

ANA FILIPA DA SILVA FERNANDES

O papel do Goodwill no desempenho, na taxa de juro e
na estrutura da dívida – O caso Ibérico



Ana Filipa da Silva Fernandes

O papel do Goodwill no desempenho, na taxa de juro
e na estrutura da dívida – O caso Ibérico

Mestrado em Finanças Empresariais

Orientadores:

- Professor Doutor Pedro Manuel Nogueira Reis
- Professor Doutor António Pedro Soares Pinto



Resumo

A investigação pretende avaliar a influência dos ativos intangíveis, em particular, o Goodwill, no desempenho empresarial, no custo e na estrutura da dívida. Adicionalmente, pretende-se levar a cabo um estudo comparativo para empresas portuguesas e espanholas.

A principal fonte de recolha de informação é a base de dados SABI, da qual retiramos a amostra que vai ser objeto de estudo. Os dados são analisados com recurso ao STATA, através de técnicas de inferência estatísticas como testes de hipóteses paramétricos e não paramétricos, regressão linear de dados em painel, procurando dar resposta às questões em investigação.

No atual contexto, as fusões, cisões e qualquer outro tipo de concentração empresarial têm aumentado, pelo que, o Goodwill adquire cada vez maior relevância. Este tipo de ativos incorpóreos tem adquirido uma importância acrescida, na medida em que permitem diferenciar empresas, conferindo-lhes vantagens únicas. Assim, a análise do impacto do Goodwill na rentabilidade empresarial, nas decisões de financiamento e no custo da dívida, acresce valor a esta investigação.

Os resultados obtidos revelam que, em Portugal a rentabilidade operacional das empresas é influenciada positivamente pelo Goodwill, enquanto em Espanha não se revela significativo. Por sua vez, a taxa de juro, mantém uma relação inversa com o Goodwill, ou seja, na medida em que o valor deste ativo aumenta, o custo da dívida diminui. Os resultados sugerem ainda uma relação direta entre o Goodwill e a dívida de longo prazo.

A presente investigação contribui para a literatura na medida que fornece evidências empíricas sobre o efeito do Goodwill no desempenho empresarial, na estrutura da dívida e no custo de recurso ao financiamento, facultando importantes informações para ajudar os investidores, gestores e acionistas a tomarem decisões. Adquire ainda relevância acrescida, face à temática abordada, às variáveis selecionadas e à amostra em estudo.

PALAVRAS-CHAVE: Goodwill, Rentabilidade, Dívida, Financiamento.

Abstract

The investigation intends to evaluate the influence of intangible assets, in particular, Goodwill, on business performance, cost, and debt structure. Additionally, we intend to conduct a comparative study of Portuguese and Spanish companies.

The primary source of information collection is the SABI database, from which we take the sample that will be the object of study. Data are analyzed using STATA, through statistical inference techniques such as parametric and non-parametric hypothesis tests and linear regression of panel data, seeking to answer the questions under investigation.

In the current context, mergers, spin-offs, and other business concentrations have increased, so Goodwill is becoming increasingly important. This type of intangible asset has increased importance insofar as they allow companies to differentiate, giving them unique advantages. Thus, the analysis of the impact of Goodwill on corporate profitability, financing decisions, and the cost of debt adds value to this investigation.

The results obtained show that, in Portugal, the operating profitability of companies is positively influenced by Goodwill, while in Spain, it is not significant. In turn, the interest rate maintains an inverse relationship with Goodwill, that is, as the value of this asset increases, the cost of debt decreases. The results also suggest a direct relationship between Goodwill and long-term debt.

The present investigation contributes to the literature as it provides empirical evidence on the effect of Goodwill on business performance, debt structure, and the cost of funding, providing vital information to help investors, managers and shareholders make decisions. It also acquires added relevance, given the theme addressed, the Variables selected, and the sample under study.

KEYWORDS: Goodwill, Profitability, Debt, Financing.

Agradecimentos

Em primeiro lugar gostaria de agradecer as duas pessoas mais importantes ao longo deste processo, aos meus orientadores, Pedro Pinto e Pedro Reis. Desde o primeiro momento em que tive de escolher os orientadores, sabia que seriam a escolha certa, estiveram sempre presentes para me apoiarem, incentivarem e contribuindo para que eu desse sempre o meu melhor.

A minha família, que são sempre o meu principal apoio. Esta jornada foi difícil devido a conciliação dos estudos com o trabalho, mas eles conseguiram ajudar-me em tudo que estava ao alcance deles para tornarem o caminho mais fácil.

Por último, gostaria de agradecer a uma pessoa que sempre me apoiou e sempre me ajudou ao longo de todo este percurso, a minha amiga Vanessa.

A caminhada torna-se muito mais fácil quando é acompanhada das pessoas certas, obrigada a todos.

Índice

Resumo	III
Abstract	IV
Agradecimentos.....	V
Índice de Tabelas	VII
Abreviaturas e Siglas.....	X
Introdução	1
Capítulo 1 – Revisão da Literatura.....	3
Capítulo 2- Estudo Empírico	10
2.1- Amostra	10
2.2. Definição das Variáveis	10
2.3. Metodologia.....	16
2.4- Apresentação e Discussão dos Resultados.....	18
2.4.1 – Resultados para Portugal	18
2.4.2 Resultados para Espanha	34
2.4.3. Tabela Resumo	48
2.4.4. Quadro Resumo da Influência dos Anos em Estudo	52
Conclusão.....	56
Bibliografia.....	59
Anexos	64

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Descrição das Variáveis.....	14
Tabela 2 - Estatística Descritiva Portugal Variáveis Dependentes	18
Tabela 3 - Estatística Descritiva Portugal Variáveis Independentes	19
Tabela 4 - Regressão de Efeitos Fixos.....	20
Tabela 5 - Regressão de Efeitos Aleatórios	20
Tabela 6- Teste de Hausman	20
Tabela 7 – Teste do Fator de Inflação de Variância	21
Tabela 8 - Teste de Wald	21
Tabela 9 - Teste de Wooldridge.....	22
Tabela 10 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade	22
Tabela 11 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade.....	23
Tabela 12 - Regressão de Efeitos Fixos.....	25
Tabela 13 - Regressão de Efeitos Aleatórios	25
Tabela 14 - Teste de Hausman	26
Tabela 15 - Teste do VIF	26
Tabela 16 - Teste de Wald	27
Tabela 17 - Teste de Wooldridge.....	27
Tabela 18 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade	27
Tabela 19 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade.....	28
Tabela 20 - Regressão de Efeitos Fixos.....	30
Tabela 21 - Regressão de Efeitos Aleatórios	30
Tabela 22 - Teste de Hausman	31
Tabela 23 – Teste do VIF.....	31
Tabela 24 - Teste de Wald	31
Tabela 25 - Teste de Wooldridge.....	32
Tabela 26 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade	32
Tabela 27 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade.....	32
Tabela 28 - Estatística Descritiva Espanha Variáveis Dependentes	34

Tabela 29 - Estatística Descritiva Espanha Variáveis Independentes	35
Tabela 30 - Regressão de Efeitos Fixos.....	36
Tabela 31 - Regressão de Efeitos Aleatórios	36
Tabela 32 - Teste de Hausman	36
Tabela 33 – Teste do VIF.....	37
Tabela 34 - Teste de Wald	37
Tabela 35 - Teste de Wooldridge.....	37
Tabela 36 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade	38
Tabela 37 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade.....	38
Tabela 38 - Regressão de Efeitos Fixos.....	39
Tabela 39 - Regressão de Efeitos Aleatórios	40
Tabela 40 - Teste de Hausman	40
Tabela 41 – Teste do VIF.....	41
Tabela 42 - Teste de Wald	41
Tabela 43 - Teste de Wooldridge.....	41
Tabela 44 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade	42
Tabela 45 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade.....	42
Tabela 46 - Regressão de Efeitos Fixos.....	44
Tabela 47 - Regressão de Efeitos Aleatórios	44
Tabela 48 - Teste de Hausman	45
Tabela 49 – Teste do VIF.....	45
Tabela 50 - Teste de Wald	45
Tabela 51 - Teste de Wooldridge.....	45
Tabela 52 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade	46
Tabela 53 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade.....	46
Tabela 54 - Tabela Resumo da Influência das Diferentes Variáveis em Portugal e Espanha	48
Tabela 55 - Influência dos Anos nas Variáveis em Investigação	53

Tabela 56 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade – Portugal	64
Tabela 57 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade – Portugal	65
Tabela 58 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade – Portugal	66
Tabela 59 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade – Portugal	67
Tabela 60 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade – Portugal	68
Tabela 61 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade – Portugal	69
Tabela 62 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade - Espanha	70
Tabela 63 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade - Espanha	71
Tabela 64 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade - Espanha	72
Tabela 65 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade - Espanha	73
Tabela 66 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade - Espanha	74
Tabela 67 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade - Espanha	75

Abreviaturas e Siglas

- NCRF – Norma Contabilística e de Relato Financeiro
- IFRS - Norma Internacional de Relato Financeiro
- IAS – International Accounting Standard
- VBR - Visão baseada em recursos
- I&D – Investigação e Desenvolvimento
- LOG - Logaritmo
- OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
- RL - Resultado Líquido
- ROA - Rentabilidade Operacional do Ativo
- ROE - Rentabilidade dos Capitais Próprios
- SABI -Sistema de Análise de Balanços Ibéricos
- AI – Ativos Intangíveis
- AFT – Ativos Fixos Tangíveis
- PIB – Produto Interno Bruto

Introdução

A investigação pretende avaliar a influência dos ativos intangíveis, nomeadamente, o Goodwill no desempenho empresarial, no custo da dívida e no recurso ao financiamento. Paralelamente realiza um estudo comparativo de empresas portuguesas e espanholas.

De acordo com a revisão da literatura (ex. Roulstone, 2011, Low e Lee, 2014) os ativos intangíveis constituem recursos críticos que conferem vantagens competitivas às empresas, sendo ainda responsáveis pelo aumento da capacidade de financiamento e do desempenho. Incorporam todos os ativos não monetários identificados sem substância física, com uma contribuição significativa para o crescimento empresarial (Moskow, 2001).

O Goodwill proporciona benefícios intransmissíveis, para o seu detentor, não podendo outras empresas dele beneficiar. Estes, incluem as sinergias geradas em combinações de negócios anteriores, assim como, outras vantagens que terceiros não podem usufruir, nomeadamente as que decorrem da combinação de sinergias geradas por ativos adquiridos com o propósito de realizar resultados de monopólio ou impor barreiras à entrada aos concorrentes (Brown e Kimbrough, 2011).

Bugeja e Loyeung (2015) avaliam a capacidade de o Goodwill gerar, ou não, resultados positivos futuros e, Han e Tang (2020) referem-se à sua incerteza. Tahat et al. (2018) concluem que o Goodwill exerce um efeito positivo na atividade empresarial, nomeadamente no desempenho atual e futuro.

De igual modo, tem sido difícil reunir consenso em torno do impacto do Goodwill no custo e na estrutura da dívida. Xie et al. (2020) referem que o aumento do Goodwill diminui a qualidade dos ativos e conseqüentemente a credibilidade da empresa perante as instituições de crédito. Gamayuni (2015) constata que um aumento dos ativos incorpóreos diminui a capacidade da empresa em recorrer a financiamento e incrementam o custo da dívida. Lim et al. (2019) em linha com Gamayuni (2015), refere que os intangíveis levam a um aumento do custo de financiamento e ao aumento da dívida de longo prazo relativamente aos ativos tangíveis.

A ausência de consenso em torno do impacto do Goodwill na rendibilidade, custo e estrutura da dívida e, a insuficiência de estudos no âmbito do tecido empresarial português e espanhol, constituem uma motivação adicional para a realização deste trabalho. Pesa ainda o facto da atualidade da investigação em torno dos ativos intangíveis e, de este estudo contemplar um específico, o Goodwill.

Assim a presente investigação, pretende dar resposta a uma questão pertinente: qual o contributo do Goodwill para a atividade empresarial. Neste sentido avaliamos o impacto do Goodwill em três dimensões: rendibilidade, taxa de juro e peso da dívida de longo prazo. A Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) foi o ponto de recolha de dados para a amostra de empresas portuguesas e espanholas e, a estimação dos modelos realizada com dados em painel, para um horizonte temporal de 11 anos com recurso ao STATA.

Pelo facto de o estudo ter sido elaborado num horizonte temporal condicionado por um período de instabilidade financeira, os resultados obtidos podem ter sido influenciados por fatores extrínsecos aos avaliados neste trabalho, isto é, podem prevalecer outras variáveis externas que condicionem os resultados obtidos. O facto de os nossos resultados não conduzirem a um efeito idêntico do Goodwill na rendibilidade das empresas portuguesas e espanholas, sugere a necessidade de investigação adicional em torno desta temática.

Para além deste capítulo de carácter introdutório, o corpo do trabalho é composto por três capítulos. O primeiro dedicado à contextualização da problemática em estudo, à identificação dos principais conceitos e, dos principais estudos realizados em torno desta temática. O segundo contempla a seleção da amostra, as variáveis em estudo, a metodologia utilizada, os resultados obtidos bem como uma análise comparativa das realidades portuguesas e espanholas. Por fim, as principais conclusões, limitações do estudo e propostas para investigação futura.

Capítulo 1 – Revisão da Literatura

Neste capítulo, a nossa atenção volta-se para os aspetos concetuais do Goodwill e da sua fundamentação teórica. De seguida, o estudo apresenta as principais contribuições identificadas na literatura, sobre a relevância do Goodwill para a atividade empresarial.

Numa perspetiva contabilística, um ativo intangível, de acordo com a Norma Contabilística e de Relato Financeiro 6 § (Parágrafo) 8 a 17, “é um ativo não monetário identificável sem substância física”. Torna-se necessário que um ativo intangível seja identificável, para ser possível distingui-lo do Goodwill (NCRF 6 §11). O reconhecimento de um ativo intangível só deve acontecer se for provável que os benefícios económicos que daí advenham sejam transmissíveis para a entidade e, se o custo do ativo poder ser fíavelmente mensurado (NCRF 6 §21). Deste modo, um ativo intangível deve ser expresso nas demonstrações financeiras quando identificável, controlado pela empresa e, gerar benefícios económicos futuros que possam ser medidos de forma fiável (IAS 38).

De acordo com a NCRF 14 (Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro), quando um ativo intangível for adquirido numa concentração de atividades empresariais, o seu custo será o justo valor à data de aquisição. Uma concentração de atividades empresariais traduz-se de forma sucinta numa união de entidades ou atividades empresarias separadas numa única que relata.

De acordo com a IFRS 3 (Norma Internacional de Relato Financeiro) e NCRF 14 o Goodwill adquirido numa concentração de atividades empresariais, representa o pagamento efetuado pela adquirente como antecipação de benefícios económicos futuros de ativos que, não sejam capazes de ser individualmente identificados e separadamente reconhecidos. Tal ocorre quando, num processo de aquisição o preço pago é superior ao justo valor dos ativos e passivos da empresa adquirida - a discrepância de valores denominar-se-á Goodwill. O Goodwill constitui, portanto, a parte do valor de mercado de uma empresa, que não esteja diretamente refletida nos seus ativos e nos seus passivos, ou seja, a razão pela qual as empresas ou negócios são adquiridos e vendidos por valores superiores ao dos seus capitais próprios. Embora o Goodwill seja um ativo com valor, a relevância que assume no balanço é inferior, na medida em que é influenciado no momento de aquisição pelo valor do negócio, refletindo sinergias e

benefícios futuros e, pelo pagamento em excesso nas aquisições, valorizando o mercado o ativo em conformidade (Skinner, 2008). Considera-se como Goodwill, todos os fatores de valor acrescentado que não têm expressão direta na contabilidade, mas que contribuem para valorização de uma empresa, como a reputação da marca, a carteira de clientes, a credibilidade da empresa no mercado, o know-how dos funcionários e, tudo aquilo que a distingue dos seus concorrentes e, que constituem aspetos particulares de cada negócio (Brown e Kimbrough, 2011).

Num processo de concentração de atividades empresariais, o Goodwill no reconhecimento inicial deve ser mensurado pela adquirente pelo custo, subtraído de qualquer perda por imparidade acumulada. De acordo com a NCRF 14, o Goodwill adquirido através de uma concentração de atividades empresarias deve ser amortizado, tendo em conta a vida útil do mesmo (NCRF 6) e, quando a mesma não seja fiavelmente identificada, deve ser amortizado por um período de 10 anos. A adquirente deve ainda testar a imparidade anualmente ou, com maior frequência, sempre que os acontecimentos ou alterações circunstanciais identifiquem a ocorrência de eventuais imparidades (IAS 36 Imparidade de ativos e NCRF 12). No entanto, de acordo com a IFRS 3, o Goodwill não é suscetível de amortização, sendo apenas testada a sua imparidade.

Henning e Shaw (2003) referem que, a escolha do período de amortização do Goodwill revela a prevalência de ganhos futuros, o crescimento esperado e o futuro desempenho das ações, transmitindo assim informação útil para o mercado. O facto de o Goodwill não ser amortizado, nas normas internacionais de contabilidade (IFRS) apenas testada a sua imparidade, dá origem a um aumento de ganhos pós-aquisição, que decorrem da ausência de encargos de amortização.

A imparidade do Goodwill surge como indicador de uma perda de rentabilidade futura, verificando-se que, está negativamente relacionada com o crescimento médio das vendas e com o aumento dos resultados, nos dois anos após a sua contabilização, pelo que, a aquisição por um valor excessivo pode ser um fator crucial para a subsequente imparidade do Goodwill (Li et al., 2011).

Lapointe-Antunes et al. (2009) referem que, as perdas por imparidade são percecionadas pelos investidores como um sinal credível de declínio do valor do Goodwill e, portanto, condicionam o valor de mercado das empresas. Assiste-se assim,

a uma associação negativa entre as imparidades do Goodwill e o valor de mercado. Hamberg e Beisland (2014) discordam desta perspectiva defendendo que, a divulgação das imparidades, quando realizada oportunamente a sua relevância fica comprometida.

Bostwick et al. (2016) referem que as imparidades fornecem informações relevantes a todos os intervenientes da atividade empresarial, na medida em que, contribuem para a melhor previsão dos fluxos de caixa. O Goodwill surge quando o adquirente numa combinação de negócios, tem a expectativa de os fluxos de caixa futuros apresentarem valores superiores aos verificados no momento da aquisição dos ativos líquidos subjacentes. Se o nível previsto de fluxos de caixa diminuir ou, o esperado não for atingido, as sinergias criadas não ocorreram como previstas. Deste modo, pode-se afirmar que existe uma associação inversa entre as imparidades do Goodwill e os fluxos de caixa futuros.

A imparidade do Goodwill é economicamente significativa e reflete as más decisões tomadas no momento de aquisição, nomeadamente, ao nível da rendibilidade futura (Chen et al., 2019). De acordo com Killins et al. (2021) a imparidade do Goodwill pode reduzir temporariamente os ganhos da empresa, de duas formas distintas, pelo pagamento inicial excessivo e, pelo fraco desempenho pós-aquisição.

As perdas por imparidade decorrem do valor pago em excesso no momento de aquisição. Desta forma, a probabilidade de ocorrência de uma perda por imparidade aumenta quanto maior for o montante de Goodwill sobre o valor de aquisição, pelo facto de, este incluir elementos variáveis que podem pôr em causa as sinergias identificadas aquando da realização do negócio (Olante, 2013).

Han e Tang (2020) referem que, a prevenção das imparidades que decorrem do Goodwill aumenta, não só, os ganhos contabilísticos de curto prazo, mas também, o preço das ações, porém, a longo prazo, pode originar incerteza sobre os ganhos futuros e, deste modo, diminuir o desempenho. A imparidade do Goodwill considerada como gasto de exploração reduz o desempenho empresarial e, se não for reconhecida oportunamente, sobreavalia o desempenho presente, face ao verificado pelas empresas que oportunamente reconhecem as imparidades e, incrementa a incerteza futura em torno

da rentabilidade. Filip et al. (2015) partilham deste raciocínio e, referem que, a manipulação dos fluxos de caixa através da prevenção das imparidades do Goodwill pode ser prejudicial para o desempenho futuro da empresa, pese o facto de, a curto prazo os ganhos serem sobrestimados. Sugerem ainda que, os benefícios que decorrem de diferir a perda por imparidade do Goodwill, tendem a ser maiores do que os custos. Li e Sloan (2017) referem ainda que, a prevenção das imparidades não é uma atitude ponderada, na medida em que, a curto prazo proporciona benefícios, mas a longo prazo origina incerteza sobre os ganhos futuros, podendo diminuir de forma significativa o desempenho.

Os gestores manipulam os rendimentos, aumentando-os, através de atividades reais e baseadas em acréscimos para suportar a sua escolha de prevenção de imparidades de Goodwill, contudo esta manipulação torna-se prejudicial para o desempenho futuro, na medida em que, o aumento dos rendimentos presentes, origina uma diminuição futura, conclui-se assim que a prevenção da imparidade do Goodwill tem um impacto negativo no desempenho empresarial de longo prazo (Filip et al., 2015; Han e Tang, 2020). Na circunstância de o Goodwill não ser reconhecido corretamente, significa que, o seu resultado é influenciado pelo não reconhecimento de uma imparidade, conduzindo à redução de lucros futuros, que decorrem de um aumento das imparidades futuras (Han e Tang, 2020).

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE, 2015) refere que os ativos intangíveis surgem simultaneamente com os investimentos tangíveis, pelo que, avaliar o seu impacto nas organizações constitui uma questão essencial, referindo ainda que, os recursos intangíveis são cada vez mais importantes para a competitividade empresarial.

Roulstone (2011) e Low e Lee (2014) defendem que os ativos intangíveis constituem recursos críticos que conferem vantagens competitivas sustentáveis, são responsáveis pelo aumento da capacidade de financiamento e de melhoria de desempenho. Simultaneamente, contribuem significativamente para o crescimento empresarial (Moskow, 2001).

Brown e Kimbrough (2011) relatam que existe uma relação entre os ativos intangíveis do balanço e os ganhos “únicos” de uma empresa, isto é, os ganhos que não decorrem da ação do mercado. Defendem que, em linha com a Visão Baseada em Recursos (VBR), as empresas diferenciam-se e criam vantagens competitivas recorrendo a recursos estratégicos, como os ativos intangíveis. Concluem que, os ativos intangíveis estabelecem uma relação direta com a obtenção de ganhos únicos. Referem ainda que, os ativos intangíveis, nomeadamente o Goodwill e, a Investigação e Desenvolvimento (I&D), contribuem positivamente para a obtenção de resultados não uniformes. Os ativos intangíveis reconhecidos separadamente do Goodwill ou I&D, como os direitos contratuais ou legais, apresentam contribuições superiores, para a não uniformidade de resultados e, tal ocorre pela maior dificuldade de as empresas rivais os replicarem. Os ativos intangíveis encontram-se entre os principais recursos, que permitem à empresa prosseguir uma estratégia de diferenciação. O Goodwill proporciona benefícios ao seu proprietário, estando as outras empresas impedidas dele beneficiarem, simbolizando assim uma dupla vantagem/ameaça. Esses benefícios incluem sinergias esperadas que decorrem de combinações de negócios anteriores (Brown e Kimbrough, 2011). Os autores defendem a prevalência de uma associação positiva entre os ganhos empresariais e o valor de ativos intangíveis. A FASB (Financial Accounting Standards Board) refere que essas sinergias são únicas para cada combinação e que diferentes combinações produzem diferentes sinergias.

Villalonga (2004) refere que os ativos intangíveis contribuem para gerar vantagens competitivas, associadas ao facto de serem difíceis de adquirir, desenvolver, replicar ou acumular no seio da empresa. Constata ainda que, a existência de ativos intangíveis está positivamente relacionada com a prevalência ou não, de resultados líquidos positivos, na medida em que, as empresas com um maior volume de ativos intangíveis geram rendimentos mais consistentes.

Contudo, o reconhecimento da capacidade de o Goodwill gerar benefícios económicos futuros não se tem revelado consensual (Bugeja e Loyeung, 2015), pelo facto dos trabalhos realizados não identificarem a mesma relação entre o Goodwill e o ROA.

A investigação de Tahat et al. (2018) indica que o Goodwill tem um efeito positivo no desempenho atual e futuro das empresas. O Goodwill, como a I&D, podem explicar variações no desempenho financeiro das empresas, por impulsionarem ganhos empresariais, aumentando o valor de mercado. O autor, encontra uma associação positiva entre o Goodwill, a I&D e o desempenho financeiro e de mercado, sugerindo que estes dois fatores podem contribuir de forma positiva para o aumento dos resultados. Deste modo, assumem especial interesse, enquanto recursos intangíveis para a tomada de decisão de investimento. Os resultados observados estão em linha com a perspetiva da Visão Baseada em Recursos, que realçam o poder dos ativos intangíveis para a criação de riqueza a longo prazo e, na adoção de melhores estratégias, enfatizando o facto de os recursos (externos e internos) permitem melhorar o desempenho operacional e financeiro e, ainda o valor de mercado. Os ativos intangíveis contribuem para a criação de valor, contudo, prevalece a dificuldade em os evidenciar nas demonstrações financeiras, por problemas associados à identificação, reconhecimento e mensuração. Gamayuni (2015) no seu estudo, consta que o Goodwill, é fundamental para a rentabilidade empresarial, na medida em que é um recurso que contribui para melhorar o desempenho e criar valor.

O recurso ao endividamento empresarial tem aumentado de uma forma significativa nos últimos anos, bem como os investimentos em ativos intangíveis (Li e Sloan, 2017), pelo que avaliar a sua influência, adquire uma relevância acrescida.

Xie et al. (2020) concluiu que, um valor elevado de Goodwill nas demonstrações financeiras da empresa é percecionado como um fator negativo, na medida em que, diminui a qualidade dos ativos, assim como, a credibilidade da empresa junto das instituições de crédito. Gamayuni (2015) por sua vez, refere que um maior investimento em intangíveis reduz o recurso ao endividamento, pelo facto de as empresas recorrerem aos resultados retidos para os financiar, porém, conduz a um aumento do custo da dívida, tendo presente que, estes estão associados a um maior risco, pela maior dificuldade de reconhecimento em termos contabilísticos.

Lim et al. (2019) referem uma relação positiva entre os ativos intangíveis identificáveis e a alavancagem financeira. Relatam que geralmente as empresas com maior volume de

ativos corpóreos possuem maior volume de dívidas, sendo explicado pelo facto de os ativos tangíveis apresentarem menor risco e serem mais fáceis de valorizar, relativamente aos intangíveis e, como tal, o custo de financiamento dos empréstimos tende a ser mais baixo. Porém, concluem que um aumento de ativos intangíveis conduz a um aumento da dívida de longo prazo maior do que um ativo tangível. Os ativos tangíveis apoiam a dívida da empresa e servem muitas vezes como garantia, ao contrário dos intangíveis que em caso de liquidação são inúteis, condicionando as decisões de financiamento. Em relação aos ativos intangíveis, os identificáveis, isto é, os que são reconhecidos nas contas da empresa, proporcionam um incremento da dívida. Por outro lado, os ativos intangíveis permitem gerar fluxos de caixa mais elevados, condicionando positivamente a decisão dos credores.

Hewen e Stephen R. Moehrl (2016) referem que existe muita incerteza associada à avaliação do Goodwill, o facto de não ser separável da empresa influencia o seu valor. Quando a empresa entra em liquidação, o Goodwill deixa de ter valor, pelo que, os credores em muitas circunstâncias o ignoram nas suas avaliações. Os autores constataam que o Goodwill é um ativo menos valioso, pois reflete dois fenómenos económicos: muita sinergia futura e pagamentos excessivos no momento de aquisição. Estes são outros fatores que o mercado reconhece e tem em consideração nas tomadas de decisão de financiamento.

Capítulo 2- Estudo Empírico

A investigação tem como objetivo avaliar a influência dos ativos intangíveis, nomeadamente o Goodwill no desempenho operacional, na estrutura da dívida e no custo de financiamento. Simultaneamente, analisar-se-á a influência de outras variáveis, consideradas de controlo: a idade, liquidez, volume de negócios, taxa de crescimento dos ativos intangíveis, o rácio entre os ativos intangíveis e os tangíveis. Adicionalmente, realizar-se-á um estudo comparativo de empresas portuguesas e espanholas, para se conseguir ter uma melhor perceção do impacto do Goodwill nas diferentes economias, de que modo é valorizado, permitindo adquirir-se uma perceção mais exata do impacto desta variável nas grandezas atrás referidas.

2.1- Amostra

A principal fonte de recolha de informação foi a base de dados SABI (*Sabi - Bureau van Dijk*, 2021), da qual retiramos a amostra objeto de estudo. Para extrair a amostra, em primeiro lugar, filtramos as empresas ativas em cada país, em seguida selecionamos as que no último ano do nosso estudo possuíam o ativo e os proveitos operacionais com um mínimo de mil euros, e por fim, pelo menos num dos anos em estudo registassem um valor de Goodwill no mínimo de mil euros. O período em estudo, contempla os anos de 2009 a 2019, ou seja, vamos estudar a influência das diferentes variáveis para 11 anos de análise. Tendo em conta a variável com o menor (\log_AIAFT) e maior número de observações (Idade), concluímos que possuímos observações entre 22 043 e 53 589 para Portugal. Em relação a Espanha, temos 40 579 observações da variável Idade que possui o maior número de observações, e 19 998 da variável com o menor número de observações, Goodwill.

2.2. Definição das Variáveis

A principal variável de todo este estudo é o Goodwill e, pretendemos avaliar a sua influência na rendibilidade, no custo de financiamento e na estrutura da dívida.

Para avaliar a rendibilidade selecionou-se o ROA que é um dos melhores indicadores para avaliar o desempenho operacional e a eficácia da empresa (Gamayuni, 2015). O

ROA é um indicador que permite avaliar a rentabilidade operacional, facultando ao gestor, investidor ou analista uma ideia da eficiência da gestão empresarial em termos da utilização dos ativos e da capacidade que apresentam em gerar resultados (Qureshi e Siddiqui, 2021). O desempenho operacional permite avaliar os resultados operacionais gerados pela empresa que resultam das decisões tomadas pelos gestores. O desempenho é, na verdade, uma forma de medir e garantir que, as decisões tomadas pelos gestores são eficazes e, assim, avaliar em que medida as decisões estratégicas e os planos de atividade são ou não bem sucedidos (Kaiss Sarra et al., 2018). O ROA como indicador que avalia o desempenho empresarial foi selecionado como uma das variáveis dependentes porque revela a rentabilidade dos ativos colocados à disposição da empresa. Tahat et al. (2018) na sua investigação estudou o impacto do Goodwill no ROA, concluindo que está diretamente associado ao ROA, contribuindo assim, de forma positiva para a melhoria dos resultados e desempenho empresarial.

A revisão da literatura dá conta de diferentes autores que estudam a relação entre os ativos intangíveis e o ROA. Qureshi e Siddiqui (2021) avaliaram o efeito de ativos intangíveis concluindo que, exercem uma influência negativa e significativa no ROA, enquanto Gamayuni (2015), Zhang (2017), Kaymaz et al. (2019) e Felix et al. (2020) identificam um efeito positivo e significativo no ROA. Por sua vez, Mohanlingam et al. (2021) não identificam qualquer associação substancial entre ativos intangíveis e rentabilidade em diferentes setores.

A variável escolhida para perceber o impacto do Goodwill no custo de financiamento foi a taxa de juro. A taxa de juro, expressa em percentagem, reflete o custo do empréstimo, ou seja, o preço da utilização do dinheiro pedido. A taxa de juro expressa o valor a desembolsar pela cedência de crédito pelas instituições financeiras (Bank, 2021), permitindo assim, aferir o modo como as instituições financeiras valorizam o Goodwill, e qual o impacto em termos de taxa de juro. Lim et al. (2019) referem que os ativos intangíveis, pelo facto de terem maior risco, podem conduzir a custos de dívida mais elevados relativamente aos tangíveis, dada a maior facilidade de venda dos tangíveis, relativamente aos ativos intangíveis, que apresentam maior dificuldade em serem alienados.

Em relação à estrutura da dívida, pretende-se perceber qual o impacto do Goodwill, naquela variável, sendo o seu proxy o peso da dívida de longo prazo, expressa pelo rácio entre o valor da dívida de longo prazo e a dívida total. Lim et al. (2019) concluíram que tendencialmente os ativos tangíveis conduzem a valores mais elevados da dívida, porém os intangíveis conduzem a um maior aumento da dívida de longo prazo relativamente aos tangíveis.

Para enriquecer o estudo, selecionamos outras variáveis de controlo, que consideramos pertinentes tais como: idade, o volume de negócios, a liquidez geral, a taxa de crescimento de ativos intangíveis e o rácio entre ativos intangíveis e ativos tangíveis.

A idade foi selecionada na presente investigação pois, pretende-se avaliar a influência da mesma na rentabilidade das empresas, no custo da dívida e no peso da dívida de longo prazo. Considera-se relevante verificar se as empresas com mais tempo de presença no mercado influenciam os resultados obtidos, atendendo ao facto de esta variável estar associada à reputação adquirida pela empresa. Por exemplo, Khafid e Nurlaili (2017) concluíram que a idade influencia positivamente o ROA.

O volume de negócios, de uma forma sucinta, expressa o valor dos rendimentos gerados pelas vendas e prestações de serviços tendo em conta a atividade da empresa. Tresnawati et al. (2021) referem que um aumento do volume de negócios conduz a um aumento do ROA. Em relação à taxa de juro, Xie et al. (2020) concluem que o volume de negócios leva a uma diminuição da taxa de juro.

A liquidez geral é um indicador utilizado para aferir a capacidade da empresa em cumprir com as suas obrigações de curto prazo. Os diferentes stakeholders têm interesses distintos na situação de liquidez da empresa, como por exemplo os fornecedores terão isso em consideração antes de vender mercadorias a crédito, enquanto os funcionários para avaliar se a empresa vai cumprir com as suas obrigações (Munther et al., 2015). Esta variável assume relevância, pela importância que assume na rentabilidade e, nas decisões dos credores. O estudo de Munther et al. (2015) refere que a liquidez influencia positivamente o ROA.

Em relação à taxa de crescimento dos intangíveis permite-nos avaliar o modo como esta influência as variáveis dependentes em estudo. Villalonga (2004) conclui que as

empresas com maior volume de intangíveis revelam ganhos mais persistentes, resultando numa melhoria do desempenho. Por sua vez Lim et al. (2019) refere que o aumento dos intangíveis aumentará a dívida de longo prazo.

Por último, o rácio entre ativos intangíveis e tangíveis, que denota a estrutura e composição dos ativos, influencia as diferentes grandezas que queremos avaliar. Zhang (2017) fornece evidências de que os índices de intangíveis exercem um efeito positivo e significativo na rendibilidade

A Tabela 1 apresenta um breve resumo das variáveis utilizadas nesta dissertação, bem como a sua construção:

Tabela 1 - Descrição das Variáveis

Variável	Sigla	Tipo de Variável: - Dep/ Indep	Unid. Medida	Expressão	Descrição:
Rentabilidade Operacional do Ativo	ROA	Dependente	%	Resultado Operacional / Ativo	Mede a Performance/Rendibilidade da empresa
Taxa de Juro	TxJuro	Dependente	%	Juros / (Financiamento Corrente + Financiamento Não Corrente)	Custo da dívida
Peso da Dívida de Longo Prazo	PesoDívidaLP	Dependente	%	(Financiamento Não Corrente) / (Financiamento Corrente + Financiamento Não Corrente)	Valor da Dívida de longo prazo em relação a dívida total
Goodwill	GOODWILL	Independente	M€	-	Capacidade de gerar benefícios económicos futuros (mede a diferença entre o valor de aquisição e o justo valor dos ativos, passivos e passivos contingentes, NCRF,14)
Idade	IDADE	Independente	Anos	-	Maturidade / Reputação da Empresa
Volume de Negócios	log_VN	Independente	Valor	Logaritmo do volume de negócios	Desempenho da Empresa
Liquidez Geral	LiqG	Independente	%	Ativo Corrente / Passivo Corrente	Capacidade de cumprir com as obrigações
Taxa de Crescimento Ativos Intangíveis	TxCresAI	Independente	%	$(AI_n - AI_{n-1}) / AI_{n-1}$	Crescimento dos incorpóreos
% de Ativos Intangíveis sobre Ativos Fixos Tangíveis	log_AIAFT	Independente	%	Logaritmo de Ativos Intangíveis/Ativos Fixos Tangíveis	Crescimento dos Intangíveis perante os AFT

Tanto quanto julgamos saber, a nossa investigação é única, uma vez que não existem estudos realizados, com as mesmas variáveis e com a mesma explicação simultânea de 3 variáveis dependentes: o ROA, a estrutura da dívida e o custo de financiamento. Porém, para a seleção das variáveis consideramos alguns estudos, como foi referido anteriormente, tendo em conta o objetivo de cada um e as variáveis utilizadas pelos

diferentes autores. Um número significativo de estudos envolvendo esta temática, avalia o efeito dos ativos intangíveis, enquanto o nosso se diferencia, por avaliar apenas um deles, o Goodwill.

2.3. Metodologia

Os dados foram analisados com recurso ao STATA (*Statistic Data Analysis*) através de uma regressão linear múltipla de dados em painel estático, permitindo identificar problemas associados à correção da heterocedasticidade, multicolinearidade e autocorrelação dos erros, que porventura ocorram nos modelos.

Os dados em painel proporcionam um maior volume de informação, maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, um maior número de graus de liberdade e, uma maior eficiência na estimação (Wooldridge, 2003).

Na estimação com dados em painel, destacam-se dois modelos: o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios. No modelo de efeitos fixos os coeficientes variam de indivíduo para indivíduo ao longo do tempo, ainda que permaneçam como constantes fixas, logo, não aleatórias, enquanto, nos modelos de efeitos aleatórios pressupõe que o comportamento específico dos indivíduos e períodos são aleatórios. Para verificar qual dos modelos melhor se adequa à nossa amostra recorreremos ao teste de Hausman (Hausman, 1978).

Em relação aos pressupostos inerentes, para detetar a existência ou não de multicolinearidade na análise da regressão, utilizamos o teste do fator de inflação de variância (VIF), para avaliar a relação existente entre várias variáveis independentes. Na presença de multicolinearidade aumentam-se os erros padrão dos coeficientes, o que significa que, os coeficientes para algumas variáveis independentes podem não ser significativamente diferentes de zero. A multicolinearidade torna algumas variáveis estatisticamente insignificantes quando deveriam ser significativas. Outro pressuposto do modelo é que os erros devem ter a mesma variância, ou seja, homocedasticidade, para isso recorreremos ao teste de WALD. A homocedasticidade não se verifica sempre que a variância dos fatores não observáveis muda ao longo de diferentes segmentos da população. Para corrigir o problema da heterocedasticidade utiliza-se um estimador robusto, sendo válido para amostras grandes, independentemente de a variância do erro ser ou não constante. A presença de heterocedasticidade, conduz a estimativas de parâmetros consistentes, mas incoerentes da matriz de covariância, assim sendo os

testes de hipóteses tidos em consideração com esta característica não são totalmente viáveis (White, 1980).

Por fim, realizou-se o teste de Wooldridge para detetar a autocorrelação entre os resíduos da regressão com dados em painel (Wooldridge, 2003). Na presença de autocorrelação dos erros, os estimadores continuam consistentes, mas deixam de ser eficientes. Os estimadores das variâncias são enviesados, ou seja, pode levar a rejeitarmos a hipótese nula, sem ser a verdade. Seremos levados a superestimar o valor de R^2 e ainda os testes t e F não poderem ser utilizados (Bortolon, 2016).

Para analisar a significância das variáveis ao longo de toda a análise adotamos o p-value até 10% ($\alpha=0,1$).

O modelo de regressão de dados em painel apresenta a seguinte especificação genérica:

$$Y_{it} = \beta_i + \beta_1 GW_{it} + \beta_2 Idade_{2it} + \beta_3 \log_VN_{3it} + \beta_4 LiqG_{4it} + \beta_5 TxCresAI_{5it} + \beta_6 \log_AIAFT_{6it} + \varepsilon_{it}$$

onde Y representa umas das variáveis dependentes, ROA ou taxa de Juro ou peso da dívida de longo prazo e ε_{it} expressa o termo de erro.

Na nossa investigação vão ser realizadas três regressões por país: i) a primeira averigua a influência do Goodwill (GW) , da idade (Idade), do volume de negócios (log_VN) , da liquidez Geral (LiqG) , da taxa de crescimento dos ativos intangíveis (TxCresAI) e do rácio entre os Ativos Intangíveis e Ativos Tangíveis (log_AIAFT) na rendibilidade operacional do ativo (ROA), de seguida, ii) a influência das mesmas variáveis independentes na taxa de juro e, por fim, iii) a referida influência no peso da dívida de longo prazo.

2.4- Apresentação e Discussão dos Resultados

Esta secção dá conta dos resultados obtidos para cada uma das estimações. Os valores foram obtidos com recurso ao software STATA (Versão 17), tendo em conta as regras e especificações definidas para cada análise. Num primeiro momento estimaram-se os resultados para as empresas portuguesas, tendo presente as variáveis dependentes: o ROA, a taxa de juro e o peso da dívida de longo prazo na dívida remunerada total e, de seguida, adotou-se o mesmo procedimento para as empresas espanholas.

2.4.1 – Resultados para Portugal

Este ponto dá conta da análise estatística, tendo em conta a amostra de empresas portuguesas, pretendendo-se avaliar a influência das diferentes variáveis independentes nas variáveis dependentes que fazem parte da nossa investigação.

2.4.1.1. – Estatística Descritiva

A Tabela 2 dá conta da estatística descritiva das variáveis dependentes e a Tabela 3 das variáveis independentes. Realizam-se testes estatísticos descritivos para aferir as características (média, número de observações, máximo, mínimo, amplitude, desvio padrão e percentil 95) das variáveis.

Tabela 2 - Estatística Descritiva Portugal Variáveis Dependentes

Estatísticas	ROA (%)	log_txjuro (%)	PesoDívidaLP (%)
Média	1.554	.896	57.349
Nº de Observações (ano empresa)	52 930	34 033	38 460
Max	5 768.527	4.605	100
Min	-48 518.62	-16.479	0
Amplitude	54 287.14	21.084	100
Desvio Padrão	231.433	1.687	40.517
Percentil 95	23.172	2.708	100

A média é determinada dividindo o total da variável em questão pelo número de observações. A rentabilidade operacional do ativo média no período em análise (2009-

2019) situa-se nos 1,554%, sugerindo uma baixa rentabilidade e, uma grande dispersão. A variável taxa de juro tem um valor médio de 4,42% (na Tabela 2 a variável está logaritmicada). Relativamente ao peso da dívida de longo prazo, obtém-se uma média de 57%, o que revela que a dívida de longo prazo é superior à de curto prazo para um número significativo de empresas em estudo.

Tabela 3 - Estatística Descritiva Portugal Variáveis Independentes

Estatísticas	GOODWILL (M€)	IDADE (Anos)	log_VN (Valor)	LiqG (%)	TxCresAI (%)	log_AIAFT (%)
Média	1 907.51	18.633	6.993	3.604	197 734.7	2.363
Nº de Observações	48 786	53 589	48 881	48 658	22 274	22 043
Max	4 723 921	119	16.201	100	1.00	19.517
Min	-14.942	0	-5.941	0	-100	-15.507
Amplitude	4 723 936	119	22.142	100	1.00	35.023
Desvio Padrão	39 317.22	16.579	1.983	11.269	1.13	3.416
Percentil 95	3 042.575	50	10.405	10.366	344.939	7.811

Os valores do Goodwill, dão conta de uma média de 1 907,51 milhares de euros, nas 48 786 observações, verificando-se que a amostra não é homogénea, pelo elevado desvio padrão. As empresas em estudo, têm idades compreendidas entre 0 e 119 anos, revelando que, há empresas que iniciaram recentemente a sua atividade e outras que já operam há muitos anos, constituindo um indicador de reputação criada no mercado. O volume de negócios (na tabela 3 a variável está logaritmicada) por sua vez possui uma média de 12 304,71 M€ e um desvio padrão de 160 675,60 M€. A liquidez geral tem uma média de 3,6%. Em relação à taxa de crescimento dos ativos intangíveis as observações possuem valores muito díspares. No rácio de AI sobre AFT (na tabela 3 a variável está logaritmicada) verifica-se que 95% das observações estão abaixo 907,7%.

2.4.1.2. - Influência das variáveis no ROA

Para avaliar a influência do Goodwill na rentabilidade operacional do ativo no mercado português efetuou-se uma regressão linear para avaliar a influência das diferentes

variáveis no ROA. Os resultados da regressão com efeitos fixos, estão expressos na tabela 4, os resultados da regressão com efeitos aleatórios na tabela 5.

Tabela 4 - Regressão de Efeitos Fixos

<i>ROA</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>T</i>	<i>P>t</i>	<i>[95% conf. interval]</i>	
<i>GOODWILL</i>	7.88	3.37	2.34	0.019	1.27	.0000145
<i>IDADE</i>	.287	.0391	7.35	0.000	.2102	.363
<i>log_VN</i>	4.038	.209	19.32	0.000	3.628	4.448
<i>LiqG</i>	.0711	.0261	2.74	0.006	.0202	.1220
<i>TxCresAI</i>	-6.58	7.98	-0.08	0.934	-1.63	1.50e
<i>log_AIAFT</i>	.154	.0637	2.41	0.016	.0287	.278
<i>_cons</i>	-33.386	1.638	-20.38	0.000	-36.597	-30.175

Tabela 5 - Regressão de Efeitos Aleatórios

<i>ROA</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>Z</i>	<i>P>z</i>	<i>[95% conf. interval]</i>	
<i>GOODWILL</i>	3.98	3.11	1.28	0.200	-2.11	.0000101
<i>IDADE</i>	.0311	.019	1.65	0.099	-.0058253	.068
<i>log_VN</i>	2.764	.144	19.25	0.000	2.48	3.046
<i>LiqG</i>	.103	.024	4.32	0.000	.0564	.150
<i>TxCresAI</i>	-9.43	7.90	-0.12	0.905	-1.64	1.45
<i>log_AIAFT</i>	.193	.0558	3.47	0.001	.0841	.303
<i>_cons</i>	-17.613	1.118	-15.76	0.000	-19.804	-15.423

Realizou-se o teste de Hausman, tabela 6, para selecionar qual o modelo que melhor se adequa à amostra em estudo, efeitos fixos ou aleatórios, revelando a proximidade a zero para as diferenças entre pares de coeficientes.

Tabela 6- Teste de Hausman

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(4) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 167.54 \\ \text{Prob} > \text{chi2} &= 0.0000 \end{aligned}$$

Como $p=0.0000$ rejeita-se a hipótese nula de que, não há diferenças entre os coeficientes, levantando-se assim a desconfiança sobre a validade do modelo de efeitos aleatórios, ou seja, no modelo de efeitos aleatórios, o pressuposto de correlação nula entre os erros não é satisfeito, como tal, o modelo mais adequado é o modelo de efeitos fixos. O modelo de efeitos fixos consiste em modelos cujos coeficientes podem variar de indivíduo para indivíduo ou ao longo do tempo, ainda que permaneçam como fixos.

Antes de realizar a análise dos impactos das diferentes variáveis independentes na variável ROA, há que verificar se um conjunto de pressupostos são cumpridos, nomeadamente: os termos devem ser independentes das variáveis explicativas, não correlacionadas e homoscedásticos.

Tabela 7 – Teste do Fator de Inflação de Variância

Variável	VIF	1/VIF
log_VN	3.04	0.329
IDADE	2.67	0.375
log_AIAFT	1.30	0.770
LiqG	1.13	0.888
GOODWILL	1.01	0.989
TxCresAI	1.00	0.999
Média VIF	1.69	

O teste do fator de inflação de variância (VIF), que analisa a multicolinearidade na regressão, refere que se duas ou mais variáveis forem correlacionadas entre si, origina problemas na interpretação do modelo. Constatamos através da tabela 7, que não persistem problemas aparentes de correlação entre as variáveis.

Tabela 8 - Teste de Wald

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

$H_0: \sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (3482) = 6.2e+38
Prob>chi2 = 0.0000

Outro pressuposto é o da homocedasticidade, os erros devem ter variância comum, para tal recorre-se ao teste de WALD. Analisando o resultado obtido, tabela 8, o pressuposto não se verifica, logo conclui-se que, as variâncias não são homogêneas, ou ainda, que existe heterocedasticidade.

Tabela 9 - Teste de Wooldridge

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
 H0: no first-order autocorrelation
 F(1, 2517) = 56.170
 Prob > F = 0.0000

Por último, realiza-se o teste de Wooldridge, tabela 9, para aferir a autocorrelação entre os resíduos da regressão com dados em painel, verificando-se que a hipótese nula é rejeitada, significando que há evidência de autocorrelação, não se cumprido este pressuposto.

Para corrigir alguns dos problemas identificados na estimação do modelo, elaboram-se duas análises, a primeira para corrigir a heterocedasticidade do modelo, com recurso a um estimador robusto que confere robustez às variâncias e erros padrões, tornado o modelo homocedástico (Huber,1967 e White, 1980, 1982); a segunda com recurso ao estimador de Driscoll e Kraay, que permite corrigir a autocorrelação e heterocedasticidade (Driscoll e Kraay, 1998).

Tabela 10 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade

ROA	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	7.88	4.83	16.30	0.000	6.93	8.83
IDADE	.287	.053	5.44	0.000	.183	.390
log_VN	4.038	.381	10.59	0.000	3.290	4.786
LiqG	.071	.0289	2.46	0.014	.015	.128
TxCresAI	-6.58	4.25	-0.15	0.877	-8.99	7.68
log_AIAFT	.154	.077	2.00	0.045	.003	.304
_cons	-33.386	2.861	-11.67	0.000	-38.995	-27.776

Tabela 11 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade

ROA	Coeficiente	Erro Padrão Drisc/Kraay	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	7.88	3.61	2.18	0.057	-2.93	.0000161
IDADE	.287	.079	3.63	0.006	.108	.465
log_VN	4.038	.342	11.80	0.000	3.263	4.812
LiqG	.071	.013	5.59	0.000	.042	.0998
TxCresAI	-6.58	1.20	-0.55	0.597	-3.37	2.06
log_AIAFT	.154	.024	6.51	0.000	.100	.207
_cons	-33.386	2.872	-11.62	0.000	-39.883	-26.889

Os resultados obtidos para as duas estimações são consistentes, Tabela 10 e 11, revelando que as variáveis têm uma influência homogênea.

Os resultados obtidos sugerem que o Goodwill, a idade, o volume de negócios, a liquidez geral e o rácio entre os ativos intangíveis e ativos fixos tangíveis influenciam positivamente a rentabilidade do ativo.

Relativamente ao Goodwill constata-se que afeta positivamente a rentabilidade operacional do ativo, isto é, quanto maior for o Goodwill maior o ROA. O Goodwill constitui um indutor que pode potenciar a obtenção de lucros futuros, justificando a sua relação com a rentabilidade da empresa. Num estudo realizado na Nigéria, para avaliar o efeito dos intangíveis nas Instituições Financeiras, conclui-se que o Goodwill tem uma influência significativa e positiva no ROA (Felix et al., 2020). Gamayuni (2015) refere que os ativos intangíveis, nomeadamente o Goodwill, são cruciais para rentabilidade empresarial, na medida em que, são recursos importantes para a criação de valor e para a melhoria do desempenho. O nosso resultado está em linha com o que Tahat et al. (2018) estes preconizam que o Goodwill tem um efeito positivo no desempenho atual e futuro da empresa. Zhang (2013) refere que as empresas com Goodwill gerado internamente apresentam rácios de rentabilidade superiores. Kaymaz et al. (2019) destacam a importância do Goodwill na melhoria do desempenho e sustentabilidade dos ganhos, referindo um impacto muito forte dos intangíveis no desempenho das empresas.

Porém, outros autores consideram que o Goodwill não contribui para o aumento da rentabilidade, afirmando que o Goodwill origina um decréscimo no desempenho. Lapointe-Antunes et al. (2009) referem que o Goodwill contribui para a diminuição do desempenho, porque a perda por imparidade do Goodwill pode ser vista pelos investidores como um decréscimo do Goodwill, condicionando o valor de mercado da empresa. Han e Tang (2020) referem que tal pode ocorrer devido à prevenção da imparidade, concordando com autores anteriores que possuíam a mesma interpretação (Li e Sloan, 2017; Filip et al., 2015). Qureshi e Siddiqui (2021) constataam que os ativos incorpóreos têm um impacto negativo sobre o ROA. Por outro lado, Mohanlingam et al. (2021) referem que os ativos intangíveis não têm qualquer relação significativa com o ROA.

De acordo com os nossos resultados concluímos que para as empresas portuguesas e para as instituições de crédito, o Goodwill surge como uma capacidade extraordinária de as empresas aumentarem a rentabilidade futura.

A idade é outra das variáveis que condiciona positivamente o ROA, justificado pelo facto de as empresas com maior presença no mercado, revelarem maior credibilidade, estabelecendo uma relação direta com o desempenho, tal como concluí Khafid e Nurlaili (2017).

O volume de negócios também influencia positivamente a rentabilidade das empresas, isto é, se as vendas das empresas crescerem, os resultados esperados serão mais favoráveis, o que conduz a uma maior rentabilidade, de acordo com Tresnawati et al. (2021).

A liquidez geral afeta significativamente o ROA e, de forma positiva. Se a empresa possui uma boa aptidão para satisfazer as suas dívidas, consegue ter melhores níveis de rentabilidade, a nossa investigação corrobora os resultados de Munther et al. (2015).

Por último, a percentagem entre ativos intangíveis e ativos fixos tangíveis afeta positivamente o desempenho, consistente com a ideia apresentada por Brown e Kimbrough (2011) que defendem a existência de uma associação positiva entre os resultados de uma empresa e o volume de ativos intangíveis. A intensidade de stock de investimento em ativos intangíveis, nomeadamente marcas, patentes, ideias, direitos

de autor, e outros ativos intangíveis, alavancam o crescimento operacional da empresa. Zhang (2017) conclui que os rácios de ativos intangíveis têm um efeito positivo e significativo no desempenho financeiro das empresas, medindo o mesmo através do ROA.

2.4.1.3.- Influência das variáveis na Taxa de Juro

O recurso  regressão linear múltipla com dados em painel, leva a que se testem qual das estimates: efeitos fixos ou aleatórios, melhor se adequa à amostra, quando se pretende avaliar o efeito de um conjunto de indutores na taxa de juro.

Tabela 12 - Regressão de Efeitos Fixos

log_txjuro	Coefficiente	Erro Padrão	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	-7.04	2.71	-2.60	0.009	-1.23	-1.73
IDADE	-.069	.0037	-18.88	0.000	-.0759	-.0616
log_VN	.113	.0202	5.58	0.000	.0730	.153
LiqG	-.019	.0042	-4.53	0.000	-.0272	-.0108
TxCresAI	7.16	6.52	1.10	0.272	-5.61	1.99
log_AIAFT	-.007	.006	-1.17	0.243	-.0184	.005
_cons	1.711	.1631	10.49	0.000	1.40	2.031

Tabela 13 - Regressão de Efeitos Aleatórios

log_txjuro	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P>z	[95% conf. interval]	
GOODWILL	-5.30	2.46	-2.15	0.032	-1.01	-4.70
IDADE	-.0091	.0016	-6.06	0.000	-.0121	-.007
log_VN	.118	.013	9.41	0.000	.093	.142
LiqG	-.020	.004	-5.51	0.000	-.027	-.013
TxCresAI	7.37	6.51	1.13	0.258	-5.39	2.01
log_AIAFT	-.0128795	.0049409	-2.61	0.009	-.0225635	-.003
_cons	.239	.098	2.44	0.015	.047	.431

Para aferir qual o modelo que melhor se adequa à amostra recorre-se ao teste de Hausman, tabela 14, com o objetivo de avaliar se a correlação entre os termos do erro e a variável independente é nula ou se é alternativa.

Tabela 14 - Teste de Hausman

```
Test of H0: Difference in coefficients not systematic

chi2(4) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
         = 343.32
Prob > chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)
```

Verifica-se que, a $Prob > Chi2$ é sensivelmente zero, tendo em conta o nível de significância adotado ($\alpha = 0,1\%$), rejeita-se a hipótese nula, ou seja, a estimação com recurso aos Efeitos Fixos revela-se a mais adequados.

Posteriormente, pretende-se avaliar se um conjunto de pressupostos são cumpridos, nomeadamente: os termos devem ser independentes das variáveis explicativas, não correlacionadas e homocedásticos.

Com este propósito realizamos três testes: o VIF, teste de Wald e o teste de Wooldridge, como se verifica nas tabelas abaixo.

Tabela 15 - Teste do VIF

Variável	VIF	1/VIF
log_VN	3.21	0.312
IDADE	2.76	0.363
log_AIAFT	1.24	0.807
LiqG	1.18	0.850
GOODWILL	1.01	0.987
TxCresAI	1.00	0.999
Média VIF	1.73	

De acordo com os testes apresentados, verifica-se que não existem problemas evidentes de correlação entre as variáveis, tabela 15, cumprindo assim o primeiro pressuposto, porém é visível a existência de heterocedasticidade e autocorrelação entre os resíduos, tabela 16 e 17 respetivamente.

Tabela 16 - Teste de Wald

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (2975) = 1.6e+36
Prob>chi2 = 0.0000

Tabela 17 - Teste de Wooldridge

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 1934) = 118.104

Prob > F = 0.0000

Para contornar o problema existente do não cumprimento de dois pressupostos, heterocedasticidade e autocorrelação, utilizamos testes alternativos, que nos permitem obter resultados fidedignos, tendo em conta as adversidades apresentadas.

Os resultados da estimação dos modelos encontram-se a baixo, o primeiro tem em conta o estimador robusto, tabela 18, que torna o modelo homocedastico, o segundo utiliza o estimador de Driscoll e Kraay, tabela 19, que permite retificar a autocorrelação e heterocedasticidade.

Tabela 18 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade

log_txjuro	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	-7.04	5.37	-13.10	0.000	-8.09	-5.99
IDADE	-0.069	.005	-12.94	0.000	-0.0791	-0.059
log_VN	.113	.039	2.86	0.004	.035	.190
LiqG	-0.019	.007	-2.76	0.006	-0.032	-0.006
TxCresAI	7.16	4.36	1.64	0.101	-1.39	1.57
log_AIAFT	-0.007	.007	-1.00	0.316	-0.020	.007
_cons	1.711	.304	5.62	0.000	1.114	2.307

Tabela 19 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade

log_txjuro	Coeficiente	Erro Padrão Drisc/Kraay	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	-7.04	1.11	-6.33	0.000	-9.55	-4.52
IDADE	-.069	.013	-5.34	0.000	-.098	-.040
log_VN	.113	.026	4.31	0.002	.053	.172
LiqG	-.019	.006	-3.17	0.011	-.032	-.005
TxCresAI	7.16	3.44	2.08	0.067	-6.16	1.49
log_AIAFT	-.007	.008	-0.90	0.390	-.024	.0103
_cons	1.711	.335	5.11	0.001	.953	2.468

Nas duas estimações apresentados constatamos que as variáveis, Goodwill, idade, volume de negócios e liquidez geral têm influência significativa na taxa de juro, verifica-se apenas uma ligeira diferença nas conclusões apresentadas pelas regressões. Na regressão com o estimador de Drisc/Kraay a taxa de crescimento dos ativos intangíveis influencia a taxa de juro, enquanto com o estimador dos erros padrões robustos, deixou de exercer uma influência significativa.

Constatamos que o Goodwill, estabelece uma relação inversa com a taxa de juro, sugerindo que, um aumento no Goodwill, leva a uma diminuição na taxa de juro. O grau de endividamento das empresas tem aumentado de forma significativa nos últimos anos e, com a crescente influência dos credores nas decisões empresariais, o Goodwill constitui-se como uma fonte de informação que exerce uma influência significativa na tomada de decisões dos credores (Xie et al., 2020). Estes autores concluíram que um valor elevado do Goodwill, diminui a qualidade dos ativos da empresa e a credibilidade junto das instituições de crédito, condicionando a capacidade de financiamento e aumentando o custo da dívida. Os resultados deste artigo contrariam a nossa constatação, uma vez que concluímos que o Goodwill diminui o custo de financiamento das empresas, ou seja, diminui a taxa de juro. O Goodwill é um ativo de valor, porém é considerado menos valioso relativamente aos outros ativos presentes no balanço, isto porque o Goodwill reflete muita sinergia futura e pagamento excessivo na aquisição,

como tal o mercado reconhece isso e valoriza o ativo em conformidade (Hewen e Stephen R. Moehrle, 2016).

Os ativos intangíveis apresentam maior risco e são mais difíceis de valorizar relativamente aos ativos tangíveis. Por conseguinte, os custos de financiamento devem ser relativamente baixos quando os ativos tangíveis se constituem como garantia da dívida das empresas, enquanto os intangíveis possuem custos mais elevados pois os mesmos dificilmente servem de garantia e são inúteis em caso de liquidação da sociedade (Lim et al., 2019).

A idade estabelece uma relação inversa com a taxa de juro, o que significa que, quanto mais antiga for a empresa, menor será a taxa de juro. Os dados sugerem que na medida que a empresa melhora a sua reputação, angaria uma maior confiança, melhorando, assim, as condições de financiamento. Contudo, não foi possível identificar estudos que avaliassem esta relação.

A variável volume de negócios e a taxa de crescimento dos ativos intangíveis, por sua vez, exercem um efeito negativo na taxa de juro, ou seja, aumentos nestas variáveis conduzem a um aumento do custo da dívida. Xie et al. (2020) também concluem que um aumento do volume de negócios conduz a uma diminuição da taxa de juro. Em relação à taxa de crescimento dos intangíveis, os resultados estão em linha com Gamayuni (2015) e Lim et al. (2019) quando referem que um aumento dos intangíveis leva a um aumento do custo da dívida, pelo facto de apresentarem um elevado risco.

Por último, a liquidez geral, diminui o custo de financiamento da dívida, o que significa que quanto mais elevado for este indicador, maior será a capacidade da empresa em cumprir as suas obrigações. As instituições de crédito consideram que as empresas têm capacidade de responder aos seus compromissos, e assim conseguem condições de financiamento mais vantajosas, não tendo sido possível identificar nenhum autor que tenha avaliado esta relação.

2.4.1.4. - Influência das variáveis na dívida de longo prazo

Com recurso à regressão linear múltipla em dados em painel, avalia-se o efeito de um conjunto de variáveis, no peso da dívida de longo prazo.

Começaremos por realizar duas regressões, uma de efeitos fixos, tabela 20, e uma de efeitos variáveis, tabela 21, verificando qual a melhor. Em seguida testaremos os pressupostos inerentes e de acordo com as respetivas constatações, realizaremos as regressões que considerarmos pertinentes.

Tabela 20 - Regressão de Efeitos Fixos

PesoDívdalP	Coefficiente	Erro Padrão	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	2.240	.722	3.10	0.002	.825	3.657
IDADE	.210	.141	1.49	0.135	-.066	.486
log_VN	-.386	.802	-0.48	0.630	-1.96	1.185
LiqG	2.618	.211	12.42	0.000	2.204	3.031
TxCresAI	1.09	1.74	0.63	0.530	-2.32	4.50
log_AIAFT	-.003	.213	-0.01	0.988	-.421	.415
_cons	37.747	7.852	4.81	0.000	22.353	53.141

Tabela 21 - Regressão de Efeitos Aleatórios

PesoDívdalP	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P>z	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	1.290	.317	4.07	0.000	.669	1.911
IDADE	.0193	.041	0.48	0.634	-.060	.0989
log_VN	-1.157	.409	-2.83	0.005	-1.958	-.356
LiqG	1.946	.156	12.44	0.000	1.640	2.253
TxCresAI	1.36	1.61	0.08	0.933	-3.02	3.29
log_AIAFT	-.241	.164	-1.47	0.142	-.563	.080
_cons	54.059	3.037	17.80	0.000	48.107	60.011

Com recurso ao teste de Hausman, de acordo com a tabela 22, conclui-se que a estimação com efeitos fixos se revela a melhor opção rejeitando a hipótese nula, da não existência de diferenças entre os coeficientes.

Tabela 22 - Teste de Hausman

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(5) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 33.54 \\ \text{Prob} > \text{chi2} &= 0.0000 \end{aligned}$$

De seguida, verificamos se os pressupostos subjacentes ao modelo são cumpridos. Para tal, os termos devem ser independentes das variáveis explicativas, não correlacionadas e homocedásticos.

Tabela 23 – Teste do VIF

Variável	VIF	1/VIF
log_VN	10.53	0.095
log_GOODWILL	7.68	0.130
IDADE	2.78	0.359
LiqG	1.27	0.787
log_AIAFT	1.15	0.872
TxCresAI	1.00	0.997
Média VIF	4.07	

Através do VIF, Tabela 23, constatamos que o pressuposto da correlação das variáveis é satisfeito, embora no limite. Através do teste do Wald, tabela 24, verificamos que não é satisfeito o pressuposto de os erros terem variância comum, existindo assim heterocedasticidade no modelo.

Tabela 24 - Teste de Wald

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

$$\begin{aligned} \text{chi2} (1928) &= 2.2e+37 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0.0000 \end{aligned}$$

De seguida, realizou-se o teste de Wooldridge, tabela 25, para detetar a autocorrelação entre os resíduos da regressão com dados em painel, detetando-se a evidência de autocorrelação, não se cumprindo este pressuposto.

Tabela 25 - Teste de Wooldridge

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F(1, 948) = 94.693
Prob > F = 0.0000

Para corrigir o problema da heterocedasticidade, utiliza-se um estimador robusto, tornando o modelo homocedástico. Logo de seguida com recurso ao estimador de Driscoll e Kraay, corrige-se o problema da autocorrelação e heterocedasticidade.

Tabela 26 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade

PesoDívdalP	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	2.241	.744	3.01	0.003	.782	3.700
IDADE	.210	.218	0.96	0.336	-.218	.638
log_VN	-.386	1.042	-0.37	0.711	-2.430	1.658
LiqG	2.618	1.073	2.44	0.015	.514	4.721
TxCresAI	1.09	1.16	0.95	0.344	-1.17	3.36
log_AIAFT	-.003	.267	-0.01	0.991	-.527	.521
_cons	37.747	9.582	3.94	0.000	18.954	56.540

Tabela 27 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade

PesoDívdalP	Coeficiente	Erro Padrão Drisc/Kraay	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	2.241	.366	6.12	0.000	1.413	3.069
IDADE	.210	.122	1.72	0.120	-.067	.487
log_VN	-.386	.927	-0.42	0.686	-2.483	1.710
LiqG	2.618	.798	3.28	0.010	.812	4.423
TxCresAI	1.09	1.22	0.90	0.393	-1.67	3.85
log_AIAFT	-.003	.209	-0.01	0.988	-.476	.469
_cons	37.747	5.718	6.60	0.000	24.811	50.682

Nas tabelas 26 e 27, avalia-se o efeito do Goodwill, Idade, Volume de Negócios, Liquidez Geral, Taxa de Crescimento dos Ativos Intangíveis e o valor de Ativos Intangíveis sobre os Ativos Fixos Tangíveis, no peso da dívida de longo prazo.

Constatamos que apenas duas variáveis exercem influência significativa na estrutura da dívida, a saber: o Goodwill e a liquidez geral. O Goodwill estabelece uma relação direta com a estrutura da dívida. A justificação pode ser encontrada no facto de para a concentração de atividades empresariais, que originou o Goodwill, ter sido efetuada com recurso a crédito bancário de médio e longo prazo. Mohanlingam et al. (2021) referem que, muitas empresas financiam os seus ativos intangíveis através da dívida em vez de capitais próprios. O nosso estudo não valida as conclusões de Gamayuni (2015) quando afirma que quanto maior o valor do investimento em ativos incorpóreos, menor é o recurso à dívida. Qureshi e Siddiqui (2021) concluem que os intangíveis têm um impacto insignificante nos rácios da dívida. Já Lim et al. (2019) referem, que em regra geral empresas com um maior número de ativos tangíveis possuem mais dívidas, pelo facto de em muitas circunstâncias serem utilizados como garantia, porém em relação a dívida de longo prazo concluem que os intangíveis a aumentam de forma mais significativa do que os tangíveis.

A liquidez geral por sua vez também contribui para um aumento da dívida de longo prazo, ao fornecer uma segurança adicional para a concessão de crédito, na medida em que um aumento nesta variável revela uma maior capacidade da empresa em cumprir com as suas obrigações, porém não se identificaram autores que avaliassem esta relação.

2.4.2 Resultados para Espanha

De seguida, tendo em conta os dados recolhidos para as empresas espanholas, serão realizados testes de inferência estatística para averiguar o impacto das diferentes variáveis independentes no ROA, taxa de juro e estrutura da dívida.

2.4.2.1. - Estatística Descritiva

Nas tabelas abaixo apresentam a estatística descritiva das variáveis em estudo para o mercado espanhol: a Tabela 28 dedicada às variáveis dependentes e a Tabela 29 às variáveis independentes.

Tabela 28 - Estatística Descritiva Espanha Variáveis Dependentes

Estatísticas	ROA (%)	log_TxJuro (%)	PesoDívidaLP (%)
Média	4.239	-6.587	50.237
Nº de Observações	37 532	25 067	25 671
Max	1 110.616	2.067	100.016
Min	-2 210.371	-15.308	4.28
Amplitude	3 320.987	17.378	100.016
Desvio Padrão	23.658	1.614	29.399
Percentil 95	21.325	-4.014	94.518

A média da rentabilidade operacional dos ativos entre 2009 e 2019 é aproximadamente 4,239%. A variável taxa de juro (na tabela 28 a variável encontra-se logaritmicada) , obteve um valor mínimo de -2,6% e máximo de 7,92%. Em relação ao peso da dívida de longo prazo, obteve-se uma média 50%, o que revela que a dívida de longo prazo tem um valor semelhante à dívida de curto prazo.

Tabela 29 - Estatística Descritiva Espanha Variáveis Independentes

Estatísticas	GOODWILL (M€)	IDADE (Anos)	log_VN (Valor)	LiqG (%)	TxCresAI (%)	log_AIAFT (%)
Média	13 310.83	22.804	9.926	17.592	318 505.1	3.049
N ° de observações	19 998	40 579	37 121	37 535	32 338	33 908
Max	6 988 351	119	17.074	269 419.6	4.47	19.009
Min	-268.791	0	-1.528	.00025	-2.47	-15.098
Amplitude	6 988 620	119	18.602	269 419.6	4.72	34.107
Desvio Padrão	108 548.2	17.452	1.588	1 591.813	3.49	2.969
Percentil 95	43 857	54	12.701	4.611	367.922	7.850

Os valores do Goodwill, apresentam uma média de 13 310,83 milhares de euros, nas 19 998 observações, observa-se ainda através do desvio padrão elevado que a amostra não é homogénea. As idades das empresas em estudo estão compreendidas entre 0 e 119 anos, o que significa que temos empresas em início de atividade e outras com muitos anos. O volume de negócios (a variável encontra-se logaritmizada na tabela 29) tem uma média de 101 719,10 M€, com grande dispersão de valor, obtendo como desvio padrão 591 405. A liquidez geral por sua vez apresenta um valor elevado na amplitude, o que significa que existe uma grande diferença entre o valor máximo desta variável e o seu valor mínimo. A taxa de crescimento dos intangíveis foi avaliada em 32 338 observações, obtendo um valor máximo de 4,47% e um valor mínimo de -2,47€. Em relação ao rácio entre os AI e AFT (a variável encontra-se logaritmizada na tabela 29) verificamos que 95% das observações se encontram abaixo de 2 563,545%.

2.4.2.2. - Influência das variáveis no ROA

A seguir avalia-se a influência do Goodwill na rentabilidade operacional das empresas para o mercado espanhol, elaborando em primeiro lugar uma regressão com efeitos fixos e outra com efeitos aleatórios, para verificar qual a que melhor se adequa à amostra em estudo.

Tabela 30 - Regressão de Efeitos Fixos

ROA	Coefficiente	Erro Padrão	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	.156	.091	1.71	0.088	-.023	.334
IDADE	.161	.021	7.63	0.000	.120	.203
LiqG	.024	.049	0.50	0.614	-.071	.120
TxCresAI	2.56	1.69	0.15	0.880	-3.06	3.57
log_AIAFT	-.149	.090	-1.66	0.096	-.325	.027
_cons	-.015	.823	-0.02	0.986	-1.628	1.598

Tabela 31 - Regressão de Efeitos Aleatórios

ROA	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P>z	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	-.109	.064	-1.69	0.090	-.235	.017
IDADE	.046	.010	4.84	0.000	.027	.0646
LiqG	.085	.033	2.54	0.011	.019	.150
TxCresAI	3.29	1.67	0.20	0.844	-2.94	3.60
log_AIAFT	-.085	.063	-1.35	0.178	-.209	.039
_cons	4.245	.464	9.14	0.000	3.335	5.155

Sempre que se pretende aferir o modelo que melhor se adequa à investigação, realizamos o teste de Hasmaun.

Tabela 32 - Teste de Hausman

```

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

      chi2(4) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              = 47.60
Prob > chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)
    
```

Concluimos que o modelo de efeitos fixos é o melhor para avaliar a influência das diferentes variáveis independentes na performance empresarial.

Após a seleção do modelo, importa avaliar se um conjunto de pressupostos se verificam.

Tabela 33 – Teste do VIF

Variável	VIF	1/VIF
log_GOODWILL	8.13	0.123
log_AIAFT	5.56	0.180
IDADE	2.65	0.378
LiqG	1.38	0.722
TxCresAI	1.00	0.9998
Mean VIF	3.74	

Nas estimações iniciais a variável volume de negócios foi considerada, porém, face à elevada correlação que apresentava, houve necessidade de excluí-la da análise, concluindo-se que o primeiro pressuposto, da correlação foi cumprido.

Tabela 34 - Teste de Wald

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (3538) = 3.9e+41

Prob>chi2 = 0.0000

Tabela 35 - Teste de Wooldridge

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 2392) = 19.763

Prob > F = 0.0000

Verifica-se ainda que, os outros dois pressupostos não são satisfeitos, o modelo é heterocedástico, tabela 34, e com evidência de autocorrelação, tabela 35.

Para tal e, para tornar possível as análises, recorreu-se ao estimador robusto que corrige a heterocedasticidade e ao estimador de Driscoll e Kraay para corrigir a autocorrelação e heterocedasticidade.

Tabela 36 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade

ROA	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	.156	.135	1.15	0.249	-.109	.420
IDADE	.162	.030	5.32	0.000	.102	.221
LiqG	.024	.100	0.25	0.806	-.171	.221
TxCresAI	2.56	1.11	2.30	0.022	3.75	4.74
log_AIAFT	-.149	.139	-1.07	0.284	-.423	.124
_cons	-.015	1.102	-0.01	0.989	-2.175	2.146

Tabela 37 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade

ROA	Coefficiente	Erro Padrão Drisc/Kraay	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	.156	.133	1.17	0.270	-.141	.452
IDADE	.162	.066	2.45	0.034	.015	.309
LiqG	.025	.090	0.27	0.790	-.175	.224
TxCresAI	2.56	7.90	0.32	0.753	-1.50	2.02
log_AIAFT	-.149	.052	-2.87	0.017	-.266	-.033
_cons	-.015	2.363	-0.01	0.995	-5.279	5.249

De acordo com as estimações efetuadas, ambas (tabela 36 e tabela 37), denotam que a Idade influencia de forma positiva o desempenho da empresa, na medida em que as empresas a operar há mais tempo no mercado, detêm geralmente um nível de reputação superior e resultados mais sólidos relativamente às empresas em início de atividade (Khafid e Nurlaili,2017).

Relativamente aos resultados obtidos pelo estimador robusto, tabela 36, constatamos que a taxa de crescimento dos ativos intangíveis influencia significativamente e de forma positiva a rendibilidade operacional das empresas. As empresas com valores mais elevados de intangíveis apresentam ganhos mais persistentes, resultando numa melhoria do desempenho (Villalonga, 2004). Zhang (2017) fornece evidências de que o

índice de ativos intangíveis exerce um efeito positivo no ROA., significando que quanto maior for, maior é a sua capacidade para gerar rendimentos. Também Kaymaz et al. (2019) referem que o crescimento dos ativos intangíveis afetam positivamente o desempenho empresarial.

Tendo presente o estimador de Drisc/Kraay o rácio entre os AI/AFT diminui a rentabilidade de acordo com a Tabela 37. A melhor combinação entre os ativos intangíveis e tangíveis é fundamental para se obterem os melhores resultados (Mohanlingam et al., 2021). Concluimos assim, que um aumento dos AI é positivo para o desempenho empresarial, porém não em detrimento dos AFT, pois este último índice diminui a rentabilidade das empresas. No entanto, o Goodwill enquanto ativo intangível, não apresenta qualquer associação com a rentabilidade das empresas espanholas.

2.4.2.3. - Influência das variáveis na Taxa de Juro

Nesta subsecção analisamos o efeito das variáveis independentes na taxa de juro. Em primeiro lugar avalia-se qual dos modelos efeitos fixos ou aleatórios, se revela mais adequado.

Tabela 38 - Regressão de Efeitos Fixos

log_TxJuro	Coeficiente	Erro Padrão	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	-2.33	1.03	-2.25	0.024	-4.36	-3.02
IDADE	.011	.003	3.91	0.000	.005	.016
log_VN	-.363	.027	-13.71	0.000	-.415	-.311
LiqG	.068	.007	9.56	0.000	.053	.081
TxCresAI	-2.63	1.97	-1.34	0.181	-6.49	1.23
log_AIAFT	.064	.011	5.99	0.000	.043	.085
_cons	-3.598	.269	-13.39	0.000	-4.125	-3.071

Tabela 39 - Regressão de Efeitos Aleatórios

log_TxJuro	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P>z	[95% conf. interval]	
GOODWILL	-3.77	9.99	-3.78	0.000	-5.73	-1.81
IDADE	.001	.001	0.76	0.445	-.002	.004
log_VN	-.390	.016	-24.38	0.000	-.421	-.358
LiqG	.078	.007	11.67	0.000	.065	.0914
TxCresAI	-2.30	1.93	-1.19	0.233	-6.08	1.48
log_AIAFT	.056	.008	7.01	0.000	.040	.071
_cons	-2.951	.164	-18.03	0.000	-3.272	-2.631

Para aferir qual o melhor modelo recorre-se ao teste de Hausman que efetua a especificação dos modelos de Efeitos Fixos e de Efeitos Aleatórios. Sempre que o teste rejeitar a hipótese nula, o modelo de Efeitos Fixos revela-se o mais adequado.

Tabela 40 - Teste de Hausman

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(4) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

$$= 43.25$$

Prob > chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)

Como se pode verificar pela Tabela 40, a hipótese nula é rejeitada, o que nos leva a concluir que os efeitos fixos são a melhor opção.

Antes de iniciar as análises torna-se necessário efetuar os testes adequados de acordo com os requisitos necessário para elaborar as regressões. Realiza-se o teste do fator de inflação da variância, o teste de Wald e o teste de Wooldridge.

Tabela 41 – Teste do VIF

Variável	VIF	1/VIF
log_VN	7.60	0.132
IDADE	3.59	0.278
log_AIAFT	3.49	0.286
LiqG	1.92	0.521
GOODWILL	1.04	0.964
TxCresAI	1.00	0.999
Média VIF	3.11	

Da análise a multicolinearidade, tabela 41, conclui-se que as variáveis explicativas do modelo não estão correlacionadas entre si, não identificando problemas aparentes de correlação entre as variáveis.

Para ser cumprido o próximo pressuposto os erros devem ter variância comum, ou seja, homocedasticidade. Com recurso ao teste de Wald, tabela 42, verificamos que tal não ocorre, pelo que o modelo é heterocedastico.

Tabela 42 - Teste de Wald

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (2766) = 7.4e+35
Prob>chi2 = 0.0000
```

Por fim, o teste de Wooldridge, tabela 43, revela que há evidência de autocorrelação, não se cumprindo esta condição.

Tabela 43 - Teste de Wooldridge

```
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F( 1, 1721) = 246.007
Prob > F = 0.0000
```

Para corrigir a heterocedasticidade presente no modelo, recorre-se ao estimador robusto para tornar o modelo homocedástico. Em relação ao estimador de Driscoll e Kraay, permite corrigir dois dos pressupostos: autocorrelação e heterocedasticidade.

Tabela 44 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade

log_TxJuro	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	-2.33	8.99	-2.59	0.010	-4.09	-5.66
IDADE	.011	.006	1.89	0.058	-.001	.0217
log_VN	-.363	.046	-7.86	0.000	-.454	-.273
LiqG	.068	.022	3.09	0.002	.025	.110
TxCresAI	-2.63	1.65	-15.94	0.000	-2.96	-2.31
log_AIAFT	.064	.019	3.38	0.001	.027	.101
_cons	-3.598	.459	-7.84	0.000	-4.498	-2.698

Tabela 45 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade

log_TxJuro	Coefficiente	Erro Padrão Drisc/Kraay	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	-2.33	3.68	-6.33	0.000	-3.15	-1.51
IDADE	.011	.003	3.60	0.005	.004	.017
log_VN	-.363	.029	-12.52	0.000	-.428	-.299
LiqG	.068	.008	8.77	0.000	.050	.085
TxCresAI	-2.63	1.12	-2.36	0.040	-5.12	-1.45
log_AIAFT	.064	.008	7.88	0.000	.046	.082
_cons	-3.598	.315	-11.41	0.000	-4.301	-2.895

De acordo com os resultados obtidos, tabela 44 e 45, podemos concluir que todas as variáveis influenciam de forma significativa a taxa de juro.

O Goodwill, Volume de Negócios e a Taxa de Crescimento dos Ativos Intangíveis têm um impacto negativo na taxa de juro, isto é, aumentos nestas variáveis conduzem a uma redução da taxa de juro. Este fator, diminuição da taxa de juro, é inegavelmente

positivo, nomeadamente quando as empresas necessitam de recorrer ao financiamento.

Os nossos resultados não corroboram as conclusões dos estudos anteriores, quando afirmam que o valor do Goodwill aumenta o custo do financiamento. A título de exemplo, Xie et al. (2020) referem que quanto maior for o valor Goodwill maior será o custo da dívida. Também Lim et al. (2019) concluem que os ativos incorpóreos ao contrário dos corpóreos não servem de garantia à dívida empresarial e não podem ser utilizados em situação de liquidação da empresa, pelo que, os custos da dívida são mais elevados.

Constatamos ainda que, o volume de negócios conduz a uma diminuição da taxa, na medida em que, rendimentos elevados, constituem um fator positivo gerador de um aumento do poder negocial com as entidades credoras, em linha com Xie et al. (2020).

O aumento dos ativos intangíveis, diminui o custo da dívida, contrariando Gamayuni (2015) que identifica um aumento do custo da dívida, proveniente do facto do ativo intangível apresentar maior risco e, conseqüentemente leva a um aumento do custo da dívida.

A Idade e Liquidez Geral são estatisticamente significativas e, estabelecem uma relação direta com a taxa de juro. Em relação à idade, a conclusão é surpreendente, pois a expectativa seria de uma diminuição do custo da dívida, podendo-se concluir que, as entidades credoras espanholas não reconhecem a credibilidade advinda do tempo em que a atividade empresarial era determinante de melhores condições de financiamento. O rácio entre os AI e os AFT também conduz a um aumento do custo da dívida, sugerindo o resultado que as instituições financeiras consideram os outros ativos incorpóreos, que não o Goodwill, de risco e como tal não lhes proporcionam as garantias suficientes, pois os ativos tangíveis e intangíveis identificáveis são os considerados menos arriscados (Lim et al., 2019).

2.4.2.4. - Influência das variáveis na dívida de longo prazo

A última estimação incide sobre o impacto dos diferentes indutores na dívida de longo prazo. Seguindo os procedimentos adotados nas secções anteriores realiza-se uma regressão tendo em conta os efeitos fixos e outra tendo em conta os efeitos aleatórios

Tabela 46 - Regressão de Efeitos Fixos

PesoDívdLP	Coeficiente	Erro Padrão	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	.932	.284	3.28	0.001	.374	1.489
IDADE	-.400	.065	-6.20	0.000	-.527	-.274
LiqG	2.490	.172	14.46	0.000	2.153	2.828
TxCresAI	-4.14	4.92	-0.84	0.400	-1.38	5.50
log_AIAFT	-.684	.302	-2.26	0.024	-1.277	-.091
_cons	52.240	2.541	20.56	0.000	47.257	57.221

Tabela 47 - Regressão de Efeitos Aleatórios

PesoDívdLP	Coeficiente	Erro Padrão	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	1.918	.189	10.14	0.000	1.547	2.289
IDADE	-.0964	.026	-3.65	0.000	-.1482	-.045
LiqG	1.08	.097	11.21	0.000	.893	1.271
TxCresAI	-4.24	4.74	-0.89	0.372	-1.35	5.06
log_AIAFT	-1.469	.200	-7.35	0.000	-1.861	-1.078
_cons	42.035	1.306	32.19	0.000	39.476	44.594

O teste de Hausman, Tabela 48, foi realizado para aferir a aptidão de regressões de efeitos fixos e aleatórios.

Tabela 48 - Teste de Hausman

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(4) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 139.68 \\ \text{Prob} > \text{chi2} &= 0.0000 \end{aligned}$$

Ao longo desta investigação o modelo de efeitos fixos foi recorrentemente selecionado, não sendo aqui exceção.

De seguida e dando continuidade agora aos procedimentos subsequentes, foram testados os pressupostos para a realização da regressão. Elaboram-se os testes VIF, Wald e Wooldridge.

Tabela 49 – Teste do VIF

Variável	VIF	1/VIF
log_GOODWILL	8.29	0.121
log_AIAFT	5.60	0.179
IDADE	2.71	0.369
LiqG	1.32	0.758
TxCresAI	1.00	0.9997
Mean VIF	3.78	

Detetamos problemas de correlação entre as variáveis, tabela 49, e para o corrigir retirou-se a variável volume de negócio da análise, ficando assim o problema resolvido, cumprindo o pressuposto.

Tabela 50 - Teste de Wald

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

$$\begin{aligned} \text{chi2} (2805) &= 2.2e+36 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0.0000 \end{aligned}$$

Tabela 51 - Teste de Wooldridge

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation

$$\begin{aligned} F(1, 1747) &= 237.312 \\ \text{Prob} > F &= 0.0000 \end{aligned}$$

O modelo é heterocedástico, tabela 50 e, persistem evidência de autocorrelação, tabela 51. Assim, dois dos pressupostos não são satisfeitos. Para contornar estes constrangimentos, estimamos o modelo com recurso a um estimador robusto, conferindo ao modelo homocedasticidade e ao estimador de Driscoll e Kraay convertendo o modelo em homocedástico e simultaneamente permite corrigir a autocorrelação.

Tabela 52 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade

PesoDívdaLP	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	.932	.493	1.89	0.059	-.0351	1.899
IDADE	-.400	.120	-3.33	0.001	-.635	-.165
LiqG	2.490	.425	5.85	0.000	1.656	3.324
TxCresAI	-4.14	3.54	-11.71	0.000	-4.84	-3.45
log_AIAFT	-.684	.477	-1.44	0.151	-1.618	.250
_cons	52.240	4.531	11.53	0.000	43.355	61.126

Tabela 53 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade

PesoDívdaLP	Coefficiente	Erro Padrão Drisc/Kraay	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	.932	.388	2.41	0.037	.069	1.795
IDADE	-.400	.184	-2.17	0.055	-.810	.010
LiqG	2.490	.188	13.22	0.000	2.071	2.910
TxCresAI	-4.14	3.96	-10.47	0.000	-5.03	-3.26
log_AIAFT	-.684	.265	-2.58	0.027	-1.274	-.094
_cons	52.240	6.784	7.70	0.000	37.125	67.355

Os resultados apresentados nas tabelas 52 e 53 divergem ligeiramente, na medida em que na estimação robusta, o rácio entre os AI e os AFT não é significativa, enquanto, na segunda regressão todas as variáveis se revelam significativas.

O Goodwill tem um impacto direto na dívida de longo prazo. Os nossos resultados não validam as conclusões de Gamayuni (2015) quando refere que quanto maior o valor dos ativos intangíveis menor será o valor da dívida. A estimação do modelo sugere um aumento da dívida existente, o que do nosso ponto de vista se deve ao facto de muitas empresas recorrerem ao crédito para financiar este tipo de investimento incorpóreo, com maturidade longa de recuperação, como referem Mohanlingam et al. (2021). Lim et al. (2019) afirmam ainda que, os intangíveis levam a um aumento da dívida de longo prazo superior à que resulta dos ativos tangíveis. Por sua vez Qureshi e Siddiqui (2021) concluem que os ativos intangíveis têm um impacto insignificante nos rácios da dívida.

A liquidez geral conduz de igual modo a um aumento da dívida, podendo ser explicado pelo facto de o aumento da liquidez ser sinónimo de um aumento da capacidade da empresa para fazer face às suas obrigações. Constitui um sinal positivo transmitido pela empresa às instituições financeiras, garantindo-lhe o acesso a novos financiamentos quando necessários. Da investigação realizada, não foi possível identificar autores que tenham estudado este tipo de relação.

A Idade diminui o valor da dívida de longo prazo, sugerindo tratar-se de empresas suficientemente maduras, capazes de gerar recursos internos suficientes que lhes permitem fazer face às suas necessidades, dispensando o recurso ao crédito de longo prazo.

Em relação à taxa de crescimento dos AI e ao rácio entre AI e os AFT os nossos dados indicam uma redução do peso da dívida de longo prazo na dívida total. Assim, os nossos resultados poderão validar as conclusões de Gamayuni (2015) quando afirma que o aumento dos ativos intangíveis conduz a uma diminuição da dívida. Em sentido oposto Mohanlingam et al. (2021) referem que, um aumento dos intangíveis dá origem ao incremento da dívida, pelo facto das empresas financiarem o seu investimento em ativos incorpóreos através do recurso ao crédito.

2.4.3. Tabela Resumo

A Tabela 54 sintetiza os resultados das estimações efetuadas ao longo das secções 2.4.1 e 2.4.2, facultando uma análise comparativa dos valores obtidos para as empresas de Portugal e Espanha.

Tabela 54 - Tabela Resumo da Influência das Diferentes Variáveis em Portugal e Espanha

	ROA				TxJuro				PesoDívdaLP			
	Portugal		Espanha		Portugal		Espanha		Portugal		Espanha	
	Robusto	Drisc/Kraay	Robusto	Drisc/Kraay	Robusto	Drisc/Kraay	Robusto	Drisc/Kraay	Robusto	Drisc/Kraay	Robusto	Drisc/Kraay
GOODWILL	***	@	X	X	***	***	*	***	**	***	@	*
IDADE	***	**	***	*	***	***	@	**	X	X	**	@
VN	***	***	N#A	N#A	**	**	***	***	X	X	N#A	N#A
LiqG	*	***	X	X	**	*	**	***	*	*	***	***
TxCresAI	X	X	*	X	X	@	***	*	X	X	***	***
AI/AFT	*	***	X	*	X	X	**	***	X	X	X	*

Legenda: $p < 0,001$ - ***; $p < 0,01$ - **; $p < 0,05$ - *; $p < 0,10$ - @; X sem impacto; + impacto positivo; - impacto negativo.

Relativamente ao ROA, verificamos que os indutores exercem influência distinta nas empresas portuguesas e espanholas. O Goodwill estabelece uma relação direta com o desempenho empresarial em Portugal e, em Espanha não se revela significativo. Os resultados revelam um efeito díspar, em função da amostra em estudo, sugerindo a necessidade de investigação adicional em torno da relevância dos ativos intangíveis na rentabilidade empresarial. Constata-se, ainda que, em Portugal, os ativos intangíveis são mais valorizados e reconhecidos enquanto elementos de criação de valor do que em Espanha. No tecido empresarial espanhol os mesmos intangíveis são considerados ativos de risco, não proporcionando criação de valor para os acionistas e credores.

Na sequência da Diretiva 2013/34/EU, que pretende harmonizar o processo contabilístico na EU, só a partir de 2016 os dois países introduziram significativas alterações nos Sistemas Contabilísticos, entre as quais destacamos a definição de uma nova política de contabilização designadamente na área dos ativos intangíveis e goodwill. Na medida em que a nossa análise tem início em 2009, haverá um período significativo (2009 a 2015) em que as práticas contabilísticas adotadas, designadamente na área dos ativos intangíveis e goodwill são distintas. Só após a adoção deste normativo as empresas de ambos os países são agora obrigadas a amortizar este ativo, em princípio em 10 anos, ao contrário do que sucedia no normativo anterior.

Acresce o facto de, Vaz (2018) após uma análise às práticas das empresas portuguesas e espanholas referir que, o número de empresas espanholas que cumprem com a nova Diretiva no ano de 2016 e amortizam o ativo em questão é bastante superior ao número de empresas nacionais, identificando uma percentagem de 69% para 25%, sendo de facto uma diferença bastante significativa.

A relevância do Goodwill na rentabilidade operacional, pode ser ainda avaliada à luz dos problemas de agência gerados entre administradores e acionistas, associados à inconsistência de objetivos e à assimetria de informação. A administração pode dar mais atenção aos benefícios de curto prazo, nomeadamente quando utilizam as fusões e aquisições para aumentar a sua remuneração e, deste modo, o Goodwill não gera valor para as empresas. Em muitas circunstâncias as fusões e aquisições são realizadas sem uma análise criteriosa o que origina conflitos, aumenta os riscos da empresa e prejudica os interesses dos acionistas (Harford, et al., 2012).

Os ativos intangíveis têm sido objeto de estudo ao longo do tempo, contudo, tem sido difícil reunir consenso sobre a sua relevância na literatura. Se por um lado Villalonga (2004), Brown e Kimbrough (2011), Roulstone (2011), Low e Lee (2014) e Zhang (2017) identificam uma influência positiva na rentabilidade empresarial, por outro, Qureshi e Siddiqui (2021) dão conta de uma relação negativa. Por sua vez, Mohanlingam et al. (2021) não identificam qualquer relação significativa entre os intangíveis e o ROA.

Relativamente ao Goodwill, como ativo intangível, os nossos resultados validam as conclusões de Tahat et al. (2018) e Gamayuni (2015), quando referem uma influência positiva na rentabilidade empresarial. Contudo, divergem de Z. Li et al. (2011), Lapointe-Antunes et al. (2009), Chen et al. (2019) e Han e Tang (2020) que concluem que as imparidades decorrentes do Goodwill contribuem para a redução do desempenho empresarial.

Os resultados sugerem que as empresas e instituições de crédito portuguesas consideram que, o Goodwill tem capacidade para gerar rendimentos futuros e proporcionar uma diminuição do risco.

A Idade contribui positivamente para performance empresarial, independentemente das nacionalidades, sugerindo que, empresas com maior maturidade apresentam melhores resultados, em linha com Khafid e Nurlaili (2017).

Retirou-se o Volume de Negócios na estimação do modelo para Espanha, pela elevada correlação apresentada. Em Portugal esta variável revela-se significativa e constitui um elemento de alavancagem da rentabilidade, de acordo com Tresnawati et al. (2021).

A liquidez geral revela influência significativa e positiva para Portugal, denotando que as empresas que cumprem os seus compromissos de curto prazo, apresentam maior rentabilidade, em linha com Munther et al. (2015).

O rácio entre os AI e os AFT influencia de forma positiva o ROA em Portugal, o que revela que um maior valor de intangíveis em relação aos AFT, induz maior rentabilidade, podendo ser justificado pela importância crescente destes tipos de ativos. Villalonga (2004) afirma que quanto maior for o valor de ativo intangível detido pela empresa, maior será a capacidade para gerar resultados, estando o nosso estudo de acordo com as suas conclusões. Para o mercado espanhol este é significativo e negativo apenas para

o estimador de Drisc/Kraay, com sinal oposto ao obtido para Portugal. Os resultados sugerem que em Espanha estes ativos não são devidamente valorizados e que as concentrações empresarias estimulam mais a rentabilidade em Portugal do que em Espanha, de acordo com as evidências apresentadas.

Por fim, a taxa de crescimento dos ativos intangíveis não se revela significativa na rentabilidade empresarial em Portugal, mas influencia positivamente a rentabilidade das empresas espanholas, em sintonia com Zhang (2017) e Kaymaz et al. (2019).

Considerando a próxima variável dependente, a taxa de juro, constata-se que o impacto do Goodwill é semelhante nos dois países, estabelecendo uma relação inversa com a taxa de juro. Os resultados obtidos divergem de Xie et al. (2020), que referem que, um valor elevado do Goodwill, degrada a qualidade dos ativos e a credibilidade da empresa junto das instituições de crédito, condicionando a capacidade de financiamento e dando origem a um aumento do custo da dívida. Os autores argumentam ainda que o Goodwill é considerado um ativo de risco. No caso em estudo, os resultados indicam que, este tipo de operações alavancadas desde que supervisionadas pelos bancos podem proporcionar uma diminuição de risco permitindo um custo de financiamento menor.

A idade e a liquidez geral apresentam resultados distintos, enquanto em Portugal estabelecem uma relação inversa com a taxa de juro, em Espanha a relação é direta.

O Volume de Negócios e a Taxa de Crescimento dos AI conduz a um aumento da taxa de juro em Portugal e diminuição em Espanha. Por fim, o rácio dos AI/AFT não exerce uma influência significativa em Portugal. Em Espanha dá origem a um aumento taxa de juro, possivelmente associada a uma interpretação diferente da noção de risco por parte das instituições bancárias.

Para concluir esta análise comparativa, falta analisar o impacto dos indutores no peso da dívida de longo prazo. Esta é influenciada significativamente em ambos os casos pelo Goodwill, de forma positiva, na medida em que o aumento no Goodwill conduz a um aumento do volume da dívida de longo prazo. Os resultados obtidos divergem de Gamayuni (2015) quando refere que o aumento de investimentos em intangíveis diminui o financiamento bancário, na medida em que as empresas utilizam preferencialmente o autofinanciamento, para investir neste tipo de ativos, diminuindo

a dívida, pelo elevado risco que este tipo de ativos comporta. Atualmente, o cash-flow pode ser considerado uma forma colateral e, ser utilizado em operações de financiamento com um acompanhamento significativo da banca.

Por sua vez, a liquidez geral contribui para um aumento da dívida de longo prazo. As restantes variáveis não são significativas em Portugal, porém em Espanha, exercem uma influência positiva no peso da dívida de longo prazo, proporcionando uma diminuição. A idade conduz à diminuição do valor da dívida de longo prazo, presume-se que sejam empresas com um bom reconhecimento, tendo assim uma maior capacidade interna de financiar as suas despesas sem recorrer a financiamento de longo prazo. Em relação à taxa de crescimento dos AI e ao rácio entre AI e os AFT está de acordo com a opinião de Gamayuni (2015), que refere uma diminuição da dívida de longo prazo. Ou seja, no nosso exercício, o Goodwill é visto como um ativo intangível financiável pelas Instituições de crédito, contudo, os restantes ativos intangíveis são irrelevantes para Portugal e desvalorizados em Espanha.

2.4.4. Quadro Resumo da Influência dos Anos em Estudo

Mantendo a metodologia das secções anteriores, realizamos, dois tipos de estimações com recurso ao estimador robusto e o estimador de Driscoll e Kraay, tendo presente os anos em estudo e a sua influência nas variáveis dependentes. Todas as estimações estão em anexo, resumindo-se na Tabela 55 os resultados obtidos.

Tabela 55 - Influência dos Anos nas Variáveis em Investigação

	ROA				TxJuro				PesoDívdLP			
	Portugal		Espanha		Portugal		Espanha		Portugal		Espanha	
	Robusto	Drisc/Kraay	Robusto	Drisc/Kraay	Robusto	Drisc/Kraay	Robusto	Drisc/Kraay	Robusto	Drisc/Kraay	Robusto	Drisc/Kraay
GOODWILL	***	@	X	X	***	***	**	***	**	***	@	*
IDADE	X	***	@	**	***	X	X	***	@	***	***	@
VN	***	***	N#A	N#A	**	***	N#A	N#A	N#A	N#A	N#A	N#A
LiqG	*	***	X	X	**	*	***	***	**	**	***	***
TxCresAI	X	X	X	X	X	@	***	*	X	X	***	***
AI/AFT	@	***	X	X	X	X	**	***	X	X	@	*
ANOS												
2009	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	N#A
2010	X	***	*	***	X	***	X	***	X	***	X	N#A
2011	***	***	**	***	***	***	X	***	X	***	X	N#A
2012	***	***	***	***	***	***	**	***	X	***	*	N#A
2013	***	***	***	***	***	***	***	***	X	***	*	N#A
2014	@	***	*	**	***	***	***	***	X	***	***	N#A
2015	X	***	*	X	***	***	***	***	X	***	***	N#A
2016	X	***	@	X	@	***	*	***	X	***	***	N#A
2017	X	***	**	X	X	X	X	***	X	***	***	N#A
2018	X	***	@	X	X	X	X	***	X	@	**	N#A
2019	X	X	X	*	X	X	X	***	X	X	X	N#A

Legenda: $p < 0,001$ - ***; $p < 0,01$ - **; $p < 0,05$ - *; $p < 0,10$ - @. X sem impacto; + impacto positivo; - impacto negativo; N#A não aplicável.

Para a primeira variável dependente o ROA, concluímos que em Portugal, os anos compreendidos entre 2009 e 2019, exerceram uma influência significativa e negativa na rentabilidade operacional, na medida em que nestes anos ocorrerem decréscimos do desempenho empresarial. A crise financeira internacional com início nos EUA em 2007, deu origem à crise do suprime que depressa se estendeu à economia mundial, tendo as exportações globais caído consideravelmente. Em Portugal desde o início do século que o crescimento económico estava estagnado e com elevado nível de desemprego, sendo rapidamente contagiado pela queda acentuadas das exportações e de crédito bancário. O período de 2010 a 2013, corresponde à mais longa e severa crise verificada em Portugal com níveis elevados de dívida pública e privada. Nestes anos, enfrentando a maior crise dos últimos 80 anos caracterizada por um reduzido crescimento económico pondo em causa a capacidade de criar riqueza e satisfazer as necessidades do mercado, dando origem a uma diminuição da rentabilidade empresarial. Os efeitos desta recessão foram avassaladores em termos económicos e sociais, o desemprego continuou a subir e o consumo das famílias, o emprego, os rendimentos e o Produto Interno Bruto a diminuir (Aguiar, 2020;Farto, 2012).

Em Espanha, por sua vez, verifica-se um efeito positivo na rentabilidade em 2010, e uma diminuição a partir daí, mantendo-se até 2014. Espanha é considerada a quinta principal economia europeia, desempenhando um papel importante a nível mundial, considerada um dos principais mercados à escala global. No final de 2008, a economia espanhola foi fortemente atingida pela crise financeira global, tendo entrado oficialmente em recessão em 2009. Em 2010 a atividade económica espanhola estagnou, tendo entrado novamente em período de contração durante os anos de 2011, 2012 e 2013. Ocorreu neste período um elevado nível de desemprego, diminuição do rendimento familiar, aumento de impostos, restrições ao crédito e dificuldade acrescida na normalização dos fluxos de financiamento externos à economia. Em 2013, a economia espanhola começou a melhorar com uma progressiva normalização dos fluxos de financiamento externo, e de maior confiança no que diz respeito ao funcionamento do mercado de trabalho (Estudo de Mercado - Espanha, 2019).

A recuperação da economia espanhola, iniciada no segundo trimestre de 2013 através da criação de empregos, deflação, melhoria das condições de crédito, decorre dos baixos preços do petróleo, da recuperação europeia, da depreciação do euro e da implementação de um conjunto de reformas. O crescimento económico está associado sobretudo ao incremento da procura interna, impulsionada pelo consumo privado. Assiste-se a um aumento do PIB , pelo que, a partir a partir de 2015, verifica-se uma melhoria do desempenho empresarial (*Estudo de Mercado - Espanha, 2019*).

Em relação à taxa de juro, em Portugal revela-se significativa para os anos de 2011 a 2016 e, em Espanha entre 2010 e 2019, ocorrendo um aumento do custo da dívida. Relativamente ao peso da dívida de médio e longo prazo, constata-se que no período de 2010 a 2017 em Portugal, aumentou e, em 2018 ao contrário dos anteriores, diminuiu. Em Espanha, no período de 2012 a 2018 assiste-se a um aumento do endividamento de longo prazo. O período de crise a que os países ficaram sujeitos foi caracterizado pela estagnação económica e, pelo aumento da dívida. Muitas empresas para manter os seus negócios, aumentaram o endividamento e reduziram o nível de capitais próprios. Nesta conjuntura as Taxas de juro subiram com as dificuldades no acesso ao crédito e do aumento de risco (*Estudo de Mercado - Espanha, 2019*). Ureche-Rangau e Burietz (2013) identificaram uma relação causal entre as crises do sub-prime e soberana. Esta resultou da primeira. Existe, assim, uma ligação significativa entre as duas crises incorporadas por injeções de capital e garantias governamentais. Mais especificamente, os dois tipos de intervenções governamentais têm um impacto negativo no custo das dívidas soberanas em estudo. Ora este acréscimo do custo da dívida soberana teve o seu reflexo no custo de financiamento das empresas que foi ainda potenciado negativamente pelas restrições gerais de crédito.

Conclusão

A presente investigação tem como objetivo procurar resposta a três questões essenciais: a primeira, avaliar o impacto do Goodwill no desempenho das empresas, a segunda, aferir a sua capacidade para diminuir ou aumentar o custo de financiamento e, por último identificar o seu impacto na estrutura da dívida, nomeadamente de médio e longo prazo. O estudo empírico realiza-se com uma amostra de empresas portuguesas e espanholas para um horizonte temporal de onze anos (2009 a 2019). Para enriquecer a investigação, avaliou-se ainda, a influência dos anos, no período em estudo permitindo avaliar a sua contribuição para os valores obtidos.

Os resultados obtidos sugerem que em Portugal, o Goodwill afeta positivamente a rentabilidade operacional das empresas, enquanto em Espanha esta variável não revela significância estatística. Concluimos assim que o Goodwill assume relevância distinta nos dois espaços geográficos e, de acordo com os dados obtidos depreende-se que os ativos intangíveis são objeto de uma maior valorização e reconhecimento em Portugal relativamente ao que ocorre em Espanha, sugerindo que no país vizinho, estes tipos de ativos são considerados como de maior risco. Em alternativa, os resultados sugerem que as operações que dão origem ao Goodwill nas empresas espanholas, não são suscetíveis de gerar rentabilidade.

Relativamente à taxa de juro, constatou-se que o Goodwill tem um impacto idêntico nos dois territórios, estabelecendo um efeito inverso na taxa de juro. Aumentos no Goodwill conduzem a diminuições da taxa de juro, considerando-se assim que efetuar concentrações empresariais alavancadas (que geram o Goodwill) conduzem a uma diminuição do custo de financiamento, desde que devidamente acompanhada por instituições bancárias obtendo um nível favorável de risco.

Numa última análise foi avaliado o efeito do Goodwill no peso da dívida de longo prazo. Para os dois espaços geográficos o impacto do indutor Goodwill revela-se positivo, pois o seu aumento conduz a um aumento do peso da dívida de longo prazo. Esta constatação pode ser apoiada no facto de a aquisição dos ativos intangíveis ser efetuada preferencialmente com recurso à dívida de longo prazo e não através de capital próprio.

Relativamente à influência temporal, na primeira variável dependente, o ROA, constatamos que, em Portugal, para os anos compreendidos entre 2009 e 2019, se verifica uma influência significativa e negativa e, que em Espanha o efeito é positivo na rentabilidade em 2010, assistindo-se a uma diminuição a partir daí até 2014.

Na variável taxa de juro, verifica-se que em Portugal são significativos os anos de 2011 a 2016 e, em Espanha os anos compreendidos de 2010 a 2019, ocorrendo um aumento do custo da dívida. Relativamente ao peso da dívida de médio e longo prazo, constata-se que no período de 2010 a 2017 em Portugal, aumentou e, em 2018 ao contrário dos anteriores, diminui. Em Espanha, no período de 2012 a 2018 assiste-se a um aumento do endividamento de longo prazo. Quer a crise do sub-prime, quer a crise soberana posterior que afetou os dois países, impactou na eficiência do Goodwill na rentabilidade, custo de financiamento e estrutura da dívida. Existe, assim, uma ligação significativa entre as duas crises incorporadas por injeções de capital e garantias governamentais. Mais especificamente, os dois tipos de intervenções governamentais têm um impacto negativo no custo das dívidas soberanas em estudo. Ora este acréscimo do custo da dívida soberana teve o seu reflexo no custo de financiamento das empresas que foi ainda potenciado negativamente pelas restrições gerais de crédito. O desfazamento temporal com que o efeito das crises se fez sentir nas empresas portuguesas e espanholas pode estar associada às diferentes vulnerabilidades de cada uma das economias.

A presente investigação contribui para a literatura, na medida que fornece evidência empírica do impacto do Goodwill no desempenho empresarial, na estrutura da dívida e no custo de financiamento, facultando importantes informações a todos os *stakeholders*. Por outro lado, face à insuficiência de estudos, nomeadamente em Portugal e Espanha, a nossa investigação traz uma contribuição adicional, na medida em que, facultando resultados muito importantes e informação relevante em torno da importância do Goodwill para a atividade empresarial. Acresce ainda o facto de ser um tema atual e com cada vez mais relevância.

O estudo foi elaborado num horizonte temporal caracterizado por uma instabilidade financeira, no qual ocorreu uma das mais severas crises económicas, pelo que, futuros

estudos deverão contemplar uma análise semelhante, porém, tendo presente outro espaço temporal.

A península Ibérica converge na importância atribuída ao Goodwill enquanto indutor da política financeira preconizada pelas empresas, contudo, apenas para Portugal se poderá inferir que as operações de concentração empresarial são bem-sucedidas em termos de rendibilidade.

Bibliografia

- Aguiar, L. (2020). FFMS. <https://www.ffms.pt/crises-na-economia-portuguesa>
- Bank, E. C. (2021, novembro 18). Qual é a diferença entre taxas de juro nominais e reais? European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/nominal_and_real_interest_rates.pt.html
- Bortolon, P. M. (2016). Econometria Autocorrelacao. https://www.academia.edu/27795212/Econometria_Autocorrelacao
- Bostwick, E. D., Krieger, K., & Lane Lambert, S. (2016). Relevance of Goodwill Impairments to Cash Flow Prediction and Forecasting. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 3, 339–364.
- Brown, N., & Kimbrough, M. (2011). Intangible Investment and the Importance of Firm-Specific Factors in the Determination of Earnings. *Review of Accounting Studies*, 16, 539–573. <https://doi.org/10.1007/s11142-011-9151-x>
- Bugeja, M., & Loyeung, A. (2015). What drives the allocation of the purchase price to goodwill? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3), 245–261. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2015.10.002>
- Chen, V. Y. S., Keung, E. C., & Lin, I.-M. (2019). Disclosure of fair value measurement in goodwill impairment test and audit fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 15(3), 100160. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2019.100160>
- Driscoll, J., & Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent data. *The Review of Economics and Statistics*, 80, 549–560.
- Estudo de Mercado—Espanha. (2019).
- Farto, M. (2012). A crise económica portuguesa: Uma reflexão. 2.
- Felix, A., Okwo M. I., & Obinabo C. R. (2020). Effect of Intangible Assets on Corporate Performance of Selected Commercial Banks in Nigeria (2012- 2018). *Journal of Economics and Finance*, 18–25.
- Filip, A., Jeanjean, T., & Paugam, L. (2015). Using Real Activities to Avoid Goodwill Impairment Losses: Evidence and Effect on Future Performance. *Journal of*

- Business Finance & Accounting, 42(3–4), 515–554.
<https://doi.org/10.1111/jbfa.12107>
- Gamayuni, R. R. (2015). The Effect of Intangible Asset, Financial Performance and Financial Policies on The Firm Value. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 4(1), 202–212.
- Halbert White. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *The Econometric Society*.
- 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(2), 59–73.
<https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2014.07.002>
- Han, H., & Tang, Q. (2020). The potential harms of goodwill impairment avoidance: Evidence based on future performance and stock prices. *China Journal of Accounting Research*, 13(3), 271–289.
<https://doi.org/10.1016/j.cjar.2020.07.007>
- Harford, J., M. Humphery-Jenner, and R. Powell. 2012. The sources of value destruction in acquisitions by entrenched managers. *Social Science Electronic Publishing* 106 (2):247–261
- Henning, S. L., & Shaw, W. H. (2003). Is the Selection of the Amortization Period for Goodwill a Strategic Choice? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20(4), 315–333. <https://doi.org/10.1023/A:1024043316292>
- HeWen & Stephen R. Moehrle. (2016). Accounting for goodwill: An academic literature review and analysis to inform the debate—ScienceDirect.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1052045716000035>
- Jerry A. Hausman. (1978). Specification Tests in Econometrics on JSTOR. *The Econometric Society*, 46, 1251–1271.
- Kaiss Sarra, , Nezha Baghar, & and Mounime El Kabbouri. (2018). Goodwill and Performance. *Journal of Applied Finance & Banking*, 8, 17–25.
- Kaymaz, M. O., Yilmaz, I., & Kaymaz, O. (2019). The Impact of Intangible Factors on Profitability: Evidence From Corporations Traded at Muscat Securities Market In Oman. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 8(2), 25–47.
<https://doi.org/10.12775/CJFA.2019.007>

- Khafid, M., & Nurlaili, D. (2017). The Mediating Role of Accountability in the Influence of Cooperative Characteristics on its Financial Performance. *International Journal of Economic Research*, 15, 191–200.
- Killins, R., Ngo, T., & Wang, H. (2021). Goodwill impairment and CEO overconfidence. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 29, 100459. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100459>
- 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>
- Li, K. K., & Sloan, R. G. (2017). Has goodwill accounting gone bad? *Review of Accounting Studies*, 22(2), 964–1003. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9401-7>
- Li, Z., Shroff, P. K., Venkataraman, R., & Zhang, I. X. (2011). Causes and consequences of goodwill impairment losses. *Review of Accounting Studies*, 16(4), 745–778. <https://doi.org/10.1007/s11142-011-9167-2>
- Lim, S. C., Macias, A. J., & Moeller, T. (2019). Intangible Assets and Capital Structure. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2514551>
- Low, J., & Lee, B. (2014). Effects of internal resources on airline competitiveness. *Journal of Air Transport Management*, 23–32. <https://doi.org/10.1016/j.jairtraman.2013.12.001>
- Mohanlingam, S., Nguyen, L. T. P., & Mom, R. (2021). The Effects of Intangible Assets on Financial Performance and Financial Policies of Listed Technology Firms in Thailand. *APHEIT INTERNATIONAL JOURNAL*, 17.
- Moskow, M. (2001). Productivity, Innovation, and Internet Banking in the United States. *Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 343–349. <https://doi.org/10.1142/S0219091501000450>
- Munther, D., Nimer, A., Rania, D., & Omari, A. (2015). The Impact of Liquidity on Jordanian Banks Profitability through Return on Assets. *European Journal of Business and Management*.
- Olante, M. E. (2013). Overpaid acquisitions and goodwill impairment losses—Evidence from the US. *Advances in Accounting*, 29(2), 243–254.

- Qureshi, M. J., & Siddiqui, D. A. (2021). The Effect of Intangible Assets on Financial Performance, Financial Policies, and Market Value of Technology Firms: A Global Comparative Analysis. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 12(1), 26–57. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v12i1.16655>
- Roulstone, D. (2011). Discussion of intangible investment and the importance of firm-specific factors in the determination of earnings. *Review of Accounting Studies*, 574–586. <https://doi.org/10.1007/s11142-011-9149-4>
- Sabi—Bureau van Dijk. (2021). https://sabi.bvdinfo.com/version-20211226/List.FormatEdition.serv?_CID=413&BackServiceid=List&context=1Y95JNY3NM75NDN
- Skinner, D. J. (2008). Accounting for intangibles – a critical review of policy recommendations. *Accounting and Business Research*, 38(3), 191–204. <https://doi.org/10.1080/00014788.2008.9663332>
- Tahat, Y. A., Ahmed, A. H., & Alhadab, M. M. (2018). The impact of intangibles on firms' financial and market performance: UK evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 50(4), 1147–1168. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0657-6>
- Tresnawati, R., Muhammad, A. N., Rahmawati, F., Ramadina, N. D., Ramadhani, J., & Hafizh6, R. M. D. (2021). The Influence of Sales Growth and Leverage on Profitability Empirical Study of Manufacturing Companies in the Consumer Goods Sector Listed On Indonesia Stock Exchange for the 2016-2019 Period. *Review of International Geographical Education Online*, 11(3), 1342–1347.
- Ureche-Rangau, L., & Burietz, A. (2013). One crisis, two crises... the subprime crisis and the European sovereign debt problems. *Economic Modelling*, 35, 35-44.
- Vaz, J. D. P. P. (2018). A transposição da Nova Diretiva da Contabilidade: análise comparativa entre Portugal e Espanha (Doctoral dissertation).
- Villalonga, B. (2004). Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 54(2), 205–230. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2003.07.001>
- Wooldridge, J. M. (2003). Cluster-Sample Methods in Applied Econometrics. *The American Economic Review*, 93(2), 133–138.

- Xie, H., Feihang Lib, & Yuning Wangc. (2020). Corporate Goodwill and Debt Financing Costs.
- Zhang, M. (2013). The Impact Of Internally Generated Goodwill On Financial Performance Of Firms. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 29(6), 1809–1814. <https://doi.org/10.19030/jabr.v29i6.8217>
- Zhang, N. (2017, dezembro). Relationship between intangible assets and financial. *African Journal of Business Management*, 751–757.

Anexos

Tabela 56 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade – Portugal

ROA	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	7.63	4.98	15.30	0.000	6.65	8.60
IDADE	.015	.058	0.26	0.797	-.098	.128
log_VN	3.911	.378	10.35	0.000	3.170	4.652
LiqG	.069	.029	2.40	0.016	.013	.125
TxCresAI	-3.22	4.44	-0.07	0.942	-9.03	8.38
log_AIAFT	.150	.076	1.96	0.050	-.000	.299
ANO						
2011	-2.127	.363	-5.86	0.000	-2.839	-1.415
2012	-3.309	.409	-8.10	0.000	-4.110	-2.508
2013	-2.200	.418	-5.26	0.000	-3.020	-1.380
2014	-.823	.427	-1.93	0.054	-1.661	.015
2015	-.383	.452	-0.85	0.397	-1.269	.503
2016	-.014	.395	-0.03	0.973	-.788	.761
2017	.580	.360	1.61	0.107	-.125	1.284
2018	.335	.347	0.96	0.335	-.346	1.016
2019	0	(omitted)				
_cons	-25.742	2.855	-9.02	0.000	-31.339	-20.144

Tabela 57 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade – Portugal

ROA	Coefficiente	Erro Padrão Drisc/Kraay	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	7.63	3.70	2.06	0.069	-7.36	.000
IDADE	-.972	.078	-12.45	0.000	-1.148	-.795
log_VN	3.911	.2705	14.46	0.000	3.300	4.523
LiqG	.069	.012	5.60	0.000	.041	.097
TxCresAI	-3.22	1.26	-0.26	0.803	-3.16	2.52
log_AIAFT	.150	.023	6.37	0.000	.097	.203
ANO						
2009	0	(empty)				
2010	-8.879	.698	-12.72	0.000	-10.458	-7.300
2011	-10.020	.463	-21.65	0.000	-11.067	-8.973
2012	-10.215	.403	-25.34	0.000	-11.127	-9.303
2013	-8.120	.454	-17.90	0.000	-9.146	-7.093
2014	-5.756	.374	-15.38	0.000	-6.603	-4.909
2015	-4.330	.351	-12.34	0.000	-5.123	-3.535
2016	-2.973	.305	-9.76	0.000	-3.662	-2.284
2017	-1.394	.2167	-6.43	0.000	-1.884	-.903
2018	-.652	.110	-5.91	0.000	-.901	-.402
2019	0	(omitted)				
_cons	0	(omitted)				

Tabela 58 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade – Portugal

log_txjuro	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	-6.79	5.33	-12.75	0.000	-7.84	-5.75
IDADE	-.047	.006	-8.56	0.000	-.058	-.0364
log_VN	.131	.040	3.32	0.001	.054	.209
LiqG	-.019	.007	-2.65	0.008	-.033	-.005
TxCresAI	6.54	4.10	1.59	0.111	-1.50	1.46
log_AIAFT	-.008	.007	-1.12	0.264	-.021	.0058
ANO						
2011	.139	.036	3.83	0.000	.068	.210
2012	.287	.038	7.59	0.000	.213	.361
2013	.234	.038	6.20	0.000	.160	.308
2014	.195	.043	4.56	0.000	.111	.279
2015	.143	.037	3.92	0.000	.071	.215
2016	.063	.033	1.89	0.059	-.002	.129
2017	-.053	.034	-1.55	0.120	-.121	.014
2018	-.020	.031	-0.66	0.512	-.081	.040
2019	0	(omitted)				
_cons	.992	.319	3.11	0.002	.366	1.617

Tabela 59 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade – Portugal

log_txjuro	Coeficiente	Erro Padrão Drisc/Kraay	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	-6.79	1.03	-6.58	0.000	-9.13	-4.46
IDADE	-.010	.007	-1.44	0.183	-.025	.006
log_VN	.131	.022	6.01	0.000	.082	.181
LiqG	-.019	.006	-3.17	0.011	-.032	-.005
TxCresAI	6.54	3.30	1.98	0.079	-9.19	1.40
log_AIAFT	-.008	.008	-1.01	0.338	-.025	.010
ANO						
2009	0	(empty)				
2010	.336	.055	6.15	0.000	.212	.460
2011	.437	.043	10.24	0.000	.341	.534
2012	.548	.031	17.51	0.000	.478	.619
2013	.458	.027	16.68	0.000	.396	.520
2014	.382	.032	11.83	0.000	.309	.455
2015	.293	.029	10.26	0.000	.228	.357
2016	.175	.027	6.61	0.000	.115	.234
2017	.021	.020	1.09	0.304	-.023	.06
2018	.017	.013	1.33	0.217	-.012	.046
2019	0	(omitted)				
_cons	0	(omitted)				

Tabela 60 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade – Portugal

PesoDívidaLP	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	2.185	.734	2.98	0.003	.746	3.625
IDADE	.402	.224	1.79	0.073	-.037	.841
LiqG	2.600	1.06	2.45	0.014	.521	4.680
TxCresAI	1.09	1.17	0.93	0.351	-1.20	3.38
log_AIAFT	.002	.267	0.01	0.994	-.521	.525
ANO						
2011	2.352	1.458	1.61	0.107	-.508	5.212
2012	.887	1.534	0.58	0.563	-2.122	3.896
2013	1.858	1.477	1.26	0.209	-1.038	4.754
2014	1.462	1.420	1.03	0.303	-1.323	4.247
2015	.886	1.399	0.63	0.527	-1.859	3.630
2016	.586	1.278	0.46	0.646	-1.919	3.092
2017	.354	1.121	0.32	0.752	-1.843	2.552
2018	-1.344	.988	-1.36	0.174	-3.281	.593
2019	0	(omitted)				
_cons	29.744	6.599	4.51	0.000	16.803	42.686

Tabela 61 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade – Portugal

PesoDívidaLP	Coefficiente	Erro Padrão Drisc/Kraay	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	2.185	.312	7.00	0.000	1.479	2.892
IDADE	1.469	.057	25.81	0.000	1.340	1.60
LiqG	2.600	.781	3.33	0.009	.834	4.367
TxCresAI	1.09	1.21	0.90	0.392	-1.65	3.82
log_AIAFT	.002	.208	0.01	0.993	-.470	.473
ANO						
2009	0	(empty)				
2010	9.606	1.000	9.60	0.000	7.342	11.869
2011	10.89	.8251	13.20	0.000	9.024	12.757
2012	8.357	.760	11.00	0.000	6.638	10.077
2013	8.261	.7526	10.98	0.000	6.558	9.964
2014	6.799	.585	11.63	0.000	5.476	8.121
2015	5.155	.514	10.04	0.000	3.993	6.317
2016	3.788	.214	17.66	0.000	3.302	4.273
2017	2.489	.186	13.42	0.000	2.069	2.908
2018	-.276	.126	-2.19	0.056	-.561	.0086
2019	0	(omitted)				
_cons	0	(omitted)				

Tabela 62 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade - Espanha

ROA	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	.167	.136	1.23	0.219	-.099	.434
IDADE	.055	.033	1.66	0.096	-.100	.121
LiqG	.027	.100	0.27	0.788	-.169	.223
TxCresAI	4.91	1.27	0.39	0.699	-2.00	2.98
log_AIAFT	-.097	.139	-0.70	0.487	-.369	.176
ANO						
2010	.434	.212	2.04	0.041	.018	.851
2011	-.804	.258	-3.11	0.002	-1.310	-.298
2012	-2.060	.307	-6.72	0.000	-2.660	-1.458
2013	-1.443	.276	-5.23	0.000	-1.983	-.902
2014	-.461	.231	-1.99	0.047	-.915	-.007
2015	.665	.269	2.48	0.013	.139	1.192
2016	.356	.211	1.69	0.092	-.058	.770
2017	.516	.179	2.89	0.004	.166	.866
2018	.347	.181	1.92	0.055	-.007	.700
2019	0	(omitted)				
_cons	2.565	1.171	2.19	0.029	.268	4.861

Tabela 63 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade - Espanha

ROA	Coefficiente	Erro Padrão Drisc/Kraay	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	.167	.120	1.40	0.191	-.099	.434
IDADE	.185	.053	3.51	0.006	.068	.303
LiqG	.027	.086	0.31	0.760	-.164	.218
TxCresAI	4.91	6.67	0.07	0.943	-1.44	1.54
log_AIAFT	-.097	.064	-1.51	0.161	-.239	.046
ANO						
2009	0	(empty)				
2010	.304	.044	6.92	0.000	.206	.402
2011	-1.064	.115	-9.24	0.000	-1.320	-.807
2012	-2.449	.134	-18.25	0.000	-2.748	-2.15
2013	-1.963	.189	-10.40	0.000	-2.383	-1.542
2014	-1.111	.243	-4.58	0.001	-1.651	-.571
2015	-.115	.291	-0.39	0.701	-.763	.534
2016	-.554	.356	-1.56	0.151	-1.347	.239
2017	-.524	.425	-1.23	0.245	-1.471	.422
2018	-.824	.496	-1.66	0.128	-1.929	.282
2019	-1.300	.582	-2.23	0.049	-2.597	-.004
_cons	0	(omitted)				

Tabela 64 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade - Espanha

log_TxJuro2	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	-2.89	1.11	-2.61	0.009	-5.06	-7.16
IDADE	-.001	.005	-0.20	0.839	-.011	.009
LiqG	.072	.020	3.55	0.000	.032	.112
TxCresAI	-2.66	1.64	-16.20	0.000	-2.98	-2.34
log_AIAFT	.058	.019	2.99	0.003	.020	.0964
ANO						
2010	-.008	.024	-0.35	0.730	-.055	.039
2011	.009	.029	0.30	0.767	-.048	.065
2012	.092	.032	2.86	0.004	.0289	.154
2013	.120	.032	3.72	0.000	.057	.184
2014	.163	.032	5.10	0.000	.100	.226
2015	.128	.030	4.31	0.000	.070	.186
2016	.072	.0290	2.47	0.014	.015	.128
2017	.038	.0247	1.54	0.125	-.010	.086
2018	.019	.021	0.89	0.375	-.022	.060
2019	0	(omitted)				
_cons	-7.111	.161	-44.27	0.000	-7.426	-6.796

Tabela 65 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade - Espanha

log_TxJuro2	Coeficiente	Erro Padrão Drisc/Kraay	T	P>t	[95% conf. interval]	
GOODWILL	-2.89	4.79	-6.03	0.000	-3.96	-1.82
IDADE	-.348	.001	242.48	0.000	-.3508751	-.344
LiqG	.072	.008	9.43	0.000	.055	.089
TxCresAI	-2.66	1.17	-2.28	0.046	-5.26	-5.90
log_AIAFT	.058	.006	9.80	0.000	.045	.071
ANO						
2009	0	(empty)				
2010	.338	.008	42.12	0.000	.320	.356
2011	.702	.011	66.12	0.000	.678	.725
2012	1.132	.014	82.32	0.000	1.101	1.162
2013	1.507	.015	100.59	0.000	1.474	1.540
2014	1.897	.013	147.23	0.000	1.868	1.925
2015	2.208	.018	120.45	0.000	2.166	2.248
2016	2.498	.019	129.21	0.000	2.455	2.541
2017	2.811	.024	119.33	0.000	2.758	2.863
2018	3.138	.026	122.75	0.000	3.081	3.195
2019	3.47	.0281	123.15	0.000	3.403	3.529
_cons	0	(omitted)				

Tabela 66 - Regressão de Efeitos Fixos com correção de Heterocedasticidade - Espanha

PesoDívidaLP	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	.902	.492	1.83	0.067	-.062	1.867
IDADE	-.550	.120	-4.59	0.000	-.785	-.315
LiqG	2.474	.427	5.79	0.000	1.636	3.311
TxCresAI	-4.21	3.55	-11.85	0.000	-4.90	-3.51
log_AIAFT	-.893	.483	-1.85	0.065	-1.84	.053
ANO						
2010	-.554	.655	-0.85	0.398	-1.838	.731
2011	-.072	.749	-0.10	0.923	-1.540	1.396
2012	1.549	.775	2.00	0.046	.0297	3.068
2013	1.610	.796	2.02	0.043	.0498	3.171
2014	2.741	.777	3.53	0.000	1.218	4.264
2015	2.825	.749	3.78	0.000	1.358	4.292
2016	3.291	.656	5.02	0.000	2.004	4.577
2017	2.671	.588	4.55	0.000	1.519	3.824
2018	1.241	.499	2.49	0.013	.263	2.220
2019	0	(omitted)				
_cons	55.668	4.522	12.31	0.000	46.800	64.535

Tabela 67 - Regressão de Efeitos Fixos com correção da Autocorrelação e Heterocedasticidade - Espanha

PesoDívdLP	Coeficiente	Erro Padrão Drisc/Kraay	T	P>t	[95% conf. interval]	
log_GOODWILL	.932	.388	2.41	0.037	.069	1.795
IDADE	-.400	.184	-2.17	0.055	-.810	.010
LiqG	2.490	.188	13.22	0.000	2.071	2.910
TxCresAI	-4.14	3.96	-10.47	0.000	-5.03	-3.26
log_AIAFT	-.684	.265	-2.58	0.027	-1.274	-.094
_cons	52.240	6.784	7.70	0.000	37.125	67.355