



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 13, n. 2, Jul./Dez., 2021

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 08.04.2020. Revisado por pares em: 18.08.2020. Reformulado em: 02.09.2020. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2021v13n2ID20386

Relevância do *goodwill* e períodos de recessão: evidências no mercado de capitais brasileiro

Relevance of goodwill and periods of recession: evidence in the Brazilian capital market

Relevancia de el goodwill y períodos de recesión: evidencia en el mercado de capitales brasileño

Autores

Taise Feltes

Mestranda do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Endereço: Campus Universitário Reitor João David Ferreira Lima, S/N, Trindade, Florianópolis/SC –Brasil. CEP: 88970-000. Telefone: (48) 99993-4203. Identificadores (ID):

ORCID (ID): <https://orcid.org/0000-0003-3039-2650>

Lattes (ID): <http://lattes.cnpq.br/5200577260576352>

E-mail (ID): taisefeltes@gmail.com

Ernesto Fernando Rodrigues Vicente

Doutor em Administração pela Universidade de São Paulo (USP). Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade – Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Endereço: Campus Universitário Reitor João David Ferreira Lima, S/N, Trindade, Florianópolis/SC – Brasil, CEP: 88970-000. Telefone (48) 3721-6608. Identificadores (ID):

ORCID (ID): <https://orcid.org/0000-0002-1992-9982>

Lattes (ID): <http://lattes.cnpq.br/4799416054903160>

E-mail (ID): ernesto.vicente@ufsc.br

Alex Mussoi Ribeiro

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP). Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade - Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Endereço: Campus Universitário Reitor João David Ferreira Lima, S/N, Trindade, Florianópolis/SC –Brasil, CEP: 88970-000. Telefone (48) 3721-6608. Identificadores (ID):

ORCID (ID): <https://orcid.org/0000-0003-3389-9713>

Lattes (ID): <http://lattes.cnpq.br/3019901891300844>

E-mail (ID): alex.mussoi@ufsc.br

Resumo

Objetivo: Analisar a relevância do *Goodwill* para o mercado de capitais brasileiro e verificar possíveis diferenças em períodos de recessão econômica.

Metodologia: Utilizou-se dados econômico-financeiros de companhias que negociam ações na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) em períodos trimestrais no intervalo de 2011 a 2018. Para medir a relevância do *Goodwill*, adotou-se o modelo de avaliação por valor residual que possui alicerce nos estudos de Ohlson (1989) e Ohlson (1995). Para análise dos dados, optou-se pela regressão quantílica, nos quantis 0,10; 0,25; 0,50; 0,75 e 0,90.

Resultados: O mercado reage positivamente ao aumento do *Goodwill* em todos os níveis (0,10; 0,25; 0,50; 0,75; 0,90) das empresas analisadas, o que sugere que o aumento do seu valor em relação ao ativo implica em aumento do valor de mercado, não apenas em média, mas para todas as empresas, o que converge com os achados de Hartwig (2018) e Faleiro & Souza (2018). Em períodos de recessão econômica, percebe-se que as empresas alocadas nos quantis 0,25, 0,50 e 0,90 são sensíveis a diminuição do valor de mercado, o que demonstra que a crise tem implicações para estas companhias. Além disso, não há diferença significativa da relevância do *Goodwill* em momentos de crise econômica e dos períodos da inexistência da crise econômica.

Contribuições do Estudo: Como contribuição teórica destaca-se a coleta dos dados de forma mais tempestiva, em que a variável Valor de Mercado foi coletada na data da publicação dos relatórios e o uso da regressão quantílica, uma abordagem diferente, em que pode-se observar em qual faixa a variação do *Goodwill* é mais relevante para o mercado. Ainda, aponta-se que os resultados do estudo são importantes para os usuários externos, ainda mais ao considerar a discussão que ocorre no IASB acerca do *Goodwill*.

Palavras-chave: *Goodwill*, *Value relevance*, Mercado de capitais.

Abstract

Purpose: Analyze the relevance of Goodwill for the Brazilian capital market and verify for possible differences in periods of economic recession.

Methodology: Economic and financial data of companies that trade shares in Brazil, Bolsa e Balcão (B3) were used quarterly in the period from 2011 to 2018. To measure the relevance of Goodwill, the residual value assessment model that is based on Ohlson's studies (1989) and Ohlson (1995). For data analysis, quantile regression was chosen, in quantiles 0.10; 0.25; 0.50; 0.75 and 0.90.

Results: The market reacts positively to the increase in Goodwill at all levels (0.10; 0.25; 0.50; 0.75; 0.90) of the companies analyzed, which suggests that the increase in its value in relation to the asset it implies an increase in market value, not only on average, but for all companies, which converges with the findings of Hartwig (2018) and Faleiro and Souza (2018). In periods of economic recession, it is clear that the companies allocated in the 0.25, 0.50 and 0.90 quantiles are sensitive to a decrease in market value, which shows that the crisis has implications for these companies. In addition, there is no significant difference in the relevance of Goodwill in times of economic crisis and in periods of non-existence of the economic crisis.

Contributions of the Study: As a theoretical contribution, we highlight the collection of data in a more timely manner, in which the Market Value variable was collected on the date of publication of the reports and the use of quantile regression, a different approach, in which we can observe in which range the variation of the Goodwill is more relevant to the market. Even so, it is emphasized that the results of the study are important for external users, especially when considering the discussion that occurs in the IASB about Goodwill.

Keywords: Goodwill, Value relevance, Capital market.

Resumen

Objetivo: Analizar la relevancia del Goodwill para el mercado de capitales brasileño y verificar posibles diferencias en períodos de recesión económica.

Metodología: Los datos económicos y financieros de las empresas que negocian acciones en Brasil, Bolsa e Balcão (B3) se utilizaron trimestralmente en el período de 2011 a 2018. Para medir la relevancia del Fondo de Comercio, el modelo de valoración del valor residual que ha fundamentado en los estudios de Ohlson (1989) y Ohlson (1995). Para el análisis de datos, se eligió la regresión de cuantiles, a 0,10 cuantiles; 0,25; 0,50; 0,75 y 0,90.

Resultados: El mercado reacciona positivamente al incremento del Goodwill en todos los niveles (0,10; 0,25; 0,50; 0,75; 0,90) de las empresas analizadas, lo que sugiere que el incremento de su valor en relación al activo implica un incremento en el valor de mercado, no solo en promedio, sino para todas las empresas, lo que converge con los hallazgos de Hartwig (2018) y Faleiro y Souza (2018). En períodos de recesión económica, es evidente que las empresas asignadas en los cuantiles 0,25, 0,50 y 0,90 son sensibles a una disminución del valor de mercado, lo que demuestra que la crisis tiene implicaciones para estas empresas. Además, no existe una diferencia significativa en la relevancia del Goodwill en tiempos de crisis económica y en períodos de inexistencia de la crisis económica.

Contribuciones del Estudio: Como aporte teórico se destaca la recolección de datos de manera más oportuna, en la cual se recogió la variable Valor de Mercado en la fecha de publicación de los informes y el uso de regresión cuantílica, un enfoque diferente, en el que se puede observar en qué rango la variación en el fondo de comercio es más relevante para el mercado. Aún así, se señala que los resultados del estudio son importantes para los usuarios externos, especialmente al considerar la discusión que tiene lugar en el IASB sobre el Goodwill.

Palabras clave: *Goodwill*, pertinencia del valor, mercados de capitales.

1 Introdução

Em busca de estimular suas atividades, as companhias muitas vezes recorrem às combinações de negócios, como incorporações, fusões e aquisições (Souza & Borba, 2017). No pivô das justificativas para a realização de uma combinação de negócios está o direcionamento estratégico que a empresa almeja no médio e longo prazo. Como exemplo disso, destaca-se o aumento da participação de mercado ou, até mesmo, a diversificação das áreas de atuação, o

que implica em um alcance maior de consumidores de diferentes tipos. Nessas operações (aquisições e incorporações), as empresas são avaliadas a partir do valor justo de seus ativos líquidos, como prevê o Pronunciamento CPC 15 (2011). Contudo, algumas vezes, o valor pago pela adquirente é superior ao valor justo dos ativos líquidos. Este valor pago a maior é considerado contabilmente como um ágio derivado de uma expectativa de rentabilidade futura vinculada ao desempenho das sinergias que irão surgir na combinação.

Em consequência disto, no balanço consolidado, a empresa adquirente deverá registrar o valor correspondente ao valor justo dos ativos líquidos da companhia adquirida como investimento e o valor pago a mais como *Goodwill* (CPC 15 R1, 2011). No Brasil, conforme estudo de Cappellesso, Rocha e Dantas (2018), a tendência é de existência de *goodwill* nas combinações de negócios. Um dos motivos disto, pode ser a dedutibilidade fiscal do ágio se caracterizado como derivado de propósito negocial.

Com isso, pode-se compreender que o valor do *Goodwill* gerado em uma combinação de negócios possa ser relevante para o usuário externo, especialmente os investidores, pois a partir deste valor pode ser prospectado o aumento que se refere à entrada de caixa em períodos futuros pela empresa. Assim, esta informação pode ser relevante para os investidores, haja vista que pode implicar em suas decisões, no que confere ao investimento na compra de ações da empresa que realiza as combinações de negócios, assim como, a decisão no que confere a manutenção ou venda destas ações, ao considerar a lógica presente no trabalho de Healy e Palepu (2001).

Diante da possível relevância das informações referentes ao valor do *Goodwill* pelo mercado de capitais, pesquisadores se debruçaram sobre o tema e revelaram que este item do balanço patrimonial possui efeito de ajuste do modelo decisório dos investidores [ver Faleiro & Souza (2018); Cappellesso *et al.* (2018); AbuGhazaleh, Al-Hares & Haddad, (2012); Hartwig (2018)]. Vale ressaltar que as evidências desses trabalhos apontam que o aumento do *Goodwill* é considerado como benéfico para o mercado de capitais, pois implica no aumento do preço das ações em período de adoção da IFRS (Faleiro & Souza, 2018) e maior relevância do valor justo e do nível de *disclosure* das combinações de negócios (Souza & Borba, 2017). A partir destas discussões, compreende-se que o *Goodwill* é relevante para o mercado de capitais e pode ser utilizado pelos investidores como fator de manutenção ou não do investimento por meio de ações nas companhias.

Embora este item patrimonial apresente relevância pelo mercado, esta relação pode mudar em decorrência do ambiente macroeconômico. Uma vez que o valor do preço das ações está suscetível a mudanças que estão relacionadas ao ambiente macroeconômico em mercados emergentes, como os da América Latina (Sousa, Noriller, Hupples, Lopes & Meurer, 2018). Momentos em que ocorre a recessão do Produto Interno Bruto (PIB) pode implicar no valor de mercado das empresas, como apresentado nos trabalhos de Tsouma (2009) e Florackis, Giorgini, Kostakis & Milas, (2014). A partir destas evidências, pode-se entender que a relevância de alguns itens patrimoniais pode ser diferente em ambientes macroeconômicos distintos. Além disso, no caso da relevância do *Goodwill* para o mercado de capitais, os trabalhos que trataram a respeito deste tema não se atentaram em distinguir este fenômeno em ambientes macroeconômicos distintos. A partir destas discussões este estudo tem o seguinte problema de pesquisa: **Qual a relevância do *Goodwill* para o mercado de capitais brasileiro em ambientes macroeconômicos distintos?** Dessa forma o objetivo da pesquisa é analisar a relevância do *Goodwill* para o mercado de capitais brasileiro e verificar possíveis diferenças em períodos de recessão econômica.

A partir dos achados desta pesquisa, apontam-se contribuições teóricas, haja vista que o presente estudo avança na literatura ao adotar amostras e períodos de análise diferentes e

considerar aspectos que estudos anteriores não se atentaram e práticas, uma vez que contribui com os usuários externos. No que se refere a contribuições teóricas, destaca-se a coleta das informações necessárias para estruturação do modelo. Os dados referentes ao Valor de Mercado das empresas analisadas foram coletados na data de publicação dos relatórios das mesmas, por meio de seus calendários corporativos. Assim, obteve-se uma informação mais tempestiva acerca do Valor de Mercado, da mesma forma que foi realizado no estudo de Silveira, Sousa, Ribeiro & Rover, (2019). A segunda contribuição diz respeito a utilização da regressão quantílica, uma vez que esta demonstra maior eficiência e com menor probabilidade de erros de estimação se comparada ao método OLS (Duarte, Girão & Paulo, 2017). Deste modo pode-se observar em qual faixa de distribuição a variação do *Goodwill* é mais relevante para o mercado.

Como contribuição prática este estudo demonstrou que o *Goodwill* é relevante para o mercado. Por meio da regressão quantílica foi possível inferir que o mercado reagiu mais para as empresas com os mais baixos valores de mercado, empresas que se encontram na mediana e empresas com valor de mercado alto. Quanto aos períodos de recessão econômica, aponta-se que este período é prejudicial para algumas empresas em alguns níveis e que não foi constatada diferença na relevância da informação das empresas em comparação com os períodos em que não a crise econômica. Por fim, vale ressaltar, a discussão referente ao *Goodwill* que ocorre no IASB, sobre a possibilidade de valoração deste ativo para cima. Uma possível aprovação da organização, pode fazer com que o *Goodwill* seja mais relevante para os investidores, mais até do que relatado a partir dessa pesquisa e estudos similares.

2 Revisão da Literatura

2.1 Relevância da informação para o mercado

De acordo com o CPC 00- Estrutura Conceitual Básica (2011), a informação contábil é relevante se for capaz de fazer diferença nas decisões tomadas pelos usuários. Ainda, Hendriksen e Van Breda (1999) mencionam que a relevância da informação é necessária para a utilidade da informação contábil no processo decisório de seus usuários. Vale ressaltar que esta relevância foi analisada em diferentes investigações ao analisar o comportamento do usuário externo no que se refere ao movimento do preço das ações pelos investidores.

Os primeiros trabalhos que se atentaram em discutir sobre o tema (relevância da informação contábil para o mercado de capitais) foram os de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968). A pesquisa de Ball e Brown (1968), foi o precursor acerca deste tema, haja vista que os autores encontraram como resultado que o mercado reage as informações financeiras anuais divulgadas pelas empresas. Ressalta-se que as evidências revelaram que não são todas as informações que são antecipadas pelo mercado, além de existir uma tendência de movimento depois dos anúncios da contabilidade (Ball & Brown, 1986). Quanto ao trabalho desenvolvido por Beaver (1968), este, ao utilizar o modelo que mede o poder incremental da informação (*earnings surprise*), também demonstrou que o mercado reage a divulgação do lucro líquido das empresas, sendo que essa informação possui um efeito de ajuste do modelo decisório dos investidores.

Em decorrência destas pesquisas, desenvolveu-se uma linha de estudos conhecida como *value relevance*, a qual busca comprovar a relevância da informação financeira para o mercado de capitais. Os estudos acerca desta linha de investigação, de maneira geral, podem ser divididos em três grupos: o primeiro se refere a reação do mercado à informação contábil, o segundo as mudanças de comportamento na relação entre os retornos e as informações

contábeis e o último a relevância da informação contábil comparada a informação não financeira (Bezerra & Lopes, 2012).

Holthausen e Watts (2001) mencionam que o primeiro grupo se refere a estudos de associação entre os valores de mercado das ações, observando o coeficiente de variação (beta). Os autores discorrem que o segundo grupo (associação incremental) verifica a utilidade da informação apresentada aos investidores. E por fim, o terceiro grupo compete ao conteúdo informacional marginal, que por meio do coeficiente de determinação R^2 , investiga o que uma informação contábil adiciona de valor aos usuários externos (Holthausen & Watts, 2001).

Diante da lógica empregada nos modelos de *value relevance*, foram desenvolvidos diferentes modelos com objetivo de captar a reação de mercado diante da apresentação as informações financeiras aos investidores. Dentre estes modelos, o de Ohlson (1995) ganhou espaço e compreende a um dos mais utilizados na pesquisa sobre este tema. O raciocínio proposto pelo autor neste modelo compreende que o preço de uma companhia é função residual do seu patrimônio líquido mais o resultado do período.

A partir do propósito deste modelo, nesta pesquisa foi utilizada a lógica do modelo de avaliação com base no valor residual, porém, com as variáveis e forma de modelar conforme Barth e Clinch (1998) e por Barth, Beaver & Landsman (1996). Isso, pois, verificou-se a reação dos investidores por meio da variação do valor de mercado das empresas, ao invés do preço das ações, dada as informações dispostas sobre o *Goodwill* nos relatórios financeiros.

2.2 *Goodwill* e pesquisas relacionadas

O *Goodwill*, conforme o Pronunciamento Técnico CPC 15, também denominado de ágio por expectativa de rentabilidade futura consiste na diferença entre o valor pago e o valor justo dos ativos. Deste modo, compreende ao valor pago a mais em uma combinação de negócios que está relacionado a uma expectativa de geração de lucros futuros da empresa (Souza, Borba & Lunkes, 2014). Segundo Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009), alguns fatores como meta, crescimento e uso do dinheiro para financiar a aquisição influenciam a disposição dos investidores de pagar a mais em uma combinação de negócios. Portanto, percebe-se que o *Goodwill* é uma informação fundamental para o mercado de capitais, uma vez que ajuda a determinar o valor de mercado das empresas (Martins, 2012).

A partir desse contexto, investigações se atentaram em analisar a relevância do *Goodwill* para o mercado de capitais, como o de Magro *et al.* (2017), que por meio de uma análise com empresas alta e baixa tecnologia dos EUA e do Brasil, encontraram que o patrimônio e o lucro ajustado por contas de intangíveis. Além disso, os resultados desta investigação revelaram que ativo intangível e o *Goodwill* possuem relevância de valor para os agentes econômicos, principalmente para os investidores, impactando o preço das ações nos mercados brasileiro e americano.

Outro trabalho compreende ao de Cappellesso *et al.* (2018), que por sua vez, demonstra que o patrimônio líquido, o lucro líquido e o *Goodwill* são relevantes para o mercado e capazes de influenciar na tomada de decisões dos investidores. Por outro lado, neste trabalho os resultados demonstram que o *Impairment* do *Goodwill* não é considerado como relevante para os investidores do mercado de capitais. Diferentemente, AbuGhazaleh *et al.* (2012), comprovaram que as perdas por *Impairment* são percebidas pelos investidores para medir com confiabilidade um declínio no valor do *Goodwill* e incorporar nas avaliações da firma. Uma justificativa para esses resultados diferentes confere aos países em que foram realizadas estas pesquisas.

Evidência complementar acerca do tema consiste no trabalho de Faleiro e Souza (2018), haja vista que demonstraram que informações contábeis podem auxiliar a compreensão do valor econômico das empresas. A partir desta perspectiva, os resultados desta pesquisa apresentam que o *Goodwill*, Patrimônio Líquido e Lucro Líquido, explicam o valor de mercado das empresas. Ressalta-se que em relação ao *Goodwill*, constatou-se que este é relevante para o mercado como medida de avaliação do valor das companhias.

Da forma similar, a pesquisa de Hartwig (2018), também demonstrou a relevância do *Goodwill* para o mercado de capitais ao analisar empresas brasileiras de capital aberto em um período após a adoção do padrão internacional de contabilidade. Ressalta-se que em outros países também foi encontrada a mesma relação, como exposto na investigação de Oliveira *et al.* (2010), uma vez que foi comprovada que os valores sobre o *Goodwill*, assim como, outros ativos intangíveis estão altamente associados ao preço das ações neste mercado. Ao considerar os achados das pesquisas associadas a este trabalho que levaram em consideração as normas internacionais elaborou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Existe uma relação positiva entre o valor de mercado das companhias analisadas e o montante absoluto do *Goodwill* registrados no balanço patrimonial.

O valor de mercado pode ser suscetível aos ambientes macroeconômicos, em que pode ser um fator que interfere na relevância das informações contábeis. Estudos na área econômica se atentaram em analisar as implicações de variáveis macroeconômicas no valor de mercado ou no preço das ações das companhias em mercados de capitais de economias distintas. No âmbito da economia latino-americana, tem-se o trabalho de Sousa *et al.* (2018), em que os autores destacam que variáveis macroeconômicas podem estar relacionadas com o preço das ações das empresas ligadas ao setor financeiro. Os resultados deste estudo revelaram que o aumento da taxa de câmbio aumenta o preço das ações destas empresas e a variação do PIB está relacionada com o valor de mercado.

Outros trabalhos também apresentam evidências sobre as implicações da macroeconomia no valor de mercado das empresas. Fenômeno que entra nesta lógica corresponde a períodos de recessão econômica, especialmente, quando o PIB está negativo pode fazer com que o mercado fique instável e, dessa forma, possa estar relacionado com o valor de mercado da empresa. Nessa ótica, os estudos de Tsouma (2009) e Florackis *et al.* (2014) atestaram que o aumento do PIB está relacionado com o aumento do valor de mercado das empresas. Assim, pode-se entender que momentos de incerteza econômica podem implicar na diminuição do valor de mercado das empresas.

A partir dessas evidências o ambiente macroeconômico pode implicar no valor de mercado das empresas e, dessa forma, pode interferir na relação entre a relevância das informações contábeis. Com isso, conforme ambiente macroeconômico as informações sobre o *Goodwill* podem apresentar diferença no momento em que há recessão econômica dos períodos em que não há recessão econômica. Em relação a estes fenômenos, pode-se inferir que a relevância da informação contábil ao considerar o *Goodwill* é menor, pois como o ambiente é mais instável, ocorre diminuição do valor de mercado das companhias [ver Tsouma (2009) e Florackis *et al.* (2014)]. Desse modo, pode-se entender que a expectativa com geração de fluxos de caixa em períodos futuros seja inferior em períodos de recessão econômica do que em ambientes macroeconômicos que não esteja em recessão. Ao considerar esta lógica, considera-se a seguinte hipótese de pesquisa.

H2: A relação entre o valor de mercado das companhias analisadas e o montante absoluto do *Goodwill* registrados no balanço patrimonial é menor em períodos de crise econômica do que em períodos em que não há crise econômica.

3 Procedimentos Metodológicos

Os dados econômico-financeiros foram coletados a partir da base de dados Economática®. Para realizar a análise, recorreu-se a análise multivariada por meio da regressão quantílica. O período da pesquisa corresponde a períodos trimestrais no intervalo de 2011 a 2018. A escolha deste período de intervalo de tempo foi em detrimento de ser posterior à adoção obrigatória das normas internacionais de contabilidade no Brasil.

O universo do estudo compreende todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3. Já a amostra inicial, corresponde as empresas que negociaram ações durante o período de análise, perfazendo um total de 270 companhias. Para determinar a amostra foram consideradas as empresas que apresentaram informações sobre *Goodwill* em pelo menos 80% do período do estudo, ou seja, 26 períodos trimestrais. Assim, devido a este critério foram excluídas 251 empresas. Deste modo, a amostra final abrange 19 empresas, o que totaliza 608 observações possíveis. No entanto, destas observações excluiu-se 104, as quais correspondem a empresas que não apresentaram todos os dados necessários para análise. Portanto, o estudo é composto por 504 observações. No Tabela 1, são expostas as companhias que integraram este estudo.

Tabela 1

Empresas da amostra

Empresas	Código na B3	Setor
Ambev S/A	ABVE3	Consumo não Cíclico
B3	B3SA3	Financeiro
Duratex	DTEX3	Materiais Básicos
Eternit	ETER3	Bens Industriais
Gafisa	GFS3	Consumo Cíclico
Lojas Renner	LREN3	Consumo Cíclico
Lupatech	LUPA3	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
Metal Leve	LEVE3	Consumo Cíclico
Nutriplant	NUTR3	Materiais Básicos
Qualicorp	QUAL3	Saúde
Somos Educa	SEDU3	Educação
Sul America	SULA3	Financeiro
Technos	TECN3	Consumo Cíclico
Tim Part S/A	TIMP3	Telecomunicações
TOTVS	TOTS3	Tecnologia da Informação
Tupy	TUPY3	Bens Industriais
Vulcabras	VULC3	Consumo Cíclico
Weg	WEGE3	Bens Industriais
Wilson Sons	WSON33	Bens Industriais

Fonte: *Dados da pesquisa.*

Como modelo base para medir a relevância da informação do *Goodwill* para o mercado foi utilizado o de avaliação por valor residual. Esse modelo possui alicerce nos estudos de Ohlson (1989) e Ohlson (1995). Nesse caso, ao considerar o modelo de avaliação residual compreende que o valor de uma empresa é uma função de seu patrimônio líquido adicionado dos resultados gerados aos seus acionistas.

Apesar de ser amplamente utilizado, o modelo de Ohlson apresenta limitações, uma delas está relacionada a necessidade de se escolher um tipo de ação (ordinária ou preferencial) como parâmetro de preço. Outro ponto importante, é que o modelo é amplamente utilizado para verificar o valor incremental da relevância, medida por meio do R2 (coeficiente de determinação). Nesta pesquisa, no que confere as características dos dados, o objetivo é obter o valor relativo da relevância medido pela significância e pela magnitude do coeficiente angular das variáveis (beta). Desta forma, utilizou-se as adaptações de Barth e Clinch (1998) e Barth *et al.* (1996), as quais apresentam objetivos semelhantes aos desta pesquisa.

Para o levantamento do valor de mercado das companhias analisadas foi utilizada a data de publicação dos relatórios trimestrais, como apresentado no trabalho de Silveira *et al.* (2019). Destaca-se que os autores discorrem que a coleta na data exata da publicação isola o efeito da tempestividade da informação na sua relevância. Assim, para verificar a data exata da publicação dos relatórios, foram analisados os calendários corporativos das companhias envolvidas na pesquisa publicados no *website* da CVM. Neste documento foram verificadas as datas das publicações dos relatórios trimestrais de toda a amostra e os valores de mercado foram coletados da base do Economatica[®] nesta data e no dia posterior e calculada a média (conforme Equação 1).

$$VM_{it} = \frac{VMD_{it} + VMD_{it+1}}{2}$$

(1)

Em que, VM_{it} corresponde a Valor de Mercado, VMD_{it} a Valor de Mercado no Dia da publicação dos relatórios financeiros trimestrais e VMD_{it+1} a Valor de Mercado no Dia posterior a publicação dos relatórios financeiros trimestrais.

Tabela 2
Variáveis da pesquisa

Variável Dependente		
Código	Descrição	Operacionalização
VM	Preço das ações ON e PN multiplicados pela quantidade de ações em circulação. Coletados na data da publicação trimestral calculado conforme Equação 1	Ln do Valor de Mercado em milhares de reais
Variáveis Independentes		
Código	Descrição	Operacionalização
PL	Patrimônio Líquido	Patrimônio Líquido do final do exercício em milhares de reais
LL	Lucro líquido	Lucro líquido em milhares de reais
GOOD	<i>Goodwill</i>	<i>Goodwill</i> do final do período em milhares de reais

TAM	Tamanho	Ln do Ativo Total final em milhares de reais
CRESC	Receita Líquida	(Receita líquida de vendas do período / Receita líquida de vendas do período t-1) -1
CRISE	Crise	Variável dummy, que representa 1 para os anos nos quais o PIB foi negativo e 0 para os anos nos quais o PIB foi positivo

Fonte: Dados da pesquisa.

O modelo empírico para se testar a relação proposta por esta pesquisa está demonstrado na Equação 2:

$$\begin{aligned}
 VM_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{PL}{AT} \right)_{it} + \beta_2 \left(\frac{LL}{AT} \right)_{it} + \beta_3 \left(\frac{PL - GOOD}{AT} \right)_{it} + \beta_4 \left(\frac{GOOD}{AT} \right)_{it} + \beta_5 CRISE_{it} \\
 & + \beta_6 \left(\frac{GOOD}{AT} \right)_{it} * CRISE + \beta_7 CRESC_{it} + \beta_8 TAM_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

Em que: VM: valor de mercado calculado conforme Equação 1, transformado em logaritmo neperiano; PL: patrimônio líquido final do exercício; LL: lucro líquido do exercício; AT: ativo total final do exercício; GOOD: *Goodwill* total final do exercício; CRISE: variável dummy, sendo 1 para períodos com PIB negativo e 0 para períodos com PIB positivo; CRESC: crescimento da receita; TAM: Logaritmo neperiano do ativo total final do exercício. Destaca-se que a divisão das variáveis pelo ativo total tem o intuito de realizar uma padronização devido a diferença de escala, principalmente das pequenas empresas com as grandes empresas.

Com relação a análise dos dados, optou-se pela regressão quantílica com 20 replicações por meio do uso do software estatístico STATA® 13. Com base nesse método, foi possível verificar a relevância do *Goodwill*, ao discriminar as empresas que possuem maior e menor valor de mercado. Por serem períodos trimestrais, o estudo compreende 504 observações, as quais foram submetidas ao teste de detecção e tratamento de dados discrepantes (*outliers*), apresentado no estudo de Hadi (1992), identificando assim, 238 outliers. Isso demonstrou que há grande variabilidade na amostra, em que isso pode ser decorrente das atividades operacionais diferentes das empresas analisadas nesta pesquisa. Com isso, devido a possibilidade de distorção dos resultados e maior aprofundamento da análise de acordo com essas características, preferiu-se a não exclusão dessas observações.

Além disso, conforme demonstrado na pesquisa de Duarte, Girão e Paulo (2017) a regressão quantílica demonstra maior eficiência e com menor probabilidade de erros de estimação se comparada ao método OLS. Assim, é recomendável utilizar a regressão quantílica, uma vez que heteroscedasticidade e *outliers* são frequentemente encontrados nestes tipos de pesquisa. Vale ressaltar que por não ser uma análise multivariada fundamentada na média, como a método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) (Cameron & Triverdi (2009), mas sim no método de Minimização dos Erros Absolutos (MEA), não há a necessidade de realizar os testes de heterocedasticidade, normalidade dos resíduos e multicolinearidade para realizar a regressão quantílica (Greene, 2000).

Por fim, ressalta-se que os dados foram submetidos ao teste de diferenças de médias, com o intuito de verificar possíveis mudanças no valor do *Goodwil* e do Valor de Mercado das

empresas de um ano para o outro. Para isso, foram realizados os testes de Skewness e Kurtosis (ao nível de 5% de significância).

4 Resultados e Análises

Inicialmente, realizou-se a análise da estatística descritiva das variáveis do estudo, que é apresentada na Tabela 3.

Tabela 3
Estatística descritiva

Variáveis	P25	P50	P75	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo	Obs
VM	14,354	15,306	16,315	15,170	1,961	8,961	19,751	504
LL AT	0,002	0,012	0,022	0,090	0,054	-0,407	0,753	504
PL – GOOD	0,199	0,326	0,452	0,301	0,223	-0,851	0,542	504
GOOD AT	0,018	0,050	0,263	0,151	0,174	0,000	0,686	504
CRESC	-0,049	0,019	0,083	0,009	1,142	-23,309	8,942	504
TAM	14,567	15,143	16,410	15,380	0,137	10,716	18,376	504

Legenda: Obs = Observações

Fonte: Dados da pesquisa.

A média do *Goodwill* das empresas analisadas foi de 0,151, o que significa que, em média, 15,1% do ativo total das empresas se refere ao *Goodwill*, resultado que converge com o apontado por Cappellesso *et al.* (2018). Entretanto esse valor é distante da mediana, haja vista que esta medida de tendência central registrou o valor de 0,05. Desse modo, entende-se que a mediana das informações revela que as empresas têm 5% de seus valores correspondentes ao ativo total alocados na conta de *Goodwill*. Fenômeno que é devido a não homogeneidade dos valores referentes a conta de *Goodwill*. Uma justificativa para isso concerne a diferença do *Goodwill* das empresas ao considerar os diferentes setores, pois dependendo do setor há uma concentração maior no valor do *Goodwill*.

Ao considerar o crescimento da receita, percebe-se que este não foi tão expressivo, sendo apenas de 0,009, o que significa que, em média, houve um aumento de 0,8% neste índice no intervalo analisado. O valor de mercado das empresas da amostra apresenta média de 15,170. Este media encontra-se em logaritmo neperiano devido aos procedimentos metodológicos adotados. Transformando em reais, tem-se um valor de mercado médio de 3,8 bilhões de reais. Além disso, destaca-se que o valor médio do valor de mercado das empresas não é discrepante da mediana da distribuição, uma vez que esta medida foi de 15,306.

De forma complementar a análise descritiva, analisou-se o comportamento do Valor de Mercado e do *Goodwill* ao longo do tempo, a qual é demonstrada por meio da Figura 1.

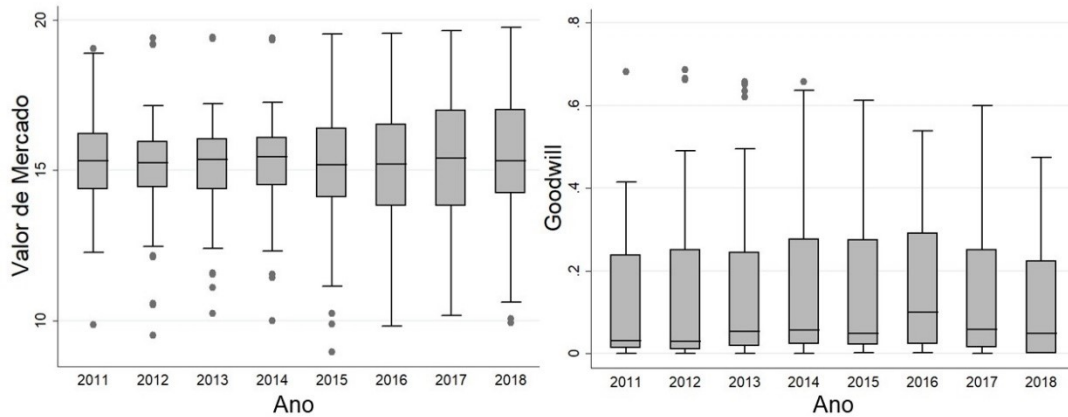


Figura 1 Comportamento do Valor de Mercado e do *Goodwill* ao longo do tempo.

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se através da Figura 1 que o Valor de Mercado e o *Goodwill* não apresentaram grande variação ao longo dos períodos analisados, mesmo em períodos em que houve decréscimos do PIB. Para verificar a existência de normalidade, a primeira variável, Valor de Mercado, foi separada em períodos anuais e submetida ao teste *Skewness* e *Kurtosis* (ao nível de 5% de significância). Os resultados do teste referido acima demonstraram que todos os períodos apresentaram normalidade, assim, os dados podem ser testados por meio do teste *T de Student*. Ao comparar a média do Valor de Mercado do período anterior com a do período atual, o teste T de *Student* demonstrou que não há diferença significativa ao nível de 5%. Destaca-se que, mesmo em um ambiente econômico incerto, o Valor de Mercado não apresentou diferença nas empresas analisadas.

Da mesma forma, os dados referentes ao *Goodwill* foram separados por ano e submetidos ao teste de normalidade de *Skewness* e *Kurtosis*, demonstrando que não há normalidade em nenhum dos períodos, considerando um nível de 5% de significância. Assim, ao constatar que não há normalidade, realizou-se o teste de *Wilcoxon*, buscando analisar se houve diferença no *Goodwill* entre anos. Os resultados do teste demonstraram que, em média, não houve diferença significativa.

Em momento posterior a análise descritiva dos dados, realizou-se a análise por meio da regressão quantílica para o *Goodwill*, sendo os achados demonstrados na Tabela 4.

Tabela 4
Modelo multivariado do Goodwill

Variáveis Independentes	Quantil									
	0,10		0,25		0,50		0,75		0,90	
	Coef	Est T	Coef	Est T	Coef	Est T	Coef	Est T	Coef	Est T
LL_AT	0,434	0,05	3,099	0,41	6,448	1,16	8,982	1,79	4,037	2,18*
PL_GOOD_AT	3,709	5,16**	2,684	6,00**	2,065	3,46**	1,63	3,48**	2,351	8,28**
GOOD_AT	2,782	7,76**	2,243	2,58*	2,993	4,07**	1,861	2,68**	1,583	3,32**
CRISE	-1,673	-0,55	-0,252	-2,65**	-0,257	-2,83**	-0,119	-0,43	-0,221	-2,03*
CRISE*GOOD_AT	0,334	0,60	0,581	0,58	0,642	1,27	0,162	0,23	0,015	0,04
CRESC	-0,002	-0,05	-0,022	-0,62	0,011	0,31	0,036	0,43	-0,117	-0,92
TAM	1,202	19,76**	1,063	27,05**	1,039	19,96	1,158	19,57**	1,124	29,97
Constante	-5,864	-5,35**	-2,791	-4,03**	-1,889	-2,71	-2,888	-2,86	-1,951	-3,34
R2	0,6231		0,5995		0,5770		0,5884		0,6466	
Observações	504									

Nota. *significância ao nível de 5%; ** significância ao nível de 1%. As regressões foram estimadas a partir da regressão em quantis (0,10; 0,25; 0,50; 0,75 e 0,90).

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao considerar os quantis 0,10 e 0,25, que correspondem as empresas que apresentam os menores valores de mercado, constata-se relação positiva do *Goodwill* com o valor de mercado. Percebe-se que as empresas que tem baixíssimo valor de mercado (alocadas no quantil 0,10) são mais sensíveis ao aumento do valor de mercado quando a proporção do *Goodwill* em relação ao ativo aumenta se comparado as empresas com baixo valor de mercado referentes ao quantil 0,25. No quantil 0,5, verifica-se que o *Goodwill* e o valor de mercado também estão positivamente relacionados. Com relação aos quantis superiores, 0,75 e 0,90, os quais representam as empresas com os maiores valores de mercado, constata-se uma relação positiva do *Goodwill* com o valor de mercado das empresas. No que se refere as empresas destes dois quantis, constata-se que as companhias com alto valor de mercado situadas no quantil 0,75 são mais sensíveis ao aumento do valor de mercado quando a proporção do *Goodwill* em relação ao ativo aumenta do que as empresas com altíssimo valor de mercado, dispostas no quantil 0,90.

Diante dessas evidências, comprova-se a H1 apenas ao considerar as empresas que apresentam os menores valores de mercado. Com isso, os investidores destas empresas entendem que o aumento do valor do *Goodwill* é benéfico para as empresas. Isso pode ser justificado pelo fato de que os investidores podem considerar que as empresas vão auferir maiores fluxos de caixa nos próximos exercícios devido ao aumento da expectativa de rentabilidade futura em combinação de negócios realizados pelas empresas. Além disso, os resultados desta pesquisa estão de acordo com os achados expostos nas pesquisas de Hartwig (2018), haja vista que o autor demonstrou que o *Goodwill* tem impacto positivo no valor de mercado das empresas. Da mesma forma, Cappellesso *et al.* (2018) demonstraram uma associação positiva e significativa entre o valor de mercado e o patrimônio líquido, o lucro líquido e o *Goodwill*.

Quanto a crise econômica, verifica-se que apenas as empresas que se encontram nos quantis 0,25 e 0,50 foram sensíveis a mesma. Percebe-se assim, que o valor de mercado dessas empresas e a crise macroeconômica estão negativamente relacionadas. Com relação as empresas dos demais quantis, não há relação entre a crise e o valor de mercado das empresas.

Uma justificativa para isto, consiste em que as empresas do mesmo setor, no geral, apresentam valores de mercado próximos, deste modo, empresas do mesmo setor alocadas nos quantis 0,25; 0,50 e 0,90 podem ter sido sensíveis a crise econômica, levando a uma queda no seu valor de mercado neste período.

Além disso, observa-se que em períodos de crise o *Goodwill* não apresenta diferença quanto ao seu nível de relevância para o mercado em comparação com os períodos em que não há decréscimo do PIB. Por este motivo, descarta-se a H2 e consiste em um resultado que pode gerar contribuições aos trabalhos de Hartwig (2018) Faleiro e Souza (2018) e Cappellesso *et al.*, (2018). Uma vez que mesmo em um ambiente macroeconômico incerto as informações referentes ao aumento ou diminuição do *Goodwill* é percebido pelo mercado e, possivelmente, é utilizado como uma informação para a tomada de decisões dos investidores com o propósito de maximizar os ganhos em períodos futuros por meio da compra e venda de ações e/ou dividendos.

Com relação a variável de controle Tamanho, destaca-se que este é relevante para o mercado, uma vez que o TAM e a VM apresentam associação positiva e significativa, ao nível de 1%, em todos os quantis. Esse resultado converge com os achados de Silveira *et al.* (2019).

5 Considerações Finais

O *Goodwill* gerado a partir de uma combinação de negócios é definido pelo CPC 15, que trata desse assunto, como a diferença entre o valor pago e o valor justo dos ativos. Deste modo, compreende ao valor pago a mais em uma combinação de negócios, onde espera-se que haja uma geração de lucros futuros da empresa (Souza *et al.*, 2014). Portanto, espera-se que o *Goodwill* seja importante para o mercado, tendo em vista que ajuda a determinar o valor de mercado das empresas (Martins, 2012). Assim, este estudo objetivou analisar a relevância do *Goodwill* para o mercado de capitais brasileiro e verificar possíveis diferenças em períodos de recessão econômica.

Os resultados demonstraram que o *Goodwill* corresponde, em média, a 15,1% do ativo total das empresas. Com relação ao valor de mercado, tem-se um valor médio de 3,8 bilhões de reais. Também se destaca que ambas as variáveis, Valor de Mercado e *Goodwill*, não apresentaram grande variação ao longo dos anos analisados, mesmo em períodos de recessão econômica.

De forma complementar, as evidências revelaram que para todas as empresas analisadas (desde as que possuem menor valor de mercado até as que possuem maior valor de mercado) os investidores consideram que o aumento na proporção do *Goodwill* em relação ao ativo total da empresa implica no aumento do valor de mercado. Esse achado converge com os achados de Hartwig (2018) e Faleiro e Souza (2018) e pode gerar contribuições, porque desde as empresas que possuem os menores valores de mercado até as empresas que apresentam os maiores valores de mercado o *Goodwill* é importante para os investidores.

Além disso, destaca-se que essas indicações apresentam implicações práticas para o mercado, uma vez que demonstra que os investidores enxergam o *Goodwill* como relevante e deste modo, podem incorporar essa informação na avaliação da empresa e mudar suas expectativas sobre o desempenho futuro da companhia. Vale ressaltar que a existência de uma discussão acerca do *Goodwill* no *International Accounting Standards* (IASB) sobre a possibilidade de valoração deste ativo para cima. Assim, uma possível aprovação do IASB, pode fazer com que o *Goodwill* seja mais relevante para os investidores, mais até do que relatado a partir dessa pesquisa.

Ao considerar os períodos de recessão econômica, verificou-se que algumas empresas são sensíveis a diminuição do valor de mercado, especificamente as alocadas no quantil 0,25, 0,50 e 0,90. Uma justificativa para isso se deve ao fato de que empresas do mesmo setor, no geral, apresentam valores de mercado próximos. Assim, considera-se que a crise econômica é prejudicial para algumas empresas, na qual implica na diminuição de mercado destas companhias. Vale ressaltar que não foi constatada diferença na relevância da informação das empresas em comparação com os períodos em que não a crise econômica.

A pesquisa apresenta limitações, haja vista que a amostra é não probabilística. Assim, ao considerar essa questão e levar em consideração as características institucionais das empresas brasileiras, não é possível generalizar os achados para outros países. Outra limitação se refere a não diferenciação do tipo de *Goodwill*. Nesse sentido, destaca-se a importância de investigar o comportamento dos investidores diante dessas diferenças. Além disso, também sugere-se testar a relevância da perda por *impairment* do *Goodwill* para o mercado de capitais.

Referências

- AbuGhazaleh, N. M., Al-Hares, O. M., & Haddad, A. E. (2012). The value relevance of *Goodwill* impairments: UK evidence. *International Journal of Economics and Finance*, 4(4), 206-216. doi:10.5539/ijef.v4n4p206
- Bezerra, F. A.; Lopes, A. B. Lucro e Preço das ações. In Iudicibus, S. de, Lopes, A. B. (Coord.), *Teoria avançada da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2012.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178. doi:10.2307/2490232
- Barth, M. E., & Clinch, G. (1998). Revalued financial, tangible, and intangible assets: Associations with share prices and non-market-based value estimates. *Journal of accounting research*, 36, 199-233.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (1996). Value-relevance of banks' fair value disclosures under SFAS No. 107. *Accounting Review*, 513-537. doi: 10.2307/248569
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, 67-92. doi: 10.2307/2490070
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2009). *Microeconometrics using stata* (Vol. 5, p. 706). College Station, TX: Stata press
- Cappellesso, G., Rocha, L. C. N., & Dantas, J. A. (2018). Value relevance da perda por redução ao valor recuperável do *Goodwill*: Evidências das empresas listadas na BM&FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 29(3), 102-120. doi: 10.22561/cvr.v29i3.4276
- Duarte, F. C. L., Girão, L. F. D. A. P., & Paulo, E. (2017). Avaliando Modelos Lineares de Value Relevance: Eles Captam o que Deveriam Captar?. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(spe), 110-134. doi: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160202>

Dal Magro, C. B., da Silva, A., Padilha, D., & Klann, R. C. (2017). Relevância dos ativos intangíveis em empresas de alta e baixa tecnologia. *Nova Economia*, 27(3),609-640. <http://dx.doi.org/10.1590/0103-6351/3214>

Faleiro, L. E. (2018). A relevância do *Goodwill* para o mercado de capitais: uma análise do value relevance no período de adoção integral das ifrs no brasil. *Repositório de Trabalhos de Conclusão de Curso e Monografias*.

Florackis, C., Giorgioni, G., Kostakis, A., & Milas, C. (2014). On stock market illiquidity and real-time GDP growth. *Journal of International Money and Finance*, 44, 210-229. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.02.006>

Greene, W. H. (2000). Econometric analysis 4th edition. *International edition, New Jersey: Prentice Hall*, 201-215.

Hadi, A. S. (1992). Identifying multiple outliers in multivariate data. *Journal of the Royal Statistical Society: Series B (Methodological)*, 54(3), 761-771. doi: 10.2307/2345856

Hartwig, A. (2018). Relevância da informação contábil acerca do *Goodwill* para o mercado de capitais brasileiro. In *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC, 1-16*.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)

Hendriksen, H. S., & Breda, M. F. V. (1999). *Teoria da Contabilidade (1a edição)*. São Paulo: Editora Atlas.

Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 3-75. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)

Holtz, L., & Almeida, J. E. F. D. (2013). Estudo sobre a relevância e a divulgação dos ativos biológicos das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 8(2), 28-46. doi: 10.21446/scg_ufrj.v8i2.13289

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. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2008.12.006>

Lopes, A. B., & Iudicibus, S. D. (2004). *Teoria avançada da contabilidade*. São Paulo: Atlas.

Martins, V. G., (2012). Análise do value relevance dos ativos intangíveis e *Goodwill* nas companhias abertas brasileiras. In: *Anais Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis*, Florianópolis, SC, Brasil.

Ohlson, J. A. (1989). Accounting earnings, book value, and dividends: The theory of the clean surplus equation (part 1). *Unpublished Working Paper (Columbia University)*.

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

Oliveira, L., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange. *The British Accounting Review*, 42(4), 241-252. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2010.08.001>

Pronunciamento técnico CPC 00 (R1), de 02 de dezembro de 2011. Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Recuperado de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf

Pronunciamento técnico CPC 15 (R1), de 03 de junho de 2011. Combinação de negócios. Recuperado de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/235_CPC_15_R1_rev%2013.pdf

Silveira, F., de Sousa, A. M., Ribeiro, A. M., & Rover, S. (2019). Relevância do Valor Justo dos Ativos Biológicos Para o Mercado: Uma Análise com Companhias Brasileiras de Capital Aberto que Atuam com Agronegócios. In: *Anais do XIX USP International Conference in Accounting*, 1-20.

Sousa, A. M., Noriller, R. M., Huppel, C. M., Lopes, A. C. V., & Meurer, R. M. (2018). Relation between the macroeconomic variables and the stock return in companies of the finance and insurance sector from Latin American stock market. *Globalización, Competitividad y Gobernabilidad de Georgetown/Universia*, 12(3), 20-30. doi: 10.3232/GCG.2018.V12.N3.01

Souza, M. M., Borba, J. A., & Lunkes, R. J. (2014). Evidenciação das exigências pertinentes ao impairment do *Goodwill* nas empresas de capital aberto brasileiras no período de 2008 a 2011. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*, 5(1), 1-16.

Souza, M. M. D., & Borba, J. A. (2017). Value relevance vis-a-vis disclosure on business combinations and *Goodwill* recognized by publicly traded Brazilian companies. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(73), 77-92. <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201703240>

Tsouma, E. (2009). Stock returns and economic activity in mature and emerging markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 668-685. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2008.02.002>