014; Hamberg & Beisland, 2014). A relação negativa entre o BV e cotação verifica-se em 2007-2012, caracterizado pela redução do valor de mercado das entidades. Associa-se esta penalização à degradação do valor das empresas percebido pelos investidores, num período de diminuição dos resultados, onde os valores contabilísticos perdem relevância, que pode ser reversível em função dos ciclos do mercado (Chaudhry & Sam, 2014).

Os RL_ImpGW têm relação positiva ($\beta > 1$; $p < 0.05$) com a cotação desse ano (modelos 1, 2 e 4), resultado consistente com Baboukardos e Rimmel (2014) e Gonçalves e Fernandes (2014),

entre outros. Com a variação de resultados (anot-anot-1) a relação também é positiva e significativa, contrária às conclusões de Hamberg e Beisland (2014). Os resultados são um bom indicador de desempenho das empresas e de dividendos pelo que são, em regra, relevantes para a formação do preço das ações. O resultado é uma *proxy* para a expectativa dos fluxos de caixa futuros, enquanto as alterações no rendimento servem como *proxy* para mudanças no retorno, devido a revisões na expectativa do mercado sobre os ganhos futuros (Collins, Kothari, Shanken & Sloan, 1994).

A relação entre o GW e o preço das ações é, no modelo geral, positiva e consistente com os resultados de outros estudos (e.g., Oliveira *et al.*, 2010; Hamberg & Beisland, 2014). No entanto, observa-se uma relação negativa associada a empresas com prejuízos (modelo 6), consistente com a relação encontrada por Hamberg e Beisland (2014), o que sugere que em situação de resultados negativos os investidores associam o GW a investimentos de retorno deficitário. Pode eventualmente explicar-se esta relação negativa com o comportamento dos investidores em função do ciclo de mercado que, em período de alta, suscita comportamentos mais irracionais dos investidores (Shiller, 2016), substituído pelo investimento fundamental, baseado em avaliação de risco, expectativas e projeções para o futuro em períodos de crise (Penman, 2003). Variações do GW são, em regra, penalizadas pelo mercado ($\beta < 0$). Acréscimos de GW têm impactos negativos no valor de mercado e decréscimos, impactos positivos. Dada a natureza e composição complexa do GW, este parece suscitar receios nos investidores, que valorizando os investimentos realizados, acrescem um prémio de risco aos novos investimentos. No período 2007-2012 a relação é positiva (conforme Bugeja e Gallery, 2006), talvez justificada pela expectativa que novos investimentos, ou especialmente desinvestimentos, contribuíssem positivamente para os resultados das empresas num período de resultados e valor de mercado decrescentes.

A análise por setores (modelo 3), sugere que a relação entre GW e MV apenas é significativo na Tecnologia e Energia, não confirmando Chauvin e Hirschey (1994) que encontraram essa relação positiva para setores não industriais. Dahmash *et al.* (2009) também confirmam relevâncias diferenciadas do GW entre setores (relevante na Indústria, Bens de consumo, *Utilities* e Tecnologia da informação e não significativo para os restantes). Gonçalves e Fernandes (2014) confirmaram para empresas portuguesas cotadas na Euronext (2005-2011) a relevância positiva do GW para os setores da Tecnologia, mas negativa para setores como o Financeiro. A presença de setores com GW significativo e positivo, e outros em que a relação não é significativa, induz à interpretação de que a avaliação que o mercado faz do risco idiossincrático do GW (Kimbro & Xu, 2016) permite antever futuros benefícios económicos e *cash flows* associados, num contexto de um mercado mais eficiente.

Considerando as estimações anuais (modelo 5) a relação entre o GW e o MV apenas não é significativo nos anos de 2011 e 2012. Jennings *et al.* (1996) e McCarthy e Schneider (1995) encontraram uma relação consistente (período 1988-1992 e 1988-1992, respetivamente).

Na análise por país (modelo 2) constata-se que o GW apenas é significativo para as empresas espanholas, apesar das empresas portuguesas apresentarem um rácio GW/ativo significativamente superior (t test: $p < 0,01$). Aharony *et al.* (2010) encontraram uma relação significava, quer para Portugal, quer para Espanha. Laghi *et al.* (2013), numa análise comparada entre países, encontraram diferenças da relevância do GW e respetivas *Imp_GW*. Inchausti, Pérez, Lema e Maya (2007) também verificaram a existência de diferenças entre países (GW), distinguindo a Itália onde o GW não tinha uma relação significativa com o valor de mercado. Estes resultados confirmam a perspetiva que o GW é um ativo fortemente escrutinado pelos investidores, no contexto das opções de investimento e desinvestimento, do mercado de valores e da rentabilidade das empresas.

A relação entre *Imp_GW* e MV é positiva em relação à *Imp_GW* do ano (na linha de Cabral, 2015), mas negativa no que se refere ao ano anterior, sugerindo que o mercado confirma postecipadamente as perdas relatadas pelas imparidades. Essa perceção é apoiada pela relação significativa e negativa da *Imp_GW*_{t-1}, nos anos 2010, 2013 e 2014.

Quando se analisa por períodos (modelo 4) esta relação apenas é significativa para 2012-2015, período de recuperação das cotações, mas onde também se verifica um acréscimo significativo das Imp_GW reconhecidas. O sinal positivo da Imp_GW deve-se aos fatores convergentes referidos, eventualmente não repetitivos. Este comportamento das empresas parece evidenciar políticas de ajustamento de Imp_GW ao comportamento do mercado de capitais e o mercado vai, de certo modo, confirmando na sua análise de risco, sugerindo que as imparidades estão mais associadas ao preço de mercado futuro do que ao corrente.

Os investidores parecem, correta ou incorretamente, perceberem este acréscimo de gastos como um indicador de elevados *cash flows* futuros (Hamberg *et al.*, 2011). Não se confirma deste modo a conclusão de alguns autores sobre a incorporação antecipada das Imp_GW no MV (e.g., Chen, Kohlbeck & Warfield, 2008).

No período de 2007-2012 a Imp_GW surge como não significativa para a formação do preço de mercado. Este período caracteriza-se por uma política de imparidades ajustadas aos resultados (figura 1) pelo que se infere que os investidores apenas consideraram a informação contida nos resultados, e não relevando as Imp_GW autonomamente.

Variáveis independentes	Geral (1)	País (2)	Setores (3)	Período (4)		Resultados (6)	
				2007 - 2012	2012-2015	Positivos	Negativos
MV _{t-1}	0.633**	0.395**	0.445*	0.601**	0.768**	0.656**	1.093**
MV _{t-2}	0.117*	0.215**	0.267**	0.280**	n. s.	n. s.	n. s.
BV(GW) _t	0.113*	0.131**	n. s.	0.405*	0.184**	0.144*	n. s.
BV(GW) _{t-1}	0.065*	0.146**	n. s.	-0.476*	n. s.	n. s.	n. s.
RL_ImpGW _t	1.159**	1.012*	n. s.	1.355**	n. s.	n. s.	n. s.
Var_RL (ImpGW) _t	1.871**	1.455*	3.619**	2.468**	n. s.	2.555**	n. s.
Imp_GW _t	11.011**	---	---	n. s.	10.483*	13.983**	9.011*
Imp_GW _{t-1}	-6.098*	---	---	n. s.	-7.688*	-8.671**	n. s.
PT_Imp_GW _t	---	n. s.	---	---	---	---	---
SP_Imp_GW _t	---	-0.001**	---	---	---	---	---
Ind_impGW _t	---	---	4.717**	---	---	---	---
Servicos_impGW _t	---	---	15.124**	---	---	---	---
Bens_cons_impGW _t	---	---	n. s.	---	---	---	---
Tecnologia_impGW _t	---	---	-42.972**	---	---	---	---
Energia_impGW _t	---	---	n. s.	---	---	---	---
GW _t	0.325*	---	---	n. s.	1.048**	n. s.	-0.848**
Var_GW _t	n. s.	n. s.	-0.614**	1.029**	n. s.	-0.691*	n. s.
Var_GW _{t-1}	-0.727*	-0.705*	-1.302**	n. s.	-0.909**	-1.209**	n. s.
PT_GW _t	---	n. s.	---	---	---	---	---
SP_GW _t	---	0.739**	---	---	---	---	---
Ind_GW _t	---	---	n. s.	---	---	---	---
Servicos_GW _t	---	---	n. s.	---	---	---	---
Bens_cons_GW _t	---	---	n. s.	---	---	---	---
Tecnologia_GW _t	---	---	0.670**	---	---	---	---
Energia_GW _t	---	---	0.635*	---	---	---	---

Variáveis independentes	Geral (1)	País (2)	Setor (3)	Períodos (4)		Resultado (6)	
				2007 - 2012	2012-2015	Positivo	Negativo
Observações	626				451	175	
N.º grupos	94				88	56	
N.º instrumentos	90	91	82	90	80	69	57
Wald chi ² (Prob>chi ²)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Hansen test (Prob>chi ²)	chi ² (78) =89.7 (0.171)	chi ² (78) =88.62 (0.193)	chi ² (62) =70.62 (0.212)	chi ² (77) =91.52 (0.124)	chi ² (67) =78.43 (0.160)	chi ² (57) =69.53 (0.123)	chi ² (44) =48.70 (0.290)
Arellano-Bond	AR (1)	-1.92 (0.055)	-1.60 (0.109)	-1.59(0.111)	-1.27 (0.203)	-2.37 (0.018)	-1,64(0.100)
	AR (2)	-0.83 (0.407)	-1.15(0.251)	-0.97 (0.330)	0.09 (0.926)	-0.28 (0.776)	0.54 (0.586)

Anos /Variáveis independentes (5)	GW _t	Imp_GW _t	Imp_GW _{t-1}
2008	---	---	n.s.
2009	1.672**	n.s.	n.s.
2010	0.736*	n.s.	-91.242**
2011	n. s.	n.s.	n.s.
2012	n. s.	n.s.	-21.034*
2013	1.415**	n.s.	n.s.
2014	.6514**	15.872**	-9.620**
2015	1.547**	n.s.	n.s.
Observações	626		
N.º grupos = 94	N.º instrumentos= 69		
Wald chi ² (Prob>chi ²)	0.000		
Hansen test (Prob>chi ²)	chi ² (38) =41.49 (0.321)		
Arellano-Bond	AR (1): -1.6 3 (0.102); AR (2): -0.37 (0.709)		

Nota: *p<0.05; **p<0.01; n.s. não significativo

A análise setorial (modelo 3) revela um comportamento misto onde as Imp_GW estão negativamente (Tecnologia) e positivamente associadas (Indústria e Serviços). Gonçalves e Fernandes (2014) encontraram uma relação negativa entre Imp_GW e mercado, facto consistente ao nível setorial, com exceção do setor dos Material básicos, onde esta relação era positiva.

Outros autores como por exemplo Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009) encontraram relações negativas entre Imp_GW e mercado, mas tal, como sugerido por Ramanna (2008), pode ter sido influenciado pela composição da amostra, contendo apenas eventos de reconhecimento de imparidade ou eventos de reconhecimento e não reconhecimento (caso em estudo), que poderão influenciar os resultados. As Imp_GW apenas são relevantes (negativas) para o valor de mercado das empresas espanholas, e não significativas para as portuguesas, o que sugere a possibilidade de existência de outros fatores, designadamente a dimensão, a influenciar estes resultados. Laghi *et al.* (2013), numa análise comparada entre países, encontraram diferenças da relevância Imp_GW entre diversos países, sugerindo que a inserção local (mercado, contexto legal, práticas contabilísticas) pode influenciar a avaliação dos investidores.

4. Conclusões

O objectivo deste artigo foi determinar a relevância do GW e respetivas imparidades para a formação do preço das ações (modelo do preço), com recurso a modelos de estimação dinâmicos para dados em painel.

Os resultados sugerem que o GW e as imparidades incorporam informação relevante para os investidores. Essa informação é influenciada pelo sinal positivo ou negativo dos resultados, pela utilização das Imp_GW como instrumento de gestão de resultados, pelos ciclos económicos, variações de mercado e ainda pelo setor de atividade.

Os investidores consideram o ativo GW como potencial gerador de benefícios económicos futuros, incorporando essa informação positivamente no preço das ações de forma consistente na generalidade dos anos observados. Contudo esta avaliação é negativa quando se relacionada com situações de prejuízo, sugerindo que os investidores imputam à unidade geradora de caixa, corporizada pelo GW, a responsabilidade dessas perdas.

Em empresas lucrativas o GW não é relevante, mas sim as suas variações. Estas variações são associadas positiva (2007-2012) e negativamente (2012-2015) à cotação das ações, sugerindo que num período em que novos investimentos/desinvestimentos foram avaliados como oportunidades de geração de *cash flows*, enquanto no segundo período se associa à desconfiança desses investimentos.

As Imp_GW surgem associadas a uma relação positiva e relação negativa ($t-1$) e aos dois ciclos temporais de forma diferenciada. Os dados sugerem que inicialmente as Imp_GW “serviram” como instrumento de ajustamento de resultados, no período em que estes apresentavam um acentuado declínio, e posteriormente, como política de ajustamento ao mercado. No período 2007-2012 as imparidades do GW (e o GW) não emergem como informação relevante, sugerindo alguma descrença dos investidores sobre estes números. No período de 2012-2015 (relação positiva entre imparidades e cotação) os resultados indicam acréscimo no reconhecimento das imparidades e subsequente credibilização dos números contabilísticos, sinalizando uma “limpeza de balanço” que permite aos investidores vislumbrar um futuro mais previsível.

Estes resultados suportam a perspetiva que os investidores escrutinam fortemente o GW e suas imparidades, no contexto das opções de investimento e desinvestimento, do mercado de valores e da rendibilidade das empresas. No entanto, este estudo está confinado às entidades com títulos cotados nas bolsas de Lisboa e Madrid, pelo que seria interessante alargar o objeto de investigação.

Referências bibliográficas

- AbuGhazaleh, N., Al-Hares, O. & Roberts, C. (2011). Accounting discretion in goodwill impairments: UK evidence. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22(3), 165-204.
- AbuGhazaleh, N., Al-Hares, O. & Haddad, A. (2012). The value relevance of GW impairments: UK evidence. *International Journal of Economics and Finance*, 4(4), 206-216.
- Aharony, J., Barniv, R., & Falk, H. (2010). The impact of mandatory IFRS adoption on equity valuation of accounting numbers for security investors in the EU. *European Accounting Review*, 19(3), 535-578.
- Aquino, C. & Rensel, R. (2011) The impact of goodwill impairment on stock volatility. *Journal of International Finance and Economics*, 11(2), 31-37.
- Baboukardos, D. & Rimmel, G. (2014). Goodwill under IFRS: Relevance and disclosures in an unfavorable environment. *Accounting Forum*, 38, 1-17.
- Baltagi, B. (2005). *Econometric analysis of panel data* (3.^a edição). Chichester: Wiley.
- Barth, M., Beaver, W. & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 77-104.
- Beatty, A. & Weber, J. (2006). Accounting Discretion in Fair Value Estimates: An Examination of SFAS 142 GW Impairments. *Journal of Accounting Research*, 44, 257-288.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Bostwick, E., Krieger, K. & Lambert, S. (2016). Relevance of Goodwill Impairments to Cash Flow Prediction and Forecasting. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(3), 339-364.
- Bugeja, M. & Gallery, N. (2006). Is older GW value relevant?. *Accounting and Finance*, 46, 519-535.
- Cabral, M. (2015). *Relevância da informação sobre o goodwill-evidência internacional* (Tese de mestrado não publicada). Lisboa School of Economics & Management, Lisboa.

- Cañibano, L., García-Ayuso, M., & Sánchez, P. (2000). Accounting for intangibles: a literature review. *Journal of Accounting Literature*, 19,102–130.
- Chalmers, K., Clinch, G., Godfrey, J. & Wei, Z. (2012). Intangible assets, IFRS and analysts' earnings forecasts. *Accounting & Finance*, 52(3), 691-721.
- Chalmers, K., Godfrey, J. & Webster, J. (2011). Does a goodwill impairment regime better reflect the underlying economic attributes of goodwill?. *Accounting & Finance*, 51(3), 634-660.
- Chan, K. (1992). A Further Analysis of the Lead-Lag Relationship Between the Cash Market and Stock Index Futures Market. *The Review of Financial Studies*. 5 (1), 123-152.
- Chaudhry, M. & Sam, A. (2014) The information content of accounting earnings, book values, losses and firm size vis-a`-vis stocks: empirical evidence from an emerging stock market. *Journal Applied Financial Economics*, 24(23), 1515-1527.
- Chauvin, K. & Hirschey, M. (1994). Goodwill, profitability, and the market value of the firm. *Journal of Accounting and Public Policy*, 13(2), 159-180.
- Chen, C., Kohlbeck, M. & Warfield, T. (2008). Timeliness of impairment recognition: evidence from the initial adoption of SFAS 142. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 24, 72 –81.
- Choi, W., Kwon, S. & Lobo, G. (2000). Market valuation of intangible assets. *Journal of Business Research*, 49(1), 35–45.
- Collins, D., Kothari, S., Shanken, J. & Sloan, R. (1994). Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 289–324.
- Courtis, J. (1983). Business goodwill: conceptual clarification via accounting, legal and etymological perspectives. *The Accounting Historians Journal*,10(2), 1–38.
- Dahmash, F., Durand, R. & Watson, J. (2009). The value relevance and reliability of reported GW and identifiable intangible assets. *The British Accounting Review*, 41, 120–137.
- Falk, H. & Gordon, L. (1977). Imperfect markets and the nature of goodwill. *Journal of Business Finance & Accounting*, 4(4), 443-462.
- Francis, J., Hanna, D. & Vincent, L. (1996). Causes and Effects of Discretionary Asset Writeoff. *Journal of Accounting Research*, 34(3), 117-134.
- Godfrey, J. & Koh P. (2009). Goodwill impairment as a reflection of investment opportunities. *Accounting and Finance*, 49, 117–140.
- Gonçalves, C. & Fernandes, J. (2014). A relevância do Goodwill e respetivas imparidades para o valor de mercado das empresas cotadas: o caso da Euronext Lisbon. *Revista de Contabilidade e Gestão*, 15, 117- 150.
- Gynther, S. (1969). Some "Conceptualizing" on goodwill. *Accounting Review*, 44(2), 247-255.
- Hamberg, M. & Beisland, L-A. (2014) Changes in the value relevance of goodwill accounting following the adoption of IFRS 3. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 23, 59–73.
- Hamberg, M., Paananen, M. & Novak, J. (2011). The adoption of IFRS 3: the effects of managerial discretion and stock market reactions. *European Accounting Review*, 20(2), 263-288.
- Henning, S., Lewis, B. & Shaw, W. (2000). Valuation of the components of purchased goodwill. *Journal of Accounting Research*, 38(2), 375–386.
- Inchausti, B., Pérez, F., Lema, D. & Maya, C. (2007). La relevancia del fondo de comercio y su amortización en el mercado de capitales: Una perspectiva europea. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 36, 134, 389-419.
- Jennings, R., Robinson, J., Thompson, R. & Duval, L. (1996). The relationship between

accounting GW numbers and equity values. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23(4), 513-533.

Kimbro, M. & Xu, D. (2016) The Accounting Treatment of Goodwill, Idiosyncratic Risk, and Market Pricing. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(3), 365–387.

Laghi, E., Mattei, M. & Marcantonio, M. (2013). Assessing the Value Relevance of Goodwill Impairment Considering Country-Specific Factors: Evidence from EU Listed Companies. *International Journal of Economics and Finance*, 5(7). 32-49.

Lapointe-Antunes, P., Cormier, D. & Magnan, M. (2009). Value relevance and timeliness of transitional goodwill-impairment losses: Evidence from Canada. *The International Journal of Accounting*, 44(1), 56–78.

Lee, T. (1971). Goodwill an Example of Will-o`-the Wisp Accounting. *Accounting and Business Research*, 1, Autumn,318–328.

Lewis, E., Lippit, J. & Mastracchio, W. (2001). Users comments on sfas 141 and 142 on business combinations and goodwill. *CPA Journal*, 71, 26.

Li, Z., Shroff, P., Venkataraman, R. & Zhang. I. (2011). Causes and Consequences of Goodwill Impairment Losses. *Review of Accounting Studies*, 16(4), 745-778.

McCarthy, M. & Schneider, D. (1995). Market Perception of Goodwill: Some Empirical Evidence. *Accounting and Business Research*, 26(1), 69-81.

Nelson, R. (1953). The momentum theory of goodwill. *Accounting Review*, October, 491-499.

Ohlson, J. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11, 661–687.

Olande, M. (2013). Overpaid acquisitions and goodwill impairment losses — Evidence from the US. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 29, 243–254.

Oliveira, L., Rodrigues, L. & Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange. *The British Accounting Review*, 42. 241–252.

Penman, H. (2003). The quality of financial statements: perspectives from the recent stock market bubble. *Accounting Horizons*, 17, 77–96.

Ramanna, K. & Watts, R. (2012). Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment. *Review Accounting Studies*, 17(4), 749–780.

Ramanna, K. (2008). The implications of unverifiable fair-value accounting: Evidence from the political economy of goodwill accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 45, 253–281.

Rodrigues, A. (2006). O goodwill nas contas consolidadas. Coimbra: Coimbra Editora.

Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: an introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, 9(1), 86-130.

Sahut, J.-M., Boulerne, S. & Teulon, F. (2011). Do IFRS provide better information about intangibles in Europe?. *Review of Accounting & Finance*, 10(3), 267-290.

Shiller, R. (2016). *Irrational Exuberance* (3ª edição). New Jersey: Princeton University Press.

Souza, M. & Borba, M. (2017). Value Relevance do Nível de Disclosure das Combinações de Negócios e do Goodwill Reconhecido nas Companhias de Capital Aberto Brasileiras. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 28(73), 77-92.

1. Professora na Universidade do Algarve; Membro do Centro de Investigação do Espaço e das Organizações. cjesus@ualg.pt

2. Professor na Universidade do Algarve. erebelo@ualg.pt

3. Professora na Nova School of Business and Economics, da Universidade Nova de Lisboa; Investigadora do INOVA Research Center. leonor.ferreira@novasbe.pt

4. Professor na Universidade do Algarve; Membro do Centro de Investigação do Espaço e das Organizações. jsfer@ualg.pt

[Índice]

[No caso de você encontrar quaisquer erros neste site, por favor envie e-mail para [webmaster](#)]