



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

***Goodwill* e sua capacidade de gerar benefícios econômicos futuros: evidências empíricas em companhias abertas brasileiras sob a abordagem do lucro residual**

Discente: Anna Jamille Costa de Sousa Fernandes

Orientador: Prof. Dr. Jorge Katsumi Niyama

**Brasília
2026**



Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas (FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCont/UnB)

***Goodwill* e sua capacidade de gerar benefícios econômicos futuros: evidências empíricas em companhias abertas brasileiras sob a abordagem do lucro residual**

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

Discente: Anna Jamille Costa de Sousa Fernandes

Orientador: Prof. Dr. Jorge Katsumi Niyama

**Brasília
2026**



Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas (FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCont/UnB)

Repositório UNB



Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas (FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCont/UnB)

Professora Doutora Rozana Reigota Naves
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Márcio Muniz de Farias
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Roberto Goulart Menezes
Decano de Pós-Graduação

Professor Doutor Roberto de Goes Ellery Junior
Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas

Professor Doutor Wagner Rodrigues dos Santos
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis



ANNA JAMILLE COSTA DE SOUSA FERNANDES

***Goodwill* e sua capacidade de gerar benefícios econômicos futuros: evidências empíricas em companhias abertas brasileiras sob a abordagem do lucro residual**

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

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Jorge Katsumi Niyama (Orientador)
Universidade de Brasília (PPGCont/UnB)

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva (Examinador Interno)
Universidade de Brasília (PPGCont/UnB)

Prof. Dr. Paulo Vitor Souza de Souza (Examinador Externo)
Universidade de Santa Catarina (UFSC)

Brasília, xx de xxxxxx de 2026



Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas (FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCont/UnB)

*A Deus, autor da minha vida e razão do meu viver.
Ao meu amado esposo, Anderson, pelo constante suporte e inspiração.
Às minhas filhas queridas, Gabrielle e Isabelle, pela paciência nos dias de ausência.*



Agradecimentos

Em primeiro lugar, toda honra e toda glória sejam dadas a Deus, por Sua graça, misericórdia e infinita bondade. Foi Ele quem me sustentou em cada etapa desta caminhada e quem tornou possível que eu chegasse até aqui.

Ao meu esposo, Anderson, agradeço profundamente por caminhar comigo nessa jornada. Você se casou comigo e com o mestrado ao mesmo tempo. Obrigada pela compreensão, pelo apoio e pelo companheirismo em cada momento dessa trajetória.

Às minhas filhas, Gabrielle e Isabelle, razão maior de tudo em minha vida, deixo meu amor e minha gratidão. Obrigada pela paciência quando tantas vezes ouviram “*não, agora não posso!*”, pelos abraços nos momentos difíceis e pelas palavras que aqueceram meu coração: “*Calma, mamãe, vai dar certo!*” Vocês são minha maior motivação e inspiração.

Aos meus pais, Amadeus e Jhose, e aos meus irmãos, Thamires e Felipe, agradeço pelo amor e pelo apoio, mesmo à distância. Saber que vocês estavam acompanhando essa caminhada tornou tudo mais leve.

À Universidade de Brasília (UnB), à Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas (FACE) e ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCont), agradeço a oportunidade de formação em um ambiente acadêmico rigoroso e inspirador. Participar deste programa foi a realização de um sonho. Ao longo dessa jornada, cresci e amadureci imensamente, tanto intelectual quanto profissionalmente.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Jorge Katsumi Niyama, expresso minha profunda gratidão pelos ensinamentos, pela paciência, pela confiança e pela generosidade acadêmica. Foi uma honra imensurável tê-lo como orientador, e levo comigo o privilégio — e também a responsabilidade — de ter sido sua última orientanda.



Ao Dr. Kleber Vasconcellos e à Dra. Géssica Cappellesso, agradeço pelas contribuições intelectuais e pelas reflexões fundamentais para o desenvolvimento desta pesquisa.

À minha amiga de sala de aula Shirley, companheira de jornada, agradeço pela parceria, pelas conversas, pelo apoio e por tornar esse caminho mais leve e cheio de boas lembranças.

À POUPEX, agradeço o apoio à realização deste mestrado. Ao meu coordenador, Pedro de Moura, sou grata pelos conselhos e incentivos prestados ao longo dessa caminhada. Às minhas amigas Carol e Débora, agradeço a escuta atenta e contínua — tenho certeza de que agora sabem muito mais sobre *goodwill* e seu reconhecimento contábil.

Por fim, agradeço a todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho. Cada gesto de apoio, cada palavra de incentivo e cada contribuição fizeram parte desta conquista.

Esta dissertação não é apenas o resultado de uma pesquisa acadêmica, mas também a expressão de uma caminhada construída com fé, perseverança e o apoio de pessoas que fizeram toda a diferença ao longo deste percurso.

“Confia ao Senhor as tuas obras, e teus planos serão estabelecidos.”
(Provérbios 16:3)



Resumo

Este estudo investiga se o *goodwill* reconhecido em combinações de negócios pelas companhias abertas brasileiras listadas na B3 entre 2015 e 2024 materializa benefícios econômicos futuros. Ancorado na Teoria do Lucro Residual (Ohlson, 1995) e nas normas CPC 15, CPC 04 e CPC 01, o trabalho estima modelos em painel com efeitos fixos de firma e de ano para uma amostra de 61 companhias (610 observações firma-ano), utilizando erros-padrão robustos clusterizados por firma e de Driscoll e Kraay (1998). As variáveis dependentes abrangem ROA, ROE, EBIT e Lucro Residual (RI); as explicativas principais são o saldo de *goodwill* (GW), sua variação anual (ΔGW) e a intensidade GW/AT, com controles de porte, alavancagem e crescimento.

Os resultados indicam que o *goodwill* se associa positivamente ao lucro residual em $t+1$ e $t+2$, com efeitos robustos, porém de magnitude econômica restrita e sem persistência em $t+3$. O *goodwill* não explica o ROE de forma robusta, apresenta efeitos modestos sobre o ROA e associação mais persistente com o EBIT, embora determinantes estruturais — tamanho e alavancagem — demonstrem maior poder explicativo. A intensidade GW/AT não se relaciona ao lucro residual em nenhum horizonte. A *dummy* de *impairment* não antecipa pior desempenho posterior, resultado compatível com reconhecimento tardio de perdas já materializadas. Adicionalmente, 15 empresas (24,6% da amostra) reconheceram e baixaram integralmente o *goodwill* dentro do mesmo exercício social, evidência descritiva que reforça a necessidade de cautela na interpretação da persistência econômica do ativo. Os achados são estáveis a correções de heterocedasticidade, autocorrelação serial e dependência de corte transversal.

Conclui-se que o *goodwill* possui conteúdo informativo condicionado e predominantemente transitório nas métricas contábeis analisadas, sem evidência de sustentação contínua de valor econômico residual. O *impairment* opera, na amostra examinada, predominantemente como ajuste *ex post*, com limitada capacidade disciplinadora. Essas conclusões não invalidam conceitualmente o reconhecimento contábil do *goodwill*, mas indicam que sua leitura deve ser prudente e complementada por informações sobre sinergias, integração pós-aquisição, governança e *disclosure*. Os resultados contribuem para o debate normativo — em especial no contexto do ED/2024/1 do IASB — e orientam investidores, reguladores e auditores quanto à interpretação desse ativo no contexto brasileiro.

Palavras-chave: *Goodwill*; Benefícios Econômicos Futuros; Lucro Residual; Desempenho Financeiro; *Impairment*; B3.



Abstract

This study investigates whether the *goodwill* recognized in business combinations by Brazilian publicly listed companies on the B3 between 2015 and 2024 materializes future economic benefits. Anchored in the Residual Income Theory (Ohlson, 1995) and the CPC 15, CPC 04, and CPC 01 standards, the work estimates panel models with fixed firm and year effects for a sample of 61 companies (610 firm-year observations), using robust standard errors clustered by firm and Driscoll and Kraay (1998). The dependent variables include ROA, ROE, EBIT, and Residual Income (RI); the main explanatory variables are the *goodwill* balance (GW), its annual variation (ΔGW), and the GW/AT intensity, with controls for size, leverage, and growth. The results indicate that goodwill is positively associated with residual income in $t+1$ and $t+2$, with statistically robust but economically limited effects and no persistence in $t+3$. Goodwill does not robustly explain ROE, has modest effects on ROA, and is more persistently associated with EBIT, although structural determinants — size and leverage — show greater explanatory power. GW/AT intensity is not related to residual income in any horizon. The impairment dummy does not anticipate worse subsequent performance, a result consistent with the late recognition of losses already materialized. In addition, 15 companies (24.6% of the sample) fully recognized and wrote off goodwill within the same fiscal year, a descriptive finding that reinforces the need for caution when interpreting the economic persistence of this asset. The findings are stable after corrections for heteroscedasticity, serial autocorrelation, and cross-sectional dependence.

It is concluded that goodwill has conditional and predominantly transitory informational content in the accounting metrics analyzed, without evidence of sustained residual economic value creation. The impairment test operates in the sample mainly as an ex post adjustment, with limited disciplinary capacity. These conclusions do not conceptually invalidate the accounting recognition of goodwill, but indicate that it should be interpreted cautiously and supplemented by information on synergies, post-acquisition integration, governance, and disclosure. The results contribute to the regulatory debate — especially in the context of IASB ED/2024/1 — and guide investors, regulators, and auditors regarding the interpretation of this asset in the Brazilian context.

Keywords: *Goodwill*; Future Economic Benefits; Residual Income; Financial Performance; Impairment; B3.



Lista de Tabelas

Tabela 1 – Fatores que influenciam a avaliação do <i>goodwill</i> e performance pós-aquisição ...	45
Tabela 2 – Síntese das Hipóteses de Pesquisa	56
Tabela 3 – Definição e Operacionalização das Variáveis	66
Tabela 4 – Estatísticas Descritivas	79
Tabela 5 – Matriz de Correlação	79
Tabela 6 – Resultados da Hipótese 1 – <i>Goodwill</i> x RI	82
Tabela 7 – Resultados da Hipótese 2 – <i>Goodwill</i> x ROE	84
Tabela 8 – Resultados da Hipótese 2 – <i>Goodwill</i> x ROA	86
Tabela 9 – Resultados da Hipótese 2 – <i>Goodwill</i> x EBIT	87
Tabela 10 – Resultados da Hipótese 3 – Intensidade <i>Goodwill</i> x Lucro Residual	89
Tabela 11 – Resultados da Hipótese 4 – Redução de <i>Goodwill</i> x ROE	91
Tabela 12 – Resultados da Hipótese 4 – Redução de <i>Goodwill</i> x ROA	92
Tabela 13 – Resultados da Hipótese 4 – Redução de <i>Goodwill</i> x EBIT	93
Tabela 14 – Análise Comparativa: empresas com <i>goodwill</i> vs. sem <i>goodwill</i>	95
Tabela 15 – Resultados do Teste de Robustez - Variação do <i>Goodwill</i> x RI	98
Tabela 16 – Resultados do Teste de Robustez DK para H1	102
Tabela 17 – Resultados do Teste de Robustez DK para H2 – ROE	103
Tabela 18 – Resultados do Teste de Robustez DK para H2 – ROA	105
Tabela 19 – Resultados do Teste de Robustez DK para H2 – EBIT	106
Tabela 20 – Resultados do Teste de Robustez DK para H3	107
Tabela 21 – Resultados do Teste de Robustez DK para H4 – ROE	108
Tabela 22 – Resultados do Teste de Robustez DK para H4 – ROA	109
Tabela 23 – Resultados do Teste de Robustez DK para H4 – EBIT	110



Lista de Abreviações

AEG	<i>Abnormal Earnings Growth</i> (Crescimento Anormal dos Lucros)
ASU	<i>Accounting Standards Update</i>
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CSR	<i>Clean Surplus Relation</i> (Relação de Superávit Limpo)
DP	<i>Discussion Paper</i>
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i> (Lucro antes de Juros e Impostos)
ED	<i>Exposure Draft</i>
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i> (Ambiental, Social e Governança)
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
IASC	<i>International Accounting Standards Committee</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i> (Fusões e Aquisições)
RIM	<i>Residual Income Model</i> (Modelo de Lucro Residual)
RIV	<i>Residual Income Valuation</i> (Avaliação pelo Lucro Residual)
ROA	<i>Return on Assets</i> (Retorno sobre Ativos)
ROE	<i>Return on Equity</i> (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)
S&P 500	<i>Standard & Poor's 500</i>
SFAS	<i>Statement of Financial Accounting Standards</i>
TEMAC	Teoria do Enfoque Meta-Analítico Consolidada
UGC	Unidade Geradora de Caixa
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i> (Fator de Inflação da Variância)



Sumário

1. Introdução	15
1.1. Contextualização	15
1.2. Problema da Pesquisa	18
1.3. Objetivos da Pesquisa	19
1.3.1. <i>Objetivo Geral</i>	19
1.3.2. <i>Objetivos Específicos</i>	19
1.4. Justificativa e Relevância	20
1.5. Estrutura da Pesquisa	22
2. Referencial Teórico	22
2.1. <i>Goodwill</i>	Erro! Indicador não definido.
2.1.1. <i>Aspectos Históricos</i>	22
2.1.2. <i>Evolução Normativa e Aspectos Contábeis</i>	26
2.1.3. <i>Limitações do modelo de recuperabilidade e o debate regulatório</i>	29
2.2. Teoria do Lucro Residual e Modelo de Ohlson	33
2.3. Revisão do Estado da Arte	39
2.4. Lacunas de Pesquisa	47
2.5. Formulação das Hipóteses de Pesquisa	49
3. Metodologia	57
3.1. Estratégia de Pesquisa	57
3.2. Amostra e Período de Análise	59
3.3. Operacionalização das Variáveis	61
3.4. Modelos Econométricos	67
3.4.1. <i>Hipótese 1 – Goodwill e Lucro Residual</i>	68
3.4.2. <i>Hipótese 2 – Goodwill e Indicadores de Desempenho</i>	69
3.4.3. <i>Hipótese 3 – Intensidade do Goodwill e Lucro Residual</i>	71
3.4.4. <i>Hipótese 4 - Impairment do Goodwill e Desempenho Posterior</i>	71
3.5. Procedimentos de Estimação e Robustez	72
3.6. Limitações da Pesquisa	74
4. Análise e Discussão dos Resultados	77
4.1. Estatísticas Descritivas	77



4.2.	Evidências Descritivas Complementares: Baixas Rápidas de <i>Goodwill</i>	80
4.3.	Resultados dos Modelos Econométricos	82
4.3.1.	<i>Análise da Hipótese 1 (H1)</i>	82
4.3.2.	<i>Análise da Hipótese 2 (H2)</i>	84
4.3.3.	<i>Análise da Hipótese 3 (H3)</i>	89
4.3.4.	<i>Análise da Hipótese 4 (H4)</i>	91
4.4.	Análise Comparativa: Empresas COM e SEM <i>Goodwill</i>	94
5.	Testes de Robustez	97
5.1.	Objetivo e racional dos testes de robustez	97
5.2.	Variação do <i>Goodwill</i> x Lucro Residual	98
5.3.	Diagnósticos dos modelos de painel	101
5.4.	Reestimação com erros-padrão robustos	101
5.5.	Resultados de robustez por hipótese	102
5.5.1.	<i>Análise de Robustez H1</i>	102
5.5.2.	<i>Análise de Robustez H2</i>	103
5.5.3.	<i>Análise de Robustez H3</i>	107
5.5.4.	<i>Análise de Robustez H4</i>	108
5.6.	Conclusão da Análise de Robustez	110
6.	Conclusão	113
7.	Referências	115
Apêndice		127
Apêndice A – Estimação do Custo de Capital Próprio (K_e)		127
Apêndice B – Lista de Empresas da Amostra		128
Apêndice C – Fator de Inflação de Variância (VIF)		131



1. Introdução

1.1. Contextualização

A relevância dos ativos intangíveis redefiniu a estrutura econômica das organizações, representando cerca de 90% do valor de mercado das empresas do S&P 500 em 2020 (Pechlivanidis et al., 2022; Just et al., 2023; Calado & Pereira, 2024). Nesse cenário, o *goodwill*¹ assume papel central como um dos ativos mais complexos das demonstrações contábeis, por refletir expectativas de benefícios econômicos futuros oriundos de sinergias e competências inseparáveis do negócio (Huber & McClure, 2025; Bagna et al., 2023).

Essa relevância, entretanto, contrasta com evidências empíricas que sugerem que grande parte das operações de Fusões e Aquisições (M&A) não gera o valor inicialmente projetado, o que levanta dúvidas sobre a efetiva realização econômica incorporada no *goodwill* (Amel-Zadeh et al., 2023; Wang & Zhang, 2024). Pesquisas clássicas e contemporâneas mostram que entre 50% e 80% das aquisições fracassam em produzir retornos superiores ao custo de capital, seja devido a sinergias superestimadas, dificuldades de integração, otimismo gerencial ou condições adversas (King et al., 2004; Li & Sloan, 2017; Oliveira, 2022). Nesse contexto, já no reconhecimento inicial do *goodwill* pode-se configurar um potencial desalinhamento entre as expectativas de geração de benefícios econômicos futuros e o desempenho efetivamente observado, o que torna pertinente investigar a capacidade informacional desse ativo.

A controvérsia se aprofunda quando se consideram as distintas concepções teóricas associadas ao *goodwill*. Do ponto de vista contábil, haveria representação de saldo residual,

¹ Ao longo desta dissertação, os termos *goodwill* e ágio são utilizados de forma intercambiável para designar o ativo reconhecido contabilmente em combinações de negócios, conforme definido pelo CPC 15 (R1) e pelo IFRS 3, correspondente ao excedente entre o valor pago pela adquirente e o valor justo líquido dos ativos identificáveis adquiridos. Essa equivalência terminológica não abrange o ágio fundamentado em rentabilidade futura de natureza tributária, previsto na legislação fiscal brasileira, cuja disciplina jurídica e contábil difere substancialmente do *goodwill* tratado neste trabalho.



decorrente da diferença entre o valor pago e os ativos líquidos identificáveis adquiridos (Martins et al., 2010). Já sob a ótica econômico-financeira, o *goodwill* é frequentemente interpretado como expectativa de superlucros sustentáveis, decorrentes de vantagens competitivas e sinergias não capturadas pelos ativos individualmente mensuráveis, aproximando-se dos fundamentos da Teoria do Lucro Residual (Feltham & Ohlson, 1995; Ohlson, 1995). Essa dualidade conceitual evidencia tensões entre mensuração contábil e realidade econômica, além de reforçar o entendimento do *goodwill* como um ativo de alta subjetividade e baixa verificabilidade (Boennen & Glaum, 2014; Ramanna & Watts, 2012).

O reforço normativo ao modelo baseado em *impairment test* ampliou essas preocupações. Desde a adoção do *International Financial Reporting Standards* (IFRS) de número três (IFRS 3), a mensuração do *goodwill* passou a depender de premissas gerenciais relativas a fluxos de caixa futuros, taxas de desconto e expectativas de desempenho, elementos marcados por incerteza e ampla margem de julgamento (Sudyn, 2018; Yang & Zhu, 2023). Relatórios recentes do IASB reconhecem dificuldades na auditoria e na aplicação consistente do teste de recuperabilidade, o que motivou o *Exposure Draft (ED) Business Combinations—Disclosures, Goodwill and Impairment* (IASB, 2024), propondo maior transparência quanto às metas e sinergias esperadas. Tais iniciativas revelam que, mesmo em ambientes regulatórios robustos, o *goodwill* permanece como um ativo de legitimidade contestada.

No contexto brasileiro, essa discussão assume contornos específicos. A expansão das operações de M&A em setores como saúde, tecnologia e energia intensificou o reconhecimento de *goodwill*, enquanto estudos nacionais apontam evidências ainda não conclusivas sobre a correspondência entre o ativo reconhecido e o desempenho subsequente (de Vasconcelos & Jucá, 2016; Oliveira & Lustosa, 2022; Costa et al., 2023; Calado & Pereira, 2024). Características institucionais do mercado brasileiro, como fragilidades de governança corporativa, menor *enforcement* regulatório e elevada volatilidade macroeconômica, podem



afetar tanto a mensuração do *goodwill* quanto sua relação observável com métricas de desempenho. Dessa forma, investigar a capacidade informacional desse ativo em ambiente emergente torna-se relevante sem pressupor, de antemão, que sua realização econômica será necessariamente positiva ou negativa.

A partir desse conjunto de evidências, a questão analítica desloca-se da legitimidade abstrata do *goodwill* como ativo para sua capacidade de associação com resultados econômicos observáveis (Zeff, 2007). A literatura internacional recente tem avançado no debate sobre *value relevance*, *impairment e disclosure* (Ramanna & Watts, 2012; Li & Sloan, 2017; Wen, 2023) mas permanece menos conclusiva quanto à persistência dos benefícios econômicos mensurados por lucros residuais em mercados emergentes.

Diante desse cenário, esta dissertação investiga se as expectativas de benefícios econômicos futuros, representadas pelo *goodwill* reconhecido pelas empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), encontram suporte no desempenho econômico-financeiro subsequente. Para tanto, adota-se como “lupa conceitual” a Teoria do Lucro Residual (Feltham & Ohlson, 1995), que permite fazer distinção entre lucros normal e residual. A questão central que orienta o estudo é: em que medida o *goodwill*, tal como reconhecido pelas normas contábeis vigentes, está associado à geração futura de lucro residual e ao desempenho econômico-financeiro das companhias abertas brasileiras?

A resposta a essa questão é relevante para a teoria contábil, por examinar empiricamente uma dimensão da expectativa de benefícios futuros incorporada ao *goodwill*, e para a prática, ao fornecer evidências úteis a reguladores, auditores, investidores e gestores. A análise proposta não pretende invalidar conceitualmente o reconhecimento contábil do ativo, mas avaliar sua utilidade informacional e sua persistência econômica dentro dos limites das proxies adotadas. Além disso, contribui para a compreensão do *goodwill* em mercados emergentes, nos quais as



condições institucionais podem intensificar a distância entre expectativa contábil, *disclosure* e realização econômica observável.

1.2. Problema da Pesquisa

Ocupando uma posição singular no debate contábil, o *goodwill*, embora normatizado como ativo intangível, possui natureza conceitual passível de discussões contínuas na literatura. Sob esse aspecto, o IFRS 3 (IASB, 2008) e o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC 15/R1) definem o *goodwill* como o excedente entre o valor pago em uma combinação de negócios e o valor justo líquido dos ativos identificáveis adquiridos, reconhecendo-o exclusivamente nesse tipo de operação. Já sob a perspectiva econômico-financeira, o *goodwill* é interpretado como a expectativa de geração de benefícios econômicos futuros superiores ao retorno normal, sustentados por sinergias, reputação, capital humano e outras fontes de vantagem competitiva que não podem ser mensuradas individualmente (Canning, 1929; Martins et al., 2010; Pechlivanidis et al., 2022).

A coexistência dessas interpretações distintas tem alimentado críticas persistentes. Autores como Ramanna e Watts (2012) e Paugam e Ramanna (2019) argumentam que o *goodwill* pode incorporar elementos de subjetividade que dificultam a verificação de sua substância econômica, especialmente em ambientes em que as estimativas de valor recuperável dependem fortemente de premissas gerenciais. No contexto brasileiro, reflexões semelhantes são encontradas em Martins (2010) e Oliveira (2022), que observam que o *goodwill* tende a refletir projeções e expectativas associadas ao processo de aquisição, cuja realização posterior nem sempre é observada.

Embora exista uma literatura internacional robusta que busca examinar a aderência entre o *goodwill* e o desempenho subsequente, os resultados empíricos permanecem heterogêneos. Estudos como Li e Sloan (2017), Amel-Zadeh et al. (2023) e Huber e McClure (2025) destacam que a associação entre o *goodwill* reconhecido e a criação de valor posterior



é, em muitos casos, limitada ou condicionada por fatores específicos da transação e do ambiente organizacional. No Brasil, a produção acadêmica ainda é relativamente incipiente e dispersa (Souza & Borba, 2017; Feltes et al., 2021; Silva & Rover, 2022), o que evidencia a necessidade de investigações que testem, de forma sistemática, se o *goodwill* efetivamente se relaciona com indicadores de desempenho econômico-financeiro no período posterior à aquisição.

Nesse cenário, emerge a questão que orienta esta dissertação: o *goodwill* registrado pelas companhias listadas na B3 encontra suporte empírico na geração de lucros residuais e em indicadores de desempenho econômico-financeiro, ou sua associação com tais métricas revela-se limitada e transitória no contexto brasileiro?

1.3. Objetivos da Pesquisa

1.3.1. Objetivo Geral

Avaliar se as expectativas de benefícios econômicos futuros, representadas pelo *goodwill* reconhecido nas demonstrações contábeis das companhias listadas na B3, encontram suporte empírico no desempenho econômico-financeiro subsequente, conforme pressuposto pela Teoria do Lucro Residual, ou se o *goodwill* apresenta capacidade preditiva limitada em relação à criação de valor.

1.3.2. Objetivos Específicos

Como objetivos específicos, procura-se:

- a) Examinar evolução normativa e controvérsias conceituais associadas ao *goodwill*, com foco em sua natureza prospectiva reconhecida contabilmente, à luz do CPC 15 e do IFRS 3.
- b) Investigar associação entre saldos de *goodwill* e indicadores de desempenho econômico-financeiro futuros (ROE, ROA, EBIT) das companhias listadas na B3.



- c) Testar se o *goodwill* registrado está associado à geração de lucros residuais futuros superiores ao retorno normal² esperado pelo acionista.
- d) Analisar os resultados à luz do debate internacional, discutindo as implicações dos achados para a teoria contábil, a prática de mercado e a regulação, com ênfase na utilidade informacional da expectativa registrada no *goodwill*.

1.4. Justificativa e Relevância

A escolha do *goodwill* como objeto de investigação justifica-se por sua centralidade nos debates acadêmicos e normativos contemporâneos. Trata-se de um ativo que, ao mesmo tempo em que representa parcela significativa dos balanços das companhias abertas, especialmente em operações de fusões e aquisições, permanece cercado por controvérsias quanto à sua natureza e mensuração (Ramanna & Watts, 2012; Wen, 2023; Amel-Zadeh et al., 2023). A relevância do tema decorre do fato de que, embora o *goodwill* seja tratado normativamente como um ativo representativo de benefícios econômicos futuros, estudos empíricos sugerem que tais expectativas nem sempre se materializam de forma consistente, sobretudo em contextos de mercado emergente, como o brasileiro (Yehuda et al., 2019; Lys et al., 2012).

Do ponto de vista acadêmico, esta dissertação busca contribuir para um campo ainda relativamente incipiente na literatura brasileira. Embora existam estudos que abordem a relevância valorativa do *goodwill* em empresas listadas na B3 (Souza & Borba, 2017; Feltes et al., 2021; Silva & Rover, 2022), observa-se escassez de pesquisas que confrontem diretamente o reconhecimento contábil desse ativo com a efetiva realização de benefícios econômicos futuros. Ao adotar a Teoria do Lucro Residual como arcabouço analítico (Watts & Zimmerman,

² Para fins deste estudo, o retorno normal esperado pelos acionistas corresponde ao custo de capital próprio aplicado ao patrimônio líquido, conforme a formulação da Teoria do Lucro Residual (Ohlson, 1995; Feltham & Ohlson, 1995). Esse retorno representa a remuneração mínima exigida pelos investidores para compensar o risco do capital investido. Apenas resultados que excedem esse patamar são interpretados como criação efetiva de valor econômico, sendo classificados como lucros residuais.



1986; Ohlson, 1995), o estudo amplia a compreensão sobre a relação entre contabilidade e valor econômico, possibilitando a produção de evidências empíricas originais em um contexto de mercado emergente. Pesquisas recentes indicam que apenas parte do *goodwill* reconhecido corresponde a valor econômico sustentável (Li & Sloan, 2017; Just et al., 2023; Huber & McClure, 2025), o que reforça a relevância da investigação proposta.

Na perspectiva regulatória, a pesquisa mostra-se particularmente pertinente ao situar-se em um período de intenso debate internacional sobre o tratamento contábil do *goodwill*. O IASB tem reiteradamente incluído o tema em suas consultas públicas (IASB, 2020, 2024), discutindo propostas relacionadas ao modelo de *impairment*, ao aprimoramento da transparência informacional e à forma de apresentação do ativo no balanço patrimonial. Debates semelhantes também têm sido conduzidos no âmbito do FASB, especialmente no que se refere à conveniência de reintroduzir a amortização sistemática do *goodwill* como alternativa ao modelo exclusivamente baseado em *impairment*. A literatura acadêmica tem evidenciado que tais escolhas normativas estão longe de ser neutras, sendo influenciadas por fatores como crises econômicas, pressões políticas e condicionantes institucionais (Martins, 2010, 2020; Calado & Pereira, 2024).

Sob a ótica prática, a pesquisa apresenta utilidade para investidores, reguladores, gestores e auditores. Para o mercado, é relevante avaliar se o *goodwill* reportado constitui um indicador confiável de valor futuro ou se reflete predominantemente arbitragens contábeis. Para normatizadores, os resultados podem fornecer subsídios para revisões regulatórias. Para gestores e auditores, o estudo oferece reflexões sobre o uso da informação contábil na justificativa de estratégias de aquisição, na realização de testes de *impairment* e na avaliação de desempenho. Evidências recentes destacam, ainda, o papel do *disclosure* e do perfil gerencial na determinação do valor atribuído ao *goodwill* (Pardo & Giner, 2022; Rossignoli et al., 2025; Ellahie et al., 2025).



Assim, esta pesquisa pretende contribuir em três dimensões complementares: (i) o avanço acadêmico, ao oferecer evidências empíricas originais em um contexto de mercado emergente; (ii) o debate regulatório, ao contextualizar os achados à luz das normas internacionais; e (iii) a prática profissional, ao avaliar a utilidade da informação contábil para a tomada de decisões econômicas.

1.5. Estrutura da Pesquisa

Além desta introdução, a dissertação está organizada em cinco capítulos. O Capítulo 2 apresenta o referencial teórico, abordando os fundamentos conceituais e normativos do *goodwill*, as críticas recorrentes e a Teoria do Lucro Residual como arcabouço do estudo. O Capítulo 3 descreve a metodologia da pesquisa, incluindo o delineamento, a amostra, as variáveis e os procedimentos estatísticos adotados. O Capítulo 4 apresenta e discute os resultados empíricos, analisando a relação entre o *goodwill* e o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas na B3. Por fim, o Capítulo 5 reúne as considerações finais, destacando as contribuições, limitações e sugestões para pesquisas futuras. As Referências e os Apêndices complementam o trabalho.

2. Referencial Teórico

2.1. *Goodwill*

2.1.1. *Aspectos Históricos*

O objetivo desta dissertação não está fundamentado em aprofundar aspectos históricos do *goodwill*, uma vez que eles já foram amplamente explorados na literatura. Ainda assim, apresenta-se uma síntese, a fim de evidenciar a instabilidade conceitual que historicamente permeia o tema. O *goodwill* possui raízes seculares e expressa a tentativa da contabilidade de captar elementos intangíveis capazes de gerar valor adicional ao negócio além de seus ativos



físicos. Sua discussão permanece marcada por divergências quanto à natureza, mensuração e utilidade informacional, o que ajuda a explicar as dificuldades da normatização contábil contemporânea em representá-lo de forma consistente (Ramanna & Watts, 2012; Amel-Zadeh et al., 2023).

O termo surgiu formalmente na Inglaterra, em 1571, em decisões judiciais que reconheciam valor adicional a estabelecimentos comerciais situados em locais estratégicos, para além de seus ativos físicos, ao admitir que reputação e localização privilegiada poderiam justificar um pagamento superior (Courtis, 1983; Iatridis et al., 2022). Desde sua origem, portanto, o *goodwill* esteve associado à expectativa de vantagens futuras, embora sua representação contábil tenha variado significativamente ao longo do tempo.

Ao longo do século XIX e início do século XX, o debate ganhou maior sistematização. Conforme a revisão histórica de Courtis (1983), autores como Bithell (1882), Harris (1884) e Bourne (1888) passaram a associar o *goodwill* à vantagem de um negócio bem administrado, à expectativa de lucros futuros e a atributos como fidelidade dos clientes e reputação. Posteriormente, Dicksee (1897), Leake (1921) e Paton (1922) contribuíram para o refinamento conceitual do tema, ampliando sua compreensão para além da simples expectativa de lucros, aproximando-o de direitos, vantagens competitivas e da noção de superlucros. Em síntese, consolidou-se progressivamente a ideia de que o *goodwill* representa um valor econômico que não decorre apenas da posse de ativos tangíveis, mas da expectativa de geração de fluxos de caixa incrementais e retornos acima do normal (Courtis, 1983; Calado & Pereira, 2024).

Apesar dessa evolução, o *goodwill* passou a ser empregado de maneira diversa no Direito, na Economia e na Contabilidade, contribuindo para ambiguidades conceituais que ainda hoje se refletem em estudos acadêmicos e práticos sobre o tema (Martins et al., 2010). Na ciência contábil, poucos elementos das demonstrações contábeis sofreram tantas revisões conceituais e normativas quanto o *goodwill* (Calado & Pereira, 2024). Ao longo do século XX,



sua contabilização foi modificada repetidamente, refletindo a dificuldade em alcançar uma solução estável e amplamente aceita por preparadores, reguladores e usuários da informação contábil (Catlett & Olson, 1968). Enquanto, para a Contabilidade, o *goodwill* é reconhecido como ativo e registrado no balanço patrimonial, no campo jurídico ele não possui existência autônoma, não podendo ser transmitido isoladamente. Essa falta de clareza conceitual pode gerar distorções relevantes, comprometendo a validade dos resultados e a qualidade da informação contábil, além de produzir implicações teóricas e práticas para a disciplina (Martins et al., 2010; Mendes, 2023).

A análise crítica de Paton, retomada por Catlett e Olson (1968), reforça esse ponto ao destacar que a essência da discussão repousa na natureza dos recursos empresariais. Nessa perspectiva, ativos não devem ser compreendidos apenas como elementos tangíveis, mas como unidades econômicas capazes de prestar serviços, independentemente de sua materialidade. Tal entendimento contribui para sustentar a inclusão do *goodwill* no debate sobre ativos, ainda que sua mensuração e verificabilidade permaneçam problemáticas (Catlett & Olson, 1968; Calado & Pereira, 2024).

A literatura contemporânea passou a organizar o *goodwill* em quatro grandes correntes explicativas (Martins et al., 2010). A teoria dos intangíveis o entende como a soma de ativos intangíveis não identificáveis separadamente, como reputação, localização ou capital humano. A teoria residual o concebe como o excedente entre o preço pago e o valor justo dos ativos líquidos identificáveis da adquirida, perspectiva consolidada por Canning (1929) e incorporada pela prática contábil moderna. A teoria da sinergia relaciona o *goodwill* ao valor adicional gerado pela interação entre ativos tangíveis e intangíveis. Por fim, a teoria do superlucro o define como o valor presente de lucros futuros anormais, em linha com a noção econômica de rentabilidade acima do retorno normal esperado (Martins et al., 2010; Zeff, 2018).



Essa pluralidade revela a ambiguidade estrutural do *goodwill*: ora associado a elementos intangíveis, como reputação, fidelidade dos clientes e vantagens competitivas, ora tratado como capitalização de superlucros futuros ou como um resíduo apurado em combinações de negócios (Courtis, 1983; Paton, 1922; Canning, 1929; Pereira & Lustosa, 2020; Oliveira & Lustosa, 2022). Tal ambiguidade sustenta tanto as críticas normativas quanto as investigações empíricas sobre sua efetiva capacidade de traduzir valor econômico (Ramanna & Watts, 2012).

Não obstante essa pluralidade teórica, a prática contábil buscou delimitar o escopo do *goodwill*, reconhecendo-o apenas nas situações de combinações de negócios em que a adquirente paga valor superior ao justo valor líquido dos ativos identificáveis da adquirida (IFRS 3, IASB, 2008; CPC 15/R1, 2011). É justamente sobre esse *goodwill* normativamente reconhecido — formalizado pelas regras contábeis, mas continuamente questionado quanto à sua essência econômica — que essa dissertação concentra sua análise, investigando sua correspondência com o desempenho econômico-financeiro das companhias (Martins et al., 2010; Calado & Pereira, 2024).

Ao longo deste trabalho, e é oportuno sempre enfatizar que o *goodwill* é tratado como expectativa de benefícios econômicos futuros, e não como garantia ou promessa de rentabilidade. Essa distinção é central, pois a eventual não materialização desses benefícios não implica, necessariamente, erro na mensuração inicial, mas pode revelar limites na verificabilidade e na utilidade informacional do ativo em diferentes contextos institucionais. É essa perspectiva histórica e conceitual que fundamenta a investigação empírica desenvolvida nesta dissertação, voltada a examinar em que medida as expectativas registradas contabilmente encontram suporte no desempenho econômico subsequente das companhias brasileiras.



2.1.2. *Evolução Normativa e Aspectos Contábeis*

A evolução normativa do *goodwill* reflete o esforço global de convergência contábil e a busca por maior comparabilidade entre diferentes tradições jurídicas e culturais (Iatridis et al., 2022; Júnior & Frederico, 2017; Niyama & Silva, 2022). A transformação do IASC em IASB, em 2001, marcou um ponto de inflexão, com o fortalecimento da governança e da credibilidade normativa junto aos mercados de capitais e aos reguladores (Zeff, 2014; Martins, 2020). Desde então, a ampla adoção das IFRS por economias centrais consolidou a padronização da informação contábil como uma agenda global.

No Brasil, esse processo foi formalizado pela Lei nº 11.638/2007, que buscou alinhar as normas locais às IFRS e instituiu o CPC como órgão técnico responsável pela emissão de pronunciamentos alinhados aos padrões internacionais. No caso do *goodwill*, a disciplina normativa encontra-se principalmente no CPC 15 (R1) – Combinação de Negócios, que define o ágio como o excedente do preço de aquisição em relação ao valor justo dos ativos identificáveis adquiridos e aos passivos assumidos.

Essa definição consolida o caráter residual do *goodwill*, tratando-o como uma expectativa contabilizada, isto é, o valor pago pela perspectiva de benefícios econômicos futuros que não puderam ser individualizados no reconhecimento inicial. A prática contábil, portanto, restringe o *goodwill* às situações de combinações de negócios, afastando sua formação interna e delimitando de forma explícita seu escopo normativo.

O reconhecimento do *goodwill* também se relaciona ao conceito de ativo estabelecido pela Estrutura Conceitual (CPC 00 – R2, 2018), que define ativo como um recurso econômico presente, controlado pela entidade, com potencial de gerar benefícios econômicos futuros. Embora essa definição seja ampla, o *goodwill* apresenta características singulares, pois não é separável e identificável, nem negociável de forma independente, o que reforça críticas



recorrentes à sua classificação como ativo em sentido tradicional (Martins, 2010; Costa et al., 2023).

O CPC 04 – Ativos Intangíveis reforça essa excepcionalidade ao excluir explicitamente o *goodwill* de seu escopo, reservando seu tratamento normativo específico ao CPC 15. Dessa forma, o *goodwill* permanece como um ativo residual, não identificável separadamente e cuja mensuração é dependente da expectativa de benefícios futuros associados às unidades adquiridas.

No que se refere à mensuração subsequente do *goodwill* é disciplinada pelo CPC 01 – Redução ao Valor Recuperável de Ativos, que aboliu a amortização sistemática e instituiu o teste anual de recuperabilidade (*impairment test*) como mecanismo obrigatório. Essa mudança representou uma opção normativa relevante: abandonou-se a previsibilidade da amortização — considerada confiável, porém potencialmente pouco informativa — em favor de um modelo que busca refletir, periodicamente, a evolução da expectativa econômica subjacente ao *goodwill* (Martins, 2010; Ramanna & Watts, 2012).

Na prática, o *goodwill* deve ser alocado às correspondentes UGC e testado em conjunto com os demais ativos dessas unidades. Esse procedimento envolve elevado grau de julgamento, uma vez que o teste de recuperabilidade depende de premissas sensíveis, como projeções de fluxos de caixa futuros, taxas de desconto e taxas de crescimento. Como resultado, o modelo introduz elevado nível de subjetividade e amplia o espaço para discricionariedade gerencial (Li & Sloan, 2017; Wen, 2023).

A literatura tem documentado diversas fragilidades associadas a esse modelo. Um dos problemas mais recorrentes refere-se ao chamado *shielding effect* ou *headroom effect*³, que

³ O *headroom* corresponde à diferença positiva entre o valor recuperável de uma unidade geradora de caixa e o valor contábil de seus ativos líquidos. Quando essa margem é significativa, ela pode absorver perdas econômicas associadas ao *goodwill* sem que estas sejam reconhecidas contabilmente, fenômeno conhecido como *shielding effect*. Nesse contexto, o desempenho satisfatório de outros ativos da UGC “protege” o *goodwill* contra o



decorre do fato de o *goodwill* ser testado conjuntamente com outros ativos no âmbito das UGC. Quando o valor recuperável da unidade excede significativamente o valor contábil de seus ativos líquidos, cria-se uma margem de proteção (*headroom*) capaz de absorver perdas econômicas associadas ao *goodwill* sem que estas sejam reconhecidas contabilmente, mesmo diante de frustração de sinergias ou desempenho inferior ao esperado (Ramanna & Watts, 2012; Amel-Zadeh et al., 2023; Wen, 2023).

Além disso, evidências empíricas indicam que o elevado grau de julgamento envolvido no *impairment test* amplia o espaço para discricionariedade gerencial. Estudos demonstram que gestores podem postergar o reconhecimento de perdas por meio da adoção de premissas excessivamente otimistas nas projeções de fluxos de caixa, nas taxas de crescimento ou na escolha das taxas de desconto, reduzindo a sensibilidade do teste de recuperabilidade (Li & Sloan, 2017; Glaum et al., 2018; Bagna et al., 2023). Alternativamente, o *impairment* pode ser utilizado de forma estratégica em períodos de resultados já negativos ou de crises econômicas, concentrando o reconhecimento de perdas em um único exercício com o objetivo de “limpar o balanço”, caracterizando práticas associadas ao *big bath accounting* (Ramanna & Watts, 2012; Oliveira & Lustosa, 2022; Wang & Zhang, 2024).

Esses comportamentos reduzem a tempestividade e a utilidade informacional do *impairment* como mecanismo de verificação das expectativas originalmente incorporadas no *goodwill*. As limitações observadas, contudo, não se restringem a falhas operacionais do teste de recuperabilidade, mas refletem uma tensão normativa mais ampla entre relevância econômica e confiabilidade informacional. Essa tensão motivou a reabertura do debate regulatório internacional sobre o tratamento do *goodwill*, tema desenvolvido na subseção seguinte.

reconhecimento de *impairment*, mesmo diante de frustração das expectativas de sinergias originalmente incorporadas ao preço de aquisição.



2.1.3. Limitações do modelo de recuperabilidade e o debate regulatório

A evolução do tratamento contábil do *goodwill* em combinações de negócios reflete um *trade-off* central da regulação contábil entre confiabilidade e relevância da informação. O modelo de amortização sistemática, historicamente adotado em diversas jurisdições, oferecia previsibilidade e simplicidade operacional ao reconhecer o consumo do *goodwill* ao longo do tempo. Contudo, a literatura acadêmica demonstrou de forma consistente que a definição da vida útil econômica do *goodwill* carecia de fundamentação teórica e empírica, resultando em prazos arbitrários, baixa comparabilidade e limitada capacidade informacional (Johnson & Petrone, 1998; Jennings et al., 2001; Ramanna, 2008).

Diante dessas limitações, o modelo baseado exclusivamente no teste de recuperabilidade foi adotado como alternativa normativa, com o objetivo de aproximar o reconhecimento contábil do *goodwill* de sua essência econômica, mantendo o ativo no balanço enquanto os benefícios esperados permanecessem sustentáveis (IASB, 2004). Essa mudança buscou aumentar a relevância da informação contábil, ainda que à custa de maior dependência de julgamentos e estimativas gerenciais.

Apesar de sua coerência conceitual, evidências empíricas acumuladas ao longo das últimas duas décadas indicam que o modelo baseado exclusivamente no *impairment* apresenta limitações relevantes. Estudos mostram que as perdas por redução ao valor recuperável do *goodwill* são reconhecidas, em média, com atraso significativo em relação à deterioração do desempenho econômico das firmas, comprometendo a tempestividade e o conteúdo informacional desse reconhecimento (Li & Sloan, 2017; Glaum et al., 2018; Knauer & Wöhrmann, 2020; Wen, 2023).

A literatura também documenta que o teste de recuperabilidade é altamente sensível a julgamentos gerenciais, envolvendo estimativas discricionárias de fluxos de caixa futuros,



taxas de desconto e níveis de agregação das unidades geradoras de caixa. Essa discricionariedade cria incentivos para o adiamento do reconhecimento de perdas, sobretudo em contextos de fraco desempenho econômico, governança corporativa menos eficaz ou maior pressão por resultados (Ramanna & Watts, 2012; Cappellesso et al., 2017; Li & Sloan, 2017; Zhao et al., 2023). Ademais, a alocação do *goodwill* a amplas UGC permite que resultados positivos de determinados ativos ou segmentos absorvam perdas específicas relacionadas à aquisição, enfraquecendo a função disciplinadora do *impairment* e contribuindo para a persistência do *goodwill* no balanço sem respaldo econômico claro (Hayn & Hughes, 2006; Costa, 2023).

Diante dessas evidências, o IASB reabriu o debate regulatório sobre o tratamento do *goodwill* em combinações de negócios, reconhecendo explicitamente que o modelo vigente apresenta deficiências informacionais relevantes. Esse processo culminou na publicação do *Discussion Paper (DP)* de 2020 e, posteriormente, do *Exposure Draft (ED)* de 2024 – *Business Combinations—Disclosures, Goodwill and Impairment* (IASB, 2020; IASB, 2024).

De forma significativa, o ED não propõe o retorno à amortização sistemática do *goodwill*. Com base em evidências empíricas e nas respostas às consultas públicas, o IASB concluiu que a amortização não passaria a fornecer, de forma consistente, informação mais útil aos usuários das demonstrações contábeis. Em vez disso, o normatizador sinaliza uma reorientação do debate regulatório: do foco exclusivo na mensuração *ex-post* para o fortalecimento da transparência informacional ao longo de todo o ciclo da combinação de negócios.

Nesse sentido, o ED propõe a ampliação das divulgações relacionadas ao reconhecimento do *goodwill*, exigindo que as entidades descrevam de forma mais clara o racional estratégico das aquisições e as sinergias esperadas, incluindo sua natureza, magnitude, custos de implementação e horizonte temporal. Estudos recentes indicam que divulgações mais



específicas sobre a lógica econômica das aquisições reduzem assimetrias informacionais e aumentam a capacidade dos investidores de avaliar a qualidade do *goodwill* reconhecido (Bens et al., 2021; Christensen et al., 2023). Adicionalmente, o normativo propõe o acompanhamento posterior do desempenho de determinadas combinações estratégicas, aproximando o reporte financeiro de práticas de avaliação pós-aquisição discutidas na literatura de finanças e contabilidade (Moeller et al., 2005; Gu & Lev, 2011; Penman & Oh, 2024).

No que se refere ao teste de recuperabilidade, o IASB optou por aprimorar o modelo existente, em vez de alterá-lo, propondo medidas voltadas à mitigação de vieses gerenciais e à melhoria da verificabilidade das estimativas, com destaque para o fortalecimento do *disclosure* como mecanismo de disciplina informacional. Essa orientação decorre das críticas recorrentes na literatura quanto à elevada discricionariedade associada ao teste de *impairment*, que pode retardar o reconhecimento de perdas ou permitir o gerenciamento de resultados (Ramanna & Watts, 2012; Li & Sloan, 2017).

Nesse contexto, mudanças institucionais recentes, como a emissão do IFRS 18 (2023), voltadas à padronização da apresentação e do detalhamento das demonstrações contábeis, buscam ampliar a transparência e a comparabilidade das informações relativas aos ativos intangíveis, incluindo o *goodwill*. Ao conferir maior visibilidade a esse item nas demonstrações contábeis, o normatizador procura facilitar o monitoramento, por parte dos usuários, do volume de *goodwill* reconhecido e de sua evolução ao longo do tempo, especialmente no que se refere à materialização das sinergias esperadas nas combinações de negócios.

Por fim, observa-se que soluções normativas distintas coexistem em diferentes ambientes institucionais. No contexto norte-americano, companhias abertas seguem predominantemente o modelo baseado exclusivamente no teste de *impairment* para o *goodwill*, enquanto companhias privadas podem optar pela amortização sistemática combinada a um modelo simplificado de recuperabilidade, conforme estabelecido pela *Accounting Standards*



Update (ASU) 2014-02 do FASB. Essa coexistência evidencia que o tratamento contábil do *goodwill* não é uniforme entre os regimes regulatórios e reflete diferentes avaliações sobre o equilíbrio entre relevância informacional, custos de implementação e necessidades dos usuários das demonstrações contábeis (FASB, 2014; IASB, 2020; Amel-Zadeh et al., 2023).

Nos últimos anos, o FASB voltou a discutir a contabilidade subsequente do *goodwill*, inclusive considerando a possibilidade de combinar amortização e *impairment*, em resposta a críticas recorrentes quanto à elevada subjetividade das estimativas e ao reconhecimento frequentemente tardio de perdas no modelo baseado exclusivamente no *impairment* (Ramanna & Watts, 2012; Li & Sloan, 2017). Embora essa alternativa tenha sido objeto de discussão e consulta pública, ela não foi adotada para companhias abertas até o momento, o que evidencia que o tratamento contábil do *goodwill* permanece entre os temas mais controversos da contabilidade contemporânea (IASB, 2020; Amel-Zadeh et al., 2023). Ademais, a literatura sugere que essas diferenças normativas decorrem, em grande medida, de fatores institucionais — como custos de conformidade, grau de sofisticação dos usuários e estrutura do mercado de capitais — e não necessariamente da superioridade conceitual de um modelo em relação ao outro (Beatty et al., 2021; Niyama & Silva, 2022).

Em síntese, a trajetória normativa do *goodwill* revela um esforço contínuo de equilibrar relevância econômica e confiabilidade informacional. Apesar dos avanços recentes, o modelo vigente não elimina a subjetividade nem assegura que o *goodwill* reconhecido represente, de forma consistente, benefícios econômicos futuros efetivamente concretizados. Essa limitação decorre do fato de que a mensuração do *goodwill* permanece ancorada em premissas prospectivas e estimativas gerenciais, cuja verificabilidade empírica pode ser restrita.

Essa lacuna entre o tratamento normativo e a essência econômica do *goodwill* fundamenta a necessidade de investigações empíricas que avaliem se as expectativas registradas contabilmente se materializam na geração de valor subsequente. Nesse contexto, a



análise do *goodwill* deixa de se restringir à discussão normativa sobre reconhecimento e mensuração e passa a exigir instrumentos analíticos capazes de avaliar empiricamente a criação efetiva de valor associada às combinações de negócios.

O debate regulatório analisado nesta seção evidencia uma tensão estrutural que vai além das escolhas contábeis: mesmo com o aprimoramento do teste de recuperabilidade e o fortalecimento das divulgações proposto pelo IASB, a contabilidade do *goodwill* permanece dependente de expectativas de desempenho futuro cuja confirmação ocorre apenas *ex post*. Nesse contexto, avaliar sua qualidade econômica requer distinguir entre o retorno esperado para remunerar o capital investido e o excedente de desempenho que efetivamente justificaria o prêmio pago em uma aquisição.

Essa distinção remete ao conceito de lucro residual, amplamente utilizado na literatura contábil e financeira como referência para a avaliação da criação de valor econômico. Assim, a análise da capacidade do *goodwill* de antecipar benefícios econômicos futuros pode ser examinada à luz desse arcabouço teórico.

A seção seguinte apresenta a Teoria do Lucro Residual e o Modelo de Ohlson, que fundamentam a abordagem analítica adotada nesta pesquisa.

2.2. Teoria do Lucro Residual e Modelo de Ohlson

A Teoria do Lucro Residual fornece um robusto arcabouço conceitual para mensurar se o *goodwill* representa criação de valor econômico (Ohlson, 1995). Diferentemente da contabilidade societária, focada em prescrever regras de reconhecimento e mensuração, a perspectiva analítica baseada em modelos de *valuation* busca compreender como a informação contábil se relaciona com o valor de mercado e o desempenho das empresas (Watts & Zimmerman, 1986). Essa distinção é relevante para o presente estudo, pois desloca a análise



do “como registrar” para o “o que a informação revela” sobre expectativas econômicas e eventual criação de valor.

Esse enquadramento conecta-se ao paradigma positivo da contabilidade, consolidado sobretudo a partir de Watts e Zimmerman (1986). Enquanto a contabilidade normativa prescreve como os fenômenos deveriam ser refletidos nas demonstrações contábeis sob critérios ideais, a perspectiva positiva procura explicar e prever como os agentes se comportam diante das normas vigentes, considerando incentivos econômicos, pressões contratuais e estruturas institucionais. Nesse contexto, a informação contábil passa a ser examinada não apenas por sua formalidade, mas por seu conteúdo econômico e por suas consequências, em consonância com a literatura que relaciona escolhas contábeis, incentivos e resultados observáveis (Watts & Zimmerman, 1986; Fields et al., 2001).

Sob essa perspectiva, a relevância da contabilidade depende de sua capacidade de se associar, de modo consistente, ao valor econômico, aos preços e aos retornos de mercado. A literatura de *value relevance* sustenta que a utilidade da informação contábil decorre de sua aptidão para explicar preços e retornos das ações e, mais amplamente, para informar decisões econômicas (Ball & Brown, 1968; Barth et al., 2001; Beaver, 2002; Penman, 2005). É nesse contexto que se insere o modelo de Ohlson (1995), ao formalizar um arcabouço no qual medidas contábeis se conectam diretamente ao *valuation*.

O modelo de Ohlson (1995), frequentemente denominado *Residual Income Valuation* (RIV) ou *Residual Income Model* (RIM), deriva do modelo de desconto de dividendos sob a hipótese de *clean surplus* e estabelece que o valor da firma pode ser expresso como a soma do patrimônio líquido contábil e do valor presente dos lucros residuais futuros. Nesse arcabouço, o lucro residual corresponde ao lucro líquido ajustado pelo custo do capital próprio aplicado ao patrimônio líquido do período anterior, de modo que apenas o excedente ao retorno normal



exigido pelos acionistas representa criação de valor (Ohlson, 1995; Penman, 2005).

Formalmente, o valor da firma pode ser expresso por:

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

em que V_0 representa o valor intrínseco no momento inicial, B_0 corresponde ao patrimônio líquido contábil (*book value of equity*), RI_t é o lucro residual no período t , e r denota o custo de capital próprio. O lucro residual é definido como:

$$RI_t = NI_t - r * B_{(t-1)} \quad (2)$$

em que NI_t é o lucro líquido do período e $B_{(t-1)}$ é o patrimônio líquido do período anterior. A lógica econômica do modelo é direta: na ausência de expectativas de lucros residuais futuros, o valor tende a se aproximar do patrimônio líquido contábil; quando há superlucros esperados, o valor excede o *book value*, e esse excedente corresponde ao valor presente dos lucros residuais projetados.

O modelo fundamenta-se na *clean surplus relation*⁴ (CSR), traduzida na literatura brasileira como relação de superávit limpo, que estabelece a conexão entre lucro líquido, dividendos e patrimônio líquido. Pela CSR, as variações no patrimônio líquido que não decorram de transações diretas com acionistas transitam pelo resultado, o que preserva a consistência entre medidas contábeis e criação de valor. Em termos formais:

$$B_t = B_{(t-1)} + NI_t - DIV_t \quad (3)$$

em que DIV_t representa dividendos (ou distribuições equivalentes). Essa condição é fundamental no arcabouço teórico do modelo, pois busca impedir “atalhos patrimoniais” que desvinculem o resultado contábil da criação de valor econômico, permitindo que o patrimônio

⁴ *clean surplus relation* é comumente traduzida como “relação de superávit limpo” ou “relação de excedente limpo”, mantendo o sentido original proposto por Ohlson (1995), segundo o qual todas as variações no patrimônio líquido, excetuadas as transações com os proprietários, devem transitar pelo resultado do período (Martins et al., 2010; Martins, Diniz & Miranda, 2012).



líquido e os lucros residuais futuros sejam combinados de forma consistente na mensuração do valor (Ohlson, 1995; Feltham & Ohlson, 1995).

Feltham e Ohlson (1995) desenvolveram uma extensão do modelo que distingue explicitamente ativos operacionais e financeiros, reconhecendo que apenas os primeiros têm potencial de gerar lucros residuais positivos de forma sustentada. Essa distinção é particularmente relevante no contexto do *goodwill*: se o prêmio pago em uma aquisição não estiver ancorado em ativos operacionais com capacidade de gerar retornos anormais, o *goodwill* reconhecido tende a se dissipar ao longo do tempo sem produzir os superlucros que o justificaram. Nesse sentido, o modelo de Feltham e Ohlson (1995) oferece fundamento adicional para a hipótese de que o *goodwill* sem substância econômica operacional não se traduzirá em lucros residuais futuros consistentes.

Além dessa identidade, Ohlson (1995) introduz hipóteses de dinâmica informacional linear (*Linear Information Dynamics*), nas quais os lucros residuais apresentam persistência e podem ser influenciados por “outras informações” não capturadas imediatamente pelas demonstrações contábeis. Essas hipóteses conferem operacionalidade empírica ao modelo ao estruturar a formação de expectativas sobre lucros residuais futuros, sem alterar a identidade central que liga *book value* e superlucros esperados.

Como desenvolvimento posterior, Ohlson (2005) propôs o modelo *Abnormal Earnings Growth* (AEG), que expressa o valor em função do crescimento anormal dos lucros futuros. Embora RIV e AEG sejam teoricamente convergentes, Penman (2005) argumenta que o AEG se aproxima mais da prática de analistas ao enfatizar lucros esperados e seu crescimento, enquanto o RIV preserva maior aderência às medidas contábeis tradicionais (*book value* e lucros residuais). No Brasil, evidências sugerem utilidade prática desses modelos, em parte devido à relevância histórica do patrimônio líquido para investidores em ambientes com maior incerteza e heterogeneidade informacional (Lopes et al., 2007; Almeida et al., 2015).



A capacidade explicativa do modelo de Ohlson foi testada em diferentes contextos. Dechow et al. (1999) demonstraram que o RIV supera modelos baseados exclusivamente em dividendos na explicação do valor de mercado, validando empiricamente a centralidade do patrimônio líquido e dos lucros residuais como variáveis de *valuation*. No Brasil, Lopes et al. (2007) confirmaram a relevância do patrimônio líquido contábil na explicação dos preços das ações, resultado consistente com as premissas do modelo em ambientes de maior incerteza informacional.

Diversos estudos aplicam esse arcabouço para compreender o *goodwill* e seus desdobramentos. Begley et al. (2006) utilizaram o RIV no setor bancário norte-americano e identificaram associação entre *goodwill* e desempenho, ainda que condicionada a particularidades setoriais. Cormier e Segretain (2019) evidenciaram relação positiva entre *goodwill* reconhecido e lucros residuais futuros na França. No Brasil, Feltes et al. (2021) indicaram relevância valorativa do *goodwill* mesmo em períodos de recessão, e Just et al. (2023) sugerem que o *goodwill* tende a associar-se a desempenho superior apenas quando vinculado a potenciais reais de superlucros. Evidências mais recentes ampliam o debate ao sugerir vínculos entre *goodwill*, risco e decisões de investimento, como inovação e estratégia de crescimento (Iatridis et al., 2022; Xu et al., 2024; Zhang et al., 2025).

A conexão com o *goodwill* é especialmente útil para esta dissertação porque ambos compartilham a noção de superlucros: enquanto o *goodwill* normativo é reconhecido como expectativa de benefícios econômicos futuros, o lucro residual representa precisamente o excedente de retorno além do normal⁵.

⁵ Sob a ótica do modelo de Ohlson, o *goodwill* pode ser interpretado como a expectativa *ex ante* de lucros residuais futuros embutida no preço pago em aquisições; por consequência, o RIV fornece um instrumento analítico apropriado para examinar se essa expectativa encontra suporte no desempenho econômico subsequente.



Apesar de sua elegância teórica, o modelo não está isento de condicionantes. Sua aplicação depende da observância (ou aproximação) da CSR, da adequada mensuração do custo de capital e da qualidade das estimativas contábeis. Em mercados emergentes, como o brasileiro, tais premissas podem ser tensionadas por fragilidades institucionais, assimetrias informacionais, padrões de *disclosure* heterogêneos e limitações de governança, reforçando a necessidade de evidências empíricas locais ao interpretar resultados (Costa et al., 2023).

No contexto brasileiro, a observância estrita da CSR é desafiada por práticas como o reconhecimento de ajustes de avaliação patrimonial diretamente no patrimônio líquido, sem trânsito pelo resultado, e por operações de combinação de negócios entre entidades sob controle comum, cujos efeitos contábeis nem sempre transitam pelo resultado do exercício (Costa et al., 2023). Essas particularidades reforçam a necessidade de cautela na interpretação dos lucros residuais calculados a partir de dados contábeis brasileiros, ainda que não invalidem o uso do modelo como estrutura analítica orientadora.

O debate regulatório recente dialoga diretamente com esse enquadramento. O IASB, no DP (2020) e no ED (2024), tem priorizado o fortalecimento das divulgações associadas ao *goodwill*, incluindo explicitação de metas, sinergias esperadas e acompanhamento posterior do desempenho. Essa agenda aproxima-se da lógica do lucro residual ao buscar evidências verificáveis sobre a capacidade das aquisições de gerar retornos anormais capazes de justificar o ágio reconhecido.

Em síntese, a incorporação da Teoria do Lucro Residual e do modelo de Ohlson oferece uma ponte conceitual entre o reconhecimento contábil do *goodwill* e a criação efetiva de valor econômico. Esse arcabouço permite confrontar a premissa normativa — *goodwill* como expectativa de benefícios futuros — com evidências empíricas sobre desempenho posterior. É nessa interseção entre hipótese contábil, modelo econômico e realização observável, que se insere o presente estudo, cujas hipóteses são formuladas a partir dessa base teórica.



2.3. Revisão do Estado da Arte

Embora o presente estudo não se configure como uma revisão bibliométrica sistemática, realizou-se um levantamento exploratório da literatura com o objetivo de mapear recentes tendências, identificar linhas de pesquisa dominantes e contextualizar o debate acadêmico sobre *goodwill*. Esse levantamento teve caráter instrumental, servindo como apoio à construção do referencial teórico e à formulação das hipóteses, sem pretensão de exaustividade ou esgotamento da produção científica existente.

Para esse fim, adotou-se como referência a Teoria do Enfoque Meta-Analítico Consolidada (TEMAC), proposta por Mariano et al. (2011) e sistematizada por Mariano e Rocha (2017), não como método central da pesquisa, mas como estrutura orientadora para organizar e interpretar a produção científica recente. O TEMAC oferece diretrizes úteis para identificar padrões temáticos, autores influentes e frentes emergentes de pesquisa, sendo particularmente adequado para levantamentos exploratórios em campos amplos e heterogêneos, como é o caso da literatura sobre *goodwill*.

A busca foi realizada exclusivamente na base *Web of Science*, em razão de sua ampla utilização em estudos de contabilidade e finanças e de sua reputação consolidada na indexação de periódicos de alto impacto (Adriaanse & Rensleigh, 2013). Utilizou-se a palavra-chave “*goodwill*”, restrita à área de “*business finance*”, considerando apenas documentos do tipo “*article*”. Em uma etapa inicial, foram identificados 439 registros. Com o objetivo de concentrar a análise na produção contemporânea mais relevante, o período foi delimitado entre 2015 e 2024, resultando em 222 artigos.

A análise exploratória desses registros indicou que os termos mais frequentemente associados ao *goodwill* foram *impairment*, *accounting* e *management*, sugerindo forte concentração do debate em torno da mensuração subsequente, discricionariedade gerencial e



qualidade da informação contábil. Observou-se também uma evolução temática ao longo do período analisado: até 2019, predominaram estudos relacionados à adoção das IFRS, valor justo e comparabilidade; entre 2020 e 2021, intensificaram-se discussões sobre *impairment* e gerenciamento de resultados; e, a partir de 2022, houve maior ênfase em desempenho pós-aquisição, governança corporativa e qualidade da auditoria.

Esse mapeamento é consistente com análises recentes da literatura, como Amel-Zadeh et al. (2023), que destacam a ampliação do foco das pesquisas sobre *goodwill* para questões relacionadas a incentivos gerenciais, mecanismos de governança e monitoramento externo. Observou-se ainda crescimento no volume de publicações no período recente, possivelmente associado às discussões promovidas pelo IASB sobre o tratamento contábil do *goodwill* e a efetividade do modelo de *impairment*.

O levantamento bibliométrico também destacou autores influentes, como Luc Paugam, com ampla produção sobre *impairment* e *disclosure*, e identificou como artigo mais citado dentro do recorte analisado foi *Financial Statement Comparability and the Efficiency of Acquisition Decisions*, de Chen et al. (2018), que associa comparabilidade informacional à eficiência das aquisições. Em termos geográficos, os Estados Unidos lideram em volume de publicações, seguidos pela China, Inglaterra e Austrália, enquanto o Brasil aparece em posição secundária, com contribuições relevantes como Feltes et al. (2021), que examinam a relevância do *goodwill* em períodos de recessão.

A análise por *co-citation* evidenciou a centralidade de Ramanna & Watts (2012), referência em discutir discricionariedade e subjetividade no *impairment*. Já o *bibliographic coupling* revelou frentes emergentes, como o papel da governança, conexões políticas e métricas ESG (*Environmental, Social and Governance*) em decisões de M&A (Johnson et al., 2023; Pandey et al., 2024). Esses achados evidenciam a vitalidade e a contínua reconfiguração

da agenda de pesquisa, bem como sua estreita conexão com mudanças regulatórias e institucionais recentes.

A partir dessa organização bibliométrica, a literatura empírica pode ser sistematizada em três grandes eixos de investigação, os quais dialogam diretamente com os objetivos e hipóteses desta dissertação.

O primeiro eixo trata da relação entre o *goodwill* e o desempenho econômico-financeiro das empresas. Nesse campo, as evidências permanecem heterogêneas. No Brasil, Souza e Borba (2017) não encontraram indícios de melhoria de performance pós-aquisição, entretanto, Feltes et al. (2021) encontraram evidências consistentes com a relevância valorativa do *goodwill*, inclusive em períodos de recessão econômica, operacionalizados no estudo com base em decréscimos do PIB ao longo da amostra de 2011 a 2018. Em nível internacional, Xu et al. (2024) apontaram elevados saldos de *goodwill* relacionados a maior risco de crashes de preços em operações de M&A, enquanto Zhang et al. (2025) observaram que empresas que reconhecem *impairment* tendem a aumentar investimentos em inovação, sinalizando efeitos indiretos e condicionais sobre o desempenho de médio prazo.

O segundo eixo de investigação, central para o presente estudo, relaciona o *goodwill* à geração de lucros residuais, em consonância com a Teoria do Lucro Residual⁶ de Ohlson (1995). Nesse grupo, Cormier e Segretain (2019) encontraram associação positiva entre *goodwill* e lucros residuais futuros no contexto francês. De forma semelhante, Begley et al. (2006), ao analisarem o setor bancário norte-americano, verificaram que apenas uma parcela do *goodwill* — vinculada a aquisições capazes de gerar retornos acima do normal — se associa

⁶ Embora parte da literatura analise o *goodwill* sob a ótica da geração de retornos acima do normal, nem todos os estudos recorrem formalmente ao modelo de avaliação por lucro residual proposto por Ohlson (1995). Enquanto alguns trabalhos utilizam explicitamente o arcabouço do *Residual Income Valuation* (RIV), outros operam dentro da lógica econômica dos lucros residuais — ao investigar superlucros, retornos anormais persistentes ou criação de valor acima do custo de capital — sem, contudo, adotar o modelo de Ohlson como base metodológica direta. Neste estudo, a Teoria do Lucro Residual é empregada como referencial teórico explícito para a análise da associação entre *goodwill* e retornos residuais.



à geração de lucros residuais positivos e persistentes. Just et al. (2023) reforçaram essa evidência ao demonstrar que somente o *goodwill* respaldado por potenciais reais de superlucros resulta em desempenho superior. Complementarmente, Huber e McClure (2025) e Bagna et al. (2023) confirmaram a relevância valorativa do *goodwill* em mercados europeus, sobretudo quando associado a retornos residuais acima do esperado.

Por fim, o terceiro eixo de estudos investiga a capacidade do *goodwill* de refletir expectativas de benefícios futuros de maneira consistente. Amel-Zadeh et al. (2023) sintetizam que, em média, o *goodwill* apresenta relevância valorativa, mas seus efeitos dependem fortemente da qualidade da governança e do alinhamento de incentivos gerenciais. No Brasil, Oliveira (2022) argumenta que apenas uma fração do *goodwill* possui substância econômica, sendo o restante fruto de expectativas infladas ou vieses cognitivos. Na mesma direção, Costa et al. (2023) destacam que a baixa tempestividade no reconhecimento do *impairment* e a qualidade desigual das divulgações reduzem a capacidade do *goodwill* de traduzir efetivamente benefícios futuros no contexto nacional.

Esse diagnóstico evidencia que, embora o *goodwill* seja normativamente definido como expectativa de benefícios econômicos futuros, sua efetiva materialização em desempenho, lucros residuais e criação de valor permanece um campo em aberto. As divergências entre estudos decorrem, em parte, de diferenças institucionais entre países, níveis distintos de *enforcement*, qualidade do *disclosure*, tipos de aquisição, horizonte temporal de análise e especificações econométricas. Assim, resultados positivos em mercados desenvolvidos não podem ser automaticamente transpostos ao contexto brasileiro, nem resultados negativos devem ser lidos como rejeição conceitual do ativo.

Além da organização em eixos temáticos, a literatura recente também aponta a existência de fatores transversais que condicionam a avaliação do *goodwill* e a performance



pós-aquisição, considerando dimensões econômicas, comportamentais e institucionais, que atuam de forma conjunta e interdependente sobre a criação, ou destruição, de valor.

Quanto aos fatores que influenciam a avaliação do *goodwill*, observam-se múltiplas dimensões, que vão além da prescrição normativa e se estendem a aspectos econômicos, psicológicos, gerenciais e institucionais. Em termos conceituais, o *goodwill* é tradicionalmente definido como a diferença entre o valor pago em uma aquisição e o valor justo dos ativos líquidos identificáveis, refletindo expectativas de superlucros futuros (Canning, 1929; Martins, 2010). No entanto, a literatura aponta que esse diferencial pode estar condicionado à qualidade da gestão. Evidências sugerem que gestores mais capazes tendem a extrair retornos acima do normal; contudo, no setor bancário norte-americano, a capacidade gerencial tenha se mostrado negativamente associada ao *goodwill* reportado, indicando a presença de elementos não econômicos na formação do ágio e possíveis distorções na precificação das aquisições (Begley et al., 2006).

Outro conjunto de estudos relaciona a avaliação do *goodwill* a vieses cognitivos. Decisões de M&A frequentemente sofrem a influência de fatores comportamentais, como ancoragem, efeito *bandwagon*⁷ e ilusão de controle, que podem levar ao pagamento excessivo pelo ativo adquirido e, conseqüentemente, explicar a elevada taxa de insucesso das aquisições (Kwon & Wang, 2022). Soma-se a isso o tratamento contábil vigente, marcado pela substituição da amortização sistemática pelo teste anual de recuperabilidade. Embora esse movimento tenha buscado maior aderência à essência econômica do *goodwill*, a literatura documenta que o *impairment* é altamente subjetivo⁸, suscetível à discricionariedade gerencial

⁷ Efeito *bandwagon* é o viés comportamental pelo qual agentes tendem a seguir decisões ou comportamentos já adotados pela maioria, atribuindo à adesão coletiva um sinal de acerto ou legitimidade, mesmo sem avaliação independente suficiente.

⁸ O debate em torno da mensuração subsequente do *goodwill* — particularmente a substituição da amortização sistemática pelo modelo baseado exclusivamente em *impairment* — está diretamente relacionado às críticas de subjetividade e verificabilidade discutidas neste capítulo. Enquanto a amortização era criticada por sua arbitrariedade na definição da vida útil, o *impairment test* passou a concentrar elevado grau de julgamento



e, portanto, vulnerável a práticas de gerenciamento de resultados (Ramanna & Watts, 2012; Oliveira & Lustosa, 2022). Além disso, fatores macroeconômicos também exercem influência relevante: em contextos de recessão ou crises, como a pandemia de Covid-19, aumentam-se as probabilidades de perdas por *impairment*, evidenciando a dependência do *goodwill* em relação às condições externas (Feltres et al., 2021).

No que se refere à performance pós-aquisição, trata-se de um dos temas mais investigados na literatura de fusões e aquisições, mas os resultados permanecem inconclusivos. Estudos clássicos apontam que menos da metade das operações de M&A atingem os resultados projetados, reforçando a elevada taxa de insucesso das combinações de negócios (King et al., 2004; Oliveira, 2022). Entre os fatores explicativos, a realização das sinergias esperadas ocupa posição central. Embora justificativas de ganho de escala, eficiência operacional e integração de recursos intangíveis estejam entre as principais motivações para o pagamento do ágio, nem sempre essas sinergias se materializam, o que compromete a efetividade do *goodwill* reconhecido (Just et al., 2023).

Outro condicionante refere-se à forma de financiamento das operações. Evidências sugerem que aquisições financiadas por dívida podem comprometer a rentabilidade e aumentar os riscos de deterioração de valor no período subsequente, especialmente em contextos de incerteza econômica (Xu et al., 2024). A integração organizacional também aparece como um fator crítico: falhas na adaptação cultural, na gestão de pessoas e na coordenação de processos explicam parte significativa do insucesso das operações (Li & Sloan, 2017). Ademais, o reconhecimento do *impairment*, que deveria sinalizar tempestivamente a perda de valor do *goodwill*, é frequentemente realizado de forma tardia. Esse atraso reduz a utilidade

gerencial, sobretudo na estimativa de fluxos de caixa futuros e taxas de desconto. A literatura documenta que essa mudança não eliminou o problema da arbitrariedade, mas apenas o deslocou do critério temporal da amortização para as premissas econômicas do *impairment* (Ramanna & Watts, 2012; Li & Sloan, 2017; Wen, 2023).



informacional do ativo e reforça a percepção de que, em muitos casos, o *goodwill* não reflete de forma imediata os benefícios econômicos futuros esperados (Li & Sloan, 2017).

Com o objetivo de sistematizar os fatores mais recorrentes identificados na literatura — majoritariamente produzida na última década — elaborou-se o quadro a seguir, que sintetiza os principais determinantes da avaliação do *goodwill* e da performance pós-aquisição, evidenciando a multiplicidade de mecanismos pelos quais o ágio pode afetar a criação de valor econômico.

Tabela 1

Fatores que influenciam a avaliação do goodwill e performance pós-aquisição

Categoria	Fator	Impacto Principal	Fonte
Avaliação do <i>goodwill</i>	Natureza e definição	Excedente do preço sobre o valor justo dos ativos líquidos identificáveis; expectativa de superlucros/sinergias.	Canning (1929); Martins et al. (2010); Huber & McClure (2025)
	Capacidade gerencial	Gestores mais capazes associam-se a <i>goodwill</i> com substância econômica real	Demerjian et al. (2012); Oliveira (2022); Amel-Zadeh et al. (2023)
	Vieses cognitivos	Ancoragem, <i>bandwagon</i> , ilusão de controle e outros vieses elevam o risco de <i>overpayment</i> e falhas em M&A.	Oliveira (2022); Kwon & Wang (2022); Xu et al. (2024)
	Normas Contábeis	Subjetividade do <i>impairment</i> permite discricionariedade e espaço para <i>big bath</i>	Ramanna & Watts (2012); Li & Sloan (2017); Oliveira & Lustosa (2022); Bagna et al. (2023)
	Contexto macroeconômico	Recessões e crises reduzem relevância e aceleram perdas	Feltes et al. (2021)
	<i>Disclosure</i> e monitoramento	Melhor <i>disclosure</i> associa-se a decisões de M&A mais eficientes e maior utilidade informacional; fiscalização aumenta tempestividade.	Chen et al. (2018); Iatridis et al. (2022); Amel-Zadeh et al. (2023)
	Origem do ágio (passivo)	Parte do ágio pode advir de estruturas de passivos, afetando precificação.	Martins & Santos (2017)
	Tipo de alvo (privado vs. público)	Anúncios envolvendo alvos privados geram reação inicial mais otimista, com correção negativa no longo prazo.	Kwon & Wang (2022)



Performance pós-aquisição	Taxa de insucesso	Estudos mostram que >50% das M&A falham em criar valor sustentável	King et al. (2004); Calipha et al. (2010); Oliveira (2022)
	Sinergias	Captura de sinergias é determinante do sucesso; apenas <i>goodwill</i> vinculado a superlucros “reais” se sustenta em desempenho.	Just et al. (2023); Zhang et al. (2025)
	Modalidade de financiamento	Caixa/dívida afetam rentabilidade e desempenho pós-aquisição	Xu et al. (2024)
	Integração organizacional	Choques culturais e falhas de integração reduzem performance pós-M&A.	King et al. (2004); Calipha et al. (2010)
	Tempestividade do <i>impairment</i>	Reconhecimento tardio reduz relevância e utilidade da informação	Li & Sloan (2017); Iatridis et al. (2022)

Nota: Elaboração própria.

De modo geral, a literatura converge em reconhecer que, embora normativamente o *goodwill* represente expectativas de benefícios futuros, sua correspondência com a criação de valor econômico é empiricamente questionável. Enquanto estudos internacionais sugerem relevância valorativa, há forte evidência de riscos de subjetividade e arbitrariedade. No Brasil, os achados permanecem predominantemente descritivos e inconclusivos, especialmente no que se refere ao vínculo entre *goodwill* e lucros residuais. É justamente nessa lacuna – empírica, institucional e informacional - que se insere o presente estudo, ao investigar se o *goodwill* reconhecido pelas companhias abertas brasileiras está associado à geração de retornos residuais superiores ao desempenho normal, conforme prevê a Teoria do Lucro Residual (Ohlson, 1995).

O levantamento bibliométrico exploratório reforça que a literatura sobre *goodwill* permanece dinâmica, fragmentada e marcada por controvérsias, especialmente quanto à sua capacidade de representar criação de valor econômico efetivo. Esses achados não constituem o foco analítico do trabalho, mas servem de base para justificar a relevância das hipóteses propostas, em especial aquelas relacionadas à geração de lucros residuais e ao desempenho pós-aquisição no contexto brasileiro.



2.4. Lacunas de Pesquisa

A revisão da literatura evidencia avanços relevantes no estudo do *goodwill*, mas também expõe lacunas que fundamentam a presente investigação. Em primeiro lugar, observa-se que a maior parte das evidências empíricas se concentra em mercados desenvolvidos, sobretudo nos Estados Unidos e Europa, onde a qualidade do *enforcement* e os mecanismos de governança corporativa diferem substancialmente do contexto brasileiro. Esse predomínio limita a generalização dos resultados e reforça a necessidade de investigações em mercados emergentes, nos quais assimetrias informacionais, menor liquidez e práticas de *disclosure* mais heterogêneas podem impactar a utilidade do *goodwill* como medida de valor.

Em segundo lugar, a literatura nacional permanece incipiente e fragmentada quanto à relevância valorativa do *goodwill*. Enquanto alguns estudos identificam associações positivas com indicadores de desempenho (Feldes et al., 2021), outros não encontram evidências robustas (Luz et al., 2016; Oliveira, 2022). Essa heterogeneidade é agravada pelas particularidades do mercado de capitais brasileiro, caracterizado por alta concentração acionária e baixa liquidez em determinados segmentos, fatores que potencialmente limitam o papel informacional do *goodwill*.

Em terceiro lugar, observa-se que a maioria dos trabalhos empíricos, especialmente no contexto brasileiro, adota métricas tradicionais de desempenho, como ROA, ROE ou margens contábeis, para avaliar os efeitos econômicos das aquisições e do reconhecimento do *goodwill*. Embora tais indicadores sejam utilizados na literatura de desempenho corporativo, abordagens fundamentadas na Teoria do Lucro Residual permanecem relativamente pouco exploradas como lente analítica nesse contexto (Amel-Zadeh et al., 2023; Ellahie et al., 2025). Todavia, o arcabouço do lucro residual, desenvolvido por Ohlson (1995), oferece uma estrutura conceitual particularmente adequada para avaliar a criação de valor econômico além do retorno normal exigido pelos acionistas.



Nesse modelo, o valor da firma é decomposto entre o patrimônio líquido contábil e o valor presente dos lucros residuais futuros, permitindo distinguir entre lucro normal e lucro econômico. Essa distinção é conceitualmente relevante no contexto do *goodwill*, tradicionalmente interpretado como a capitalização de expectativas de superlucros ou vantagens competitivas que excedem o retorno normal dos ativos identificáveis. Apesar dessa conexão teórica, a aplicação do modelo de lucro residual para investigar empiricamente a capacidade do *goodwill* de antecipar benefícios econômicos futuros ainda é limitada, configurando uma lacuna metodológica relevante.

Por fim, identificam-se lacunas relacionadas à qualidade do *disclosure* e ao papel da governança corporativa na utilidade informacional do *goodwill*. Estudos recentes sugerem que a relevância econômica desse ativo depende não apenas de sua mensuração contábil, mas também da transparência das informações divulgadas e da efetividade dos mecanismos de monitoramento corporativo (Amel-Zadeh et al., 2023). No entanto, poucos trabalhos no contexto brasileiro investigam de forma sistemática como práticas de governança — como a atuação do conselho de administração, a presença de auditores independentes e os mecanismos de supervisão regulatória — podem influenciar a interpretação e a utilidade informacional do *goodwill*.

Em síntese, as lacunas identificadas podem ser organizadas em quatro dimensões principais: (i) a escassez de evidências empíricas em mercados emergentes, particularmente no Brasil; (ii) os resultados ainda inconclusivos da literatura nacional sobre a relevância valorativa do *goodwill*; (iii) a limitada utilização da Teoria do Lucro Residual como estrutura analítica para examinar a criação de valor associada ao *goodwill*; e (iv) a exploração ainda incipiente da interação entre *goodwill*, *disclosure* e mecanismos de governança corporativa. É nesse espaço analítico que se insere o presente estudo, ao investigar se o *goodwill* reconhecido por empresas



brasileiras listadas na B3 se traduz em benefícios econômicos futuros, avaliados tanto por métricas tradicionais de desempenho quanto, de forma central, pelo lucro residual.

2.5. Formulação das Hipóteses de Pesquisa

A revisão da literatura demonstrou que o *goodwill* permanece como um dos ativos mais debatidos da contabilidade contemporânea, tanto sob o ponto de vista normativo quanto empírico, principalmente quanto ao retorno da amortização. Historicamente, diferentes teorias buscaram conceituá-lo como reputação, sinergia ou superlucros capitalizados, convergindo para a noção de que representa expectativas de benefícios futuros. A normatização internacional e brasileira reforça esse entendimento, ao reconhecer o *goodwill* como ativo surgido exclusivamente em combinações de negócios e submetido ao teste de recuperabilidade anual.

A formulação das hipóteses parte de uma premissa deliberadamente conservadora: o *goodwill* é tratado como expectativa de benefícios futuros, e não como garantia de desempenho superior. Além disso, reconhece-se que aquisições podem ser eficientes ou ineficientes, estratégicas ou oportunistas, horizontais, verticais ou conglomeradas, intensivas ou não em ativos intangíveis. Como os dados disponíveis não permitem identificar de forma granular todas essas características transacionais, as hipóteses testam associações médias entre *goodwill* e desempenho, admitindo que efeitos heterogêneos possam existir e permanecer parcialmente não capturados pelos modelos.

Contudo, a prática contábil e os estudos empíricos revelam controvérsias. Parte da literatura identifica associação positiva entre *goodwill* e indicadores de valor, enquanto outros estudos destacam elevada subjetividade, baixa tempestividade do reconhecimento de perdas e risco de utilização como instrumento de gerenciamento de resultados. O debate em torno da manutenção do *impairment test* ou da possível reintrodução da amortização ilustra a tensão recorrente entre relevância e confiabilidade.



No contexto internacional, os resultados permanecem heterogêneos, refletindo diferentes ambientes institucionais e de governança. No Brasil, embora a pesquisa acadêmica sobre o tema venha crescendo, ainda é incipiente e apresenta evidências inconclusivas, especialmente pela ausência de abordagens que distingam de forma sistemática entre lucro normal e criação efetiva de valor econômico. As lacunas identificadas apontam para a necessidade de investigações que verifiquem se o *goodwill* reconhecido por companhias abertas brasileiras se converte, de fato, em benefícios econômicos futuros, mensurados a partir de lucros residuais e indicadores tradicionais de desempenho.

A literatura nacional reúne estudos que sugerem irrelevância ou associação limitada entre *goodwill* e criação de valor. Souza e Borba (2017), por exemplo, analisando companhias brasileiras entre 2010 e 2013, verificaram que, embora o *goodwill* representasse parcela significativa das transações de M&A, não apresentou associação estatisticamente significativa com os preços das ações. Resultados semelhantes foram encontrados por Luz et al. (2016), que observaram ausência de impactos robustos na rentabilidade e na geração de sinergias após combinações de negócios que geraram *goodwill*. Esses achados reforçam a percepção de que, no mercado brasileiro, o *goodwill* frequentemente carece de utilidade informacional consistente.

Além disso, a literatura aponta limitações qualitativas relacionadas à substância econômica do ágio. Estudos sugerem que apenas uma fração do *goodwill* reportado representa efetivamente superlucros sustentáveis, enquanto a maior parte pode refletir expectativas infladas ou decisões gerenciais enviesadas (Ramanna & Watts, 2012; Oliveira, 2022). Esse diagnóstico é agravado pela baixa tempestividade no reconhecimento do *impairment*, aspecto desenvolvido de forma mais detalhada na formulação de H4, que reduz a utilidade informacional do ativo e reforça seu uso discricionário como ferramenta de gerenciamento de resultados (Li & Sloan, 2017; Costa et al., 2023).



Ainda que alguns estudos apontem para associação positiva entre *goodwill* e valor de mercado no Brasil (Feltres et al., 2021; Cappellesso et al., 2022), tais evidências parecem refletir predominantemente a percepção dos investidores, e não ganhos efetivos de eficiência operacional no período subsequente. Assim, a literatura não oferece consenso quanto à capacidade do *goodwill* de se converter, de forma sistemática, em criação de valor econômico mensurável, especialmente quando avaliado sob a ótica da geração de superlucros.

Diante desse cenário, formula-se a hipótese principal desta dissertação:

H₁: O saldo de *goodwill* reconhecido nas demonstrações contábeis não está associado, de forma consistente, à geração de lucros residuais futuros superiores ao retorno normal esperado pelos acionistas nas companhias listadas na B3.

Além da análise sob a ótica do lucro residual, a literatura internacional evidencia que variações no *goodwill* tendem a se associar negativamente ao desempenho operacional (ROA e ROE), sobretudo nos anos subsequentes à aquisição. Li et al. (2011), Hamberg et al. (2011) e Churyk (2005) observaram que aumentos no *goodwill* não se traduzem em criação de valor, mas sim em queda da lucratividade e maior probabilidade de *impairment* futuro. Em linha, Honold e Meckl (2023) documentam que o chamado “*goodwill* anormal” está vinculado a retornos anormais negativos.

No contexto brasileiro, a literatura reforça essa percepção de fragilidade da associação entre *goodwill* e desempenho econômico-financeiro. Luz et al. (2016) observaram que operações que geraram *goodwill* em instituições financeiras resultaram em desgaste financeiro e apenas melhorias discretas em rentabilidade e sinergias, sem significância estatística em termos de ROE e demais indicadores de criação de valor aos acionistas. Da mesma forma,



Souza e Borba (2017) verificaram que o *goodwill* não apresentou significância estatística para explicar o preço das ações.

Esses resultados convergem para a ideia de que grande parte do *goodwill* reportado pode não se converter em desempenho econômico-financeiro observável nas métricas tradicionais, refletindo, em alguns casos, pagamentos excessivos, dificuldades de integração ou expectativas superestimadas. Assim, mesmo quando o *goodwill* se apresenta relevante sob a ótica do mercado, sua associação com desempenho operacional subsequente permanece frágil. Diante desse conjunto de evidências, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₂: O montante de *goodwill* reconhecido nas aquisições não está associado a melhorias significativas nos indicadores tradicionais de desempenho econômico-financeiro (ROA, ROE e EBIT) no período subsequente à transação.

Além do montante absoluto, a literatura também discute a intensidade relativa do *goodwill*, usualmente medida pela razão *goodwill*/ativos totais. Enquanto H1 examina o efeito do saldo absoluto de *goodwill* sobre os lucros residuais, H3 desloca o foco para a proporção relativa desse ativo na estrutura patrimonial da firma, permitindo identificar se empresas com maior concentração de *goodwill* em seus ativos apresentam desempenho diferenciado, independentemente do volume absoluto reconhecido. Estudos recentes fornecem um corpo robusto de resultados que sugerem que níveis mais elevados de intensidade relativa do *goodwill* não se traduzem em lucros residuais superiores, mas tendem a se associar a desempenhos neutros, estatisticamente insignificantes ou mesmo negativos (Li & Sloan, 2017; Wen, 2023; Kwon & Wang, 2022). Esses achados indicam que a proporção do *goodwill* em relação à base de ativos pode refletir mais a magnitude do pagamento excessivo do que a expectativa realista de geração de superlucros futuros.



No contexto brasileiro, as evidências empíricas reforçam essa interpretação. Luz et al. (2016) analisaram instituições financeiras que realizaram combinações de negócios entre 2008 e 2014 e observaram desgaste da situação financeira, acompanhado apenas de melhorias discretas em rentabilidade e sinergias, sem significância estatística. Em particular, tanto o ROE quanto o *payout* apresentaram variações negativas, sinalizando ausência de criação efetiva de valor para os acionistas. Resultados convergentes aparecem em estudos que relacionam variações no *goodwill* a indicadores de performance, apontando associação negativa com o ROA e com o próprio ROE (Li & Sloan, 2017; Wen, 2023).

Evidências adicionais sugerem que o *goodwill* frequentemente atua como um “repositório” de pagamentos excessivos, decorrentes de decisões gerenciais viesadas, em vez de refletir ganhos econômicos sustentáveis (Ramanna & Watts, 2012; Oliveira & Lustosa, 2022). Em muitos casos, aquisições com perdas econômicas apresentam uma proporção significativamente maior do preço de compra alocada ao *goodwill*, o que reforça a interpretação de que sua intensidade relativa reflete sobrepreço mais do que capacidade futura de geração de superlucros. Ademais, práticas recorrentes de reconhecimento tardio do *impairment*, documentadas no Brasil por Cappellesso et al. (2022), indicam que a contabilização do *goodwill* pode ser utilizada para postergar o reconhecimento de falhas estratégicas, inflando temporariamente o valor dos ativos e adiando o reconhecimento de perdas.

Do ponto de vista teórico, a crítica à intensidade do *goodwill* encontra respaldo na noção de que o *goodwill*, isoladamente, não é capaz de gerar superlucros, mas apenas em interação — ou “emaranhamento” — com outros ativos tangíveis e intangíveis da firma. Estudos recentes estimam que apenas uma fração limitada do *goodwill* reportado, em torno de 15%, representa substância econômica efetiva, estando a parcela remanescente associada a expectativas infladas, vieses cognitivos ou falhas de precificação em processos de aquisição (Kwon & Wang, 2022; Oliveira, 2022).



Em contrapartida, parte da literatura internacional identifica associações positivas entre a intensidade do *goodwill* e métricas de valor de mercado, mais do que com indicadores contábeis de desempenho. Amel-Zadeh et al. (2023) mostram que o *goodwill* pode estar positivamente relacionado ao preço das ações e apresentar capacidade preditiva sobre fluxos de caixa futuros. Honold e Meckl (2023) também destacam que, em empresas que conseguem materializar rapidamente o potencial das aquisições, a intensidade do *goodwill* pode se associar a desempenho superior. Contudo, tais evidências concentram-se predominantemente em mercados desenvolvidos e não encontram respaldo empírico robusto no contexto brasileiro.

Diante desse conjunto de argumentos, formula-se a terceira hipótese de pesquisa:

H₃: Empresas com maior intensidade de *goodwill* (*goodwill*/ativos totais) não apresentam lucros residuais superiores em relação às demais.

A literatura recente indica que o reconhecimento de *impairment* do *goodwill* ocorre, em média, de forma pouco tempestiva, refletindo elevado grau de discricionariedade gerencial e limitações inerentes às normas contábeis vigentes. Essa baixa tempestividade compromete a utilidade informacional do *impairment*, fazendo com que, na prática, as perdas reconhecidas estejam frequentemente associadas a períodos de desempenho financeiro inferior já materializado no período subsequente.

Do ponto de vista empírico, diversos estudos documentam que as perdas por *impairment* não são registradas no momento em que a deterioração econômica se inicia. Pesquisas brasileiras demonstram que gestores retardam o reconhecimento dessas perdas por um a dois anos, havendo indícios de que fatores ocorridos até três anos antes influenciam o valor final do *impairment* (Cappellessio et al., 2022). Esse atraso é favorecido pela ampla discricionariedade inerente ao teste de recuperabilidade, que depende de premissas altamente



subjetivas, como projeções de fluxos de caixa futuros, taxas de desconto e definições do nível de agregação das UGC (Ramanna & Watts, 2012; Li & Sloan, 2017). Esse problema tende a ser mais pronunciado em países de tradição *code law*, como o Brasil, nos quais a menor proteção ao investidor e o *enforcement* regulatório mais frágil ampliam os incentivos à postergação do reconhecimento das perdas (Oliveira, 2022).

Além da discricionariedade gerencial, aspectos normativos estruturais também contribuem para a baixa tempestividade do *impairment*. O chamado *headroom effect*, resultante do excedente entre o valor recuperável de uma UGC e o valor contábil de seus ativos líquidos, cria uma “folga” que mascara a deterioração econômica específica do *goodwill* e retarda o reconhecimento das perdas (Wen, 2023). Evidências norte-americanas após a adoção do SFAS 142 confirmam esse padrão: a substituição da amortização sistemática pelo modelo baseado exclusivamente no *impairment test* resultou em saldos de *goodwill* persistentemente elevados e em reconhecimentos menos frequentes e menos tempestivos de imparidade (Ramanna & Watts, 2012).

No que se refere às consequências econômicas, a literatura aponta associação negativa entre o reconhecimento de *impairment* e o desempenho subsequente das empresas. Perdas registradas no *goodwill* estão associadas à redução da lucratividade corrente e futura, à deterioração dos fluxos de caixa e a desempenhos inferiores em termos de crescimento de vendas e lucros operacionais (Li & Sloan, 2017; Amel-Zadeh et al., 2023). Em termos de mercado, empresas com forte indicação de *impairment* apresentam retornos acionários inferiores nos doze meses subsequentes (Xu et al., 2024), além de custo de capital mais elevado, em função da percepção de risco associada ao atraso no reconhecimento das perdas e à revisão negativa das expectativas dos investidores (Feltet et al., 2021).

Dessa forma, o *impairment* do *goodwill* tende a atuar menos como um mecanismo tempestivo de sinalização econômica e mais como um reconhecimento tardio de perdas já



incorridas, reforçando questionamentos quanto à sua capacidade disciplinadora no modelo contábil vigente.

Com base nesses achados, enuncia-se a quarta hipótese de pesquisa:

H4: O reconhecimento de *impairment* do *goodwill* está associado a desempenho financeiro inferior no período subsequente, refletindo a baixa tempestividade e a natureza reativa dessa medida.

Considerando as evidências discutidas, a tabela da sequência apresenta síntese das hipóteses de pesquisa formuladas, relacionando seu enunciado, fundamentação teórica e principais referências que lhes dão suporte.

Tabela 2
Síntese das Hipóteses de Pesquisa

Hipótese	Descrição	Fundamentação	Referências-chave
H1	O saldo de <i>goodwill</i> reconhecido nas demonstrações contábeis não está associado, de forma consistente, à geração de lucros residuais futuros superiores ao retorno normal esperado pelos acionistas nas companhias listadas na B3.	Estudos sugerem irrelevância estatística do <i>goodwill</i> para explicar criação de valor econômico residual, indicando que apenas uma fração representa superlucros sustentáveis; a baixa tempestividade no reconhecimento de <i>impairment</i> agrava sua utilidade informacional limitada.	Souza & Borba (2017); Luz et al. (2016); Ramanna & Watts (2012); Li & Sloan (2017); Oliveira (2022); Costa et al. (2023).
H2	O montante de <i>goodwill</i> reconhecido nas aquisições não está associado a melhorias significativas nos indicadores tradicionais de desempenho econômico-financeiro (ROA, ROE, EBIT) no período subsequente à transação.	Variações no <i>goodwill</i> associam-se a queda de lucratividade e maior probabilidade de <i>impairments</i> subsequentes; resultados brasileiros reforçam ausência de significância estatística em indicadores de performance.	Li et al. (2011); Hamberg et al., (2011); Churyk (2005); Honold & Meckl (2023); Luz et al. (2016); Souza & Borba (2017).
H3	Empresas com maior intensidade de <i>goodwill</i> (<i>goodwill</i> /ativos totais)	Evidências empíricas sugerem que apenas uma fração relativamente pequena do	Li & Sloan (2017); Wen (2023); Kwon & Wang (2022); Luz



	não apresentam lucros residuais superiores em relação às demais.	<i>goodwill</i> reportado apresenta substância econômica efetiva, estando níveis elevados de <i>goodwill</i> associados a sobrepreço, pagamentos excessivos e desempenho neutro ou negativo.	et al. (2016); Ramanna & Watts (2012); Oliveira & Lustosa (2022).
H4	O reconhecimento de <i>impairment</i> do <i>goodwill</i> está associado a desempenho financeiro inferior no período subsequente, refletindo a baixa tempestividade e a natureza reativa dessa medida.	Reconhecimento de perdas ocorre de forma tardia (1 a 3 anos após deterioração), reduzindo a utilidade informacional; <i>impairments</i> associam-se a quedas de lucratividade, fluxos de caixa e retornos acionários.	Ramanna & Watts (2012); Li & Sloan (2017); Wen (2023); Cappellesso et al. (2022); Xu et al. (2024); Amel-Zadeh et al. (2023).

Nota: Elaboração própria.

A revisão da literatura, tanto bibliométrica quanto narrativa, evidenciou que, apesar dos avanços no entendimento do tema, prevalecem resultados empíricos inconclusivos e fortemente condicionados ao contexto institucional analisado. Essa ambiguidade mostra-se particularmente relevante no contexto brasileiro, no qual a qualidade do *disclosure*, o baixo *enforcement* regulatório e a elevada concentração acionária impõem desafios adicionais à inferência empírica. Nesse cenário, as hipóteses de pesquisa foram formuladas com o objetivo de confrontar a narrativa normativa com evidências empíricas, examinando a relação entre o *goodwill*, os lucros residuais e indicadores tradicionais de desempenho. A operacionalização dessas hipóteses, incluindo as escolhas metodológicas e os procedimentos de estimação adotados para mitigar vieses identificados na literatura, é detalhada no Capítulo 3.

3. Metodologia

3.1. Estratégia de Pesquisa

Esta pesquisa se insere no paradigma funcionalista, conforme taxonomia de Burrell e Morgan (1979), caracterizado pela orientação objetivista e pela busca de regularidades empíricas capazes de explicar e prever fenômenos organizacionais e contábeis. Esse



posicionamento é coerente com a tradição da contabilidade positiva (Watts & Zimmerman, 1986) e com a Teoria do Lucro Residual (Feltham & Ohlson, 1995), que fundamentam as hipóteses e os procedimentos econométricos adotados neste estudo.

Foi adotada estratégia de pesquisa quantitativa, longitudinal e não experimental, baseada em dados em painel de companhias abertas brasileiras, em alinhamento ao padrão dominante da literatura empírica em contabilidade e finanças (Kothari, 2001; Petersen, 2009). A etapa empírica é inferencial e associativa, e não de causalidade estrita, uma vez que a decisão de realizar aquisições e reconhecer *goodwill* é endógena às firmas. Empresas maiores, mais eficientes ou com maior capacidade de crescimento tendem simultaneamente a realizar aquisições, reconhecer *goodwill* e apresentar melhor desempenho subsequente; portanto, parte das associações identificadas pode refletir características estruturais das firmas, e não necessariamente efeitos econômicos isolados do goodwill em si (Angrist & Pischke, 2009; Wooldridge, 2010; Lennox et al., 2019).

A utilização de modelos de dados em painel com efeitos fixos constitui a escolha metodológica central, por permitir controlar heterogeneidade não observada invariante no tempo (como cultura organizacional, perfil gerencial e estratégia de crescimento) e choques macroeconômicos comuns às firmas em cada período, reduzindo substancialmente a influência de fatores omitidos persistentes sobre as estimativas (Baltagi, 2008; Petersen, 2009; Wooldridge, 2010). A unidade de análise é a firma-ano, padrão consolidado na literatura, que permite compatibilizar informações contábeis, indicadores de desempenho e variáveis de mercado ao longo do tempo.

A adoção da Teoria do Lucro Residual como instrumento analítico central justifica-se por sua adequação ao objeto investigado: enquanto a normatização contábil reconhece o *goodwill* como expectativa de benefícios econômicos futuros, o lucro residual representa a métrica econômica capaz de mensurar a materialização efetiva desses benefícios, distinguindo



o retorno normal exigido pelos acionistas da geração de superlucros. Esse arcabouço, complementado pela perspectiva da contabilidade positiva (Watts & Zimmerman, 1986), permite confrontar empiricamente a expectativa incorporada ao reconhecimento do *goodwill* com a criação de valor econômico observada *ex post*, em linha com a literatura de *value relevance* (Kothari, 2001; Dechow et al., 2010).

3.2. Amostra e Período de Análise

A amostra da pesquisa é composta por companhias abertas brasileiras listadas na B3 que reconheceram saldo de *goodwill* em suas demonstrações contábeis no período de 2015 a 2024. A definição desse intervalo de dez anos fundamenta-se na estabilidade regulatória observada a partir de 2015, após a consolidação do regime de combinações de negócios no Brasil decorrente da adoção plena das IFRS, o que assegura maior comparabilidade intertemporal dos dados (de Vasconcelos & Jucá, 2016). Adicionalmente, o período analisado abrange diferentes fases do ciclo econômico, incluindo momentos de recessão e recuperação, característica relevante para estudos em mercados emergentes que buscam capturar efeitos heterogêneos do ambiente macroeconômico sobre desempenho e reconhecimento contábil (Panda & Reddy, 2021; Feltes et al., 2021).

O horizonte temporal considerado para a análise do desempenho pós-reconhecimento do *goodwill* é de três anos subsequentes à aquisição. Essa escolha está alinhada à literatura internacional sobre desempenho pós-fusões e aquisições, que frequentemente adota janelas entre um e três anos para capturar o ciclo de integração e a materialização das sinergias esperadas (King et al., 2004; Zollo & Meier, 2008). Em estudos específicos sobre *goodwill*, horizontes temporais semelhantes são utilizados para examinar a associação entre o ágio reconhecido e o desempenho futuro (Li & Sloan, 2017; Yehuda et al., 2019). No contexto brasileiro, esse horizonte mostra-se particularmente adequado por corresponder ao período no



qual os testes de *impairment* do *goodwill* tendem a identificar e reconhecer eventuais sobrepreços ou expectativas econômicas não realizadas, funcionando como um benchmark natural para avaliar a expectativa inicial incorporada ao reconhecimento do *goodwill* (Luz et al., 2016; Cappellesso et al., 2022).

O processo de seleção da amostra iniciou-se com a identificação das companhias listadas na B3 com informações disponíveis na base Economatica®. Foram selecionadas 61 empresas que apresentaram saldo positivo de *goodwill* em pelo menos um exercício social no período analisado. A análise foi conduzida com base em dados anuais de encerramento de exercício — posição de 31 de dezembro de cada ano —, opção metodológica padrão na literatura empírica em contabilidade (Wooldridge, 2010). Complementarmente, para identificação de empresas que reconheceram e baixaram integralmente o *goodwill* dentro do mesmo exercício social, foram consultadas as Informações Trimestrais (ITRs) disponibilizadas pela CVM, permitindo verificar a existência de saldo positivo de *goodwill* em períodos intermediários em contraposição ao saldo zero registrado no encerramento anual. Empresas que apresentaram esse comportamento registram valor nulo para a variável *goodwill* nos anos correspondentes, o que reflete a captura do saldo de encerramento e não representa ausência de atividade econômica relacionada ao *goodwill* nesses períodos. Todas as 61 empresas foram mantidas na base integral, sem exclusões adicionais, preservando inclusive os períodos sem saldo de *goodwill*, cuja exclusão poderia introduzir viés de seleção ao desconsiderar justamente os casos em que as expectativas inicialmente incorporadas ao ativo não se materializaram. Instituições financeiras não foram consideradas na amostra, em linha com a literatura nacional, em razão das particularidades regulatórias, prudenciais e contábeis que afetam a mensuração e a comparabilidade de seus indicadores econômico-financeiros (Silva & Rover, 2022; Costa et al., 2023).



A amostra final compreende 61 companhias, resultando em um painel de 610 observações firma-ano, estruturado de forma balanceada em termos de cobertura temporal, embora com variação na presença de saldo de *goodwill* entre os períodos, reflexo da dinâmica econômica das aquisições e do reconhecimento de perdas ao longo do horizonte analisado. A natureza balanceada do painel representa uma vantagem metodológica relevante, pois elimina potencial viés de atrito associado à saída de empresas da amostra, aumentando a confiabilidade das estimativas obtidas (Wooldridge, 2010). Cabe destacar que painéis com características semelhantes têm sido amplamente utilizados na literatura contábil nacional sobre *goodwill* e ativos intangíveis, produzindo evidências empíricas relevantes e consistentes (Feltres et al., 2021; Calado & Pereira, 2024).

Os dados foram coletados da base Economatica®, que consolida informações contábeis e financeiras extraídas das Demonstrações contábeis Padronizadas (DFPs) disponibilizadas pela CVM, incluindo os saldos de *goodwill*. As informações de governança corporativa foram obtidas diretamente da B3. Complementarmente, foi construída uma base ampliada composta por 337 companhias listadas na B3 no mesmo período, totalizando 3.073 observações firma-ano, incluindo empresas com e sem *goodwill*, utilizada na análise comparativa apresentada na seção 4.4, de caráter descritivo e complementar aos modelos econométricos principais.

3.3. Operacionalização das Variáveis

A definição e a operacionalização das variáveis foram suportadas por literatura contábil e financeira, com o objetivo de viabilizar o teste empírico das hipóteses formuladas e assegurar comparabilidade intertemporal e consistência analítica. As variáveis explicativas e de controle foram mensuradas no período base (t), enquanto as variáveis dependentes foram avaliadas em períodos futuros ($t+h$, com h variando entre 1, 2 e 3 anos), reforçando o caráter longitudinal da



pesquisa e mitigando potenciais problemas de simultaneidade e reversão temporal (Yehuda et al., 2019).

As variáveis dependentes foram definidas de modo a capturar tanto a criação de valor econômico quanto o desempenho contábil-operacional das companhias. A métrica central é o Lucro Residual (RI), conforme proposto por Ohlson (1995), que mensura o excedente do lucro líquido após a dedução do custo de capital próprio aplicado ao patrimônio líquido contábil de abertura. Essa variável permite distinguir entre lucros normais e superlucros associados à criação de valor econômico, sendo amplamente empregada em estudos sobre relevância informacional e *goodwill* (Feltham & Ohlson, 1995; Cormier & Segretain, 2019; Just et al., 2023). Para captar a materialização intertemporal desses benefícios, foram construídas versões defasadas do lucro residual (RI_lead1, RI_lead2 e RI_lead3).

De forma complementar, foram incluídos indicadores tradicionais de desempenho econômico-financeiro: o ROA, que expressa a eficiência operacional em relação ao total de ativos; o ROE, indicador de retorno direcionado ao acionista; e o EBIT, medida de desempenho operacional antes do impacto de decisões financeiras e tributárias (Hamberg et al., 2011; Luz et al., 2016). A utilização conjunta dessas métricas permite contrastar a perspectiva estritamente contábil com a avaliação econômica da criação de valor.

As variáveis independentes capturam diferentes dimensões do *goodwill*. A principal variável é o *goodwill* absoluto (GW), mensurado pelo saldo contábil reportado no balanço patrimonial. A utilização do valor absoluto justifica-se por representar o montante econômico total da expectativa de benefícios futuros capitalizada pela firma, refletindo a escala da exposição econômica associada à aquisição (Ramanna & Watts, 2012; Li & Sloan, 2017; Amel-Zadeh et al., 2023). Entretanto, reconhece-se que essa medida trata o *goodwill* de forma agregada e não permite distinguir economicamente aquisições horizontais, verticais, conglomeradas, intensivas em ativos intangíveis ou potencialmente motivadas por sobrepreço.



Ressalta-se que a inclusão do *goodwill* absoluto não implica confusão com efeitos de tamanho, uma vez que os modelos controlam explicitamente para o porte da firma por meio do logaritmo do ativo total, além de incorporarem efeitos fixos por empresa. Dessa forma, a estimação explora predominantemente variações intraempresa ao longo do tempo, permitindo avaliar se mudanças no nível de *goodwill* reconhecido estão associadas ao desempenho econômico-financeiro subsequente.

De forma complementar, foi considerada a intensidade relativa do *goodwill* (GW/AT), calculada como a razão entre *goodwill* e ativos totais, com o objetivo de mensurar sua representatividade na estrutura patrimonial da empresa (Luz et al., 2016; Feltes et al., 2021). Incluiu-se também a variação anual do *goodwill* (ΔGW), que capta novos reconhecimentos ou reduções do saldo, aproximando-se de choques associados a aquisições ou baixas. Essas múltiplas métricas mitigam, mas não eliminam, a limitação decorrente da impossibilidade de observar diretamente a natureza econômica de cada combinação de negócios. Por fim, incorporou-se uma variável *dummy de impairment* (IMP_GW), que assume valor 1 quando há reconhecimento de perda por redução ao valor recuperável do *goodwill* por redução do saldo não explicada, e 0 caso contrário. tais reduções estão associadas a desempenho econômico-financeiro inferior no período subsequente (Li & Sloan, 2017; Cappellessio et al., 2022).

As variáveis de controle foram selecionadas com base na literatura empírica, visando minimizar vieses de especificação. O tamanho da empresa (SIZE) foi mensurado pelo logaritmo natural do ativo total, representando o porte da companhia (Lopes & Walker, 2012; Bagna et al., 2023). A alavancagem (LEV) foi definida como a razão entre passivo total e ativo total, refletindo o grau de endividamento (Watts & Zimmerman, 1986; Oliveira & Lustosa, 2022). O crescimento (GROWTH) corresponde à variação percentual da receita líquida em relação ao período anterior, funcionando como proxy para oportunidades de investimento (Costa et al., 2023). Incluiu-se ainda uma *dummy* de governança corporativa (GOV), que



assume valor 1 para companhias listadas nos segmentos diferenciados da B3 (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) e 0 para empresas do segmento Tradicional, captando diferenças institucionais relacionadas a *disclosure* e monitoramento (Amel-Zadeh et al., 2023). *Dummies* setoriais e *dummies* de ano foram adicionadas para controlar, respectivamente, diferenças estruturais de desempenho entre setores e choques macroeconômicos comuns.

Quanto ao custo de capital próprio (K_e), utilizado no cálculo do lucro residual, foi estimado por meio do CAPM, abordagem consagrada tanto na literatura empírica em finanças quanto em avaliações corporativas, por sua clareza conceitual e ampla aplicabilidade (Sharpe, 1964; Fama & French, 2004; Brealey et al., 2020). O CAPM expressa o retorno exigido pelos acionistas como função da taxa livre de risco, do prêmio de risco de mercado e da exposição sistemática da empresa ao risco, medida pelo beta, sendo amplamente adotado em pesquisas que utilizam o modelo de lucro residual (Feltham & Ohlson, 1995; Dechow et al., 1999). Formalmente, o custo de capital próprio foi calculado conforme a Equação 4:

$$K_e = R_f + \beta \times ERP \quad (4)$$

em que R_f representa a taxa livre de risco, ERP o prêmio de risco de mercado e β a medida de risco sistemático do ativo (Sharpe, 1964; Brealey et al., 2020).

A taxa livre de risco (R_f) foi baseada no rendimento da NTN-B de longo prazo, por refletir uma taxa livre de risco em termos reais para a economia brasileira, ajustada pelo IPCA de modo a garantir consistência com a estimação do prêmio de risco e com o cálculo do lucro residual em termos reais. A utilização da NTN-B como proxy de taxa livre de risco real é prática recorrente em estudos empíricos e avaliações no contexto brasileiro, dada a inexistência de ativos perfeitamente livres de risco em termos nominais de longo prazo (Assaf Neto & Lima, 2014; Damodaran, 2025).

O prêmio de risco de mercado (ERP) e os betas setoriais foram obtidos a partir das estimativas anuais para o Brasil disponibilizadas por Damodaran (2025), amplamente



utilizadas na literatura acadêmica e profissional. O ERP brasileiro incorpora fatores macroeconômicos e institucionais — como risco-país, volatilidade macroeconômica, histórico inflacionário e qualidade do ambiente institucional —, refletindo o retorno adicional exigido pelos investidores para alocar capital no mercado acionário nacional. As estimativas foram ajustadas para termos reais, assegurando coerência com a taxa livre de risco adotada. Os betas setoriais foram utilizados por representarem medidas mais estáveis e menos sujeitas a ruído estatístico do que betas individuais estimados para empresas específicas, especialmente em mercados com menor liquidez como o brasileiro (Damodaran, 2025; Brealey et al., 2020), sendo posteriormente ajustados por alavancagem para refletir a estrutura de capital média das empresas da amostra, conforme prática indicada na literatura de finanças corporativas.

O custo de capital próprio resultante apresenta níveis relativamente elevados ao longo do período analisado, refletindo as condições macroeconômicas e institucionais do Brasil, caracterizadas por prêmios de risco superiores aos observados em economias desenvolvidas. Nesse contexto, valores negativos de lucro residual não devem ser interpretados como falha operacional, mas como evidência de que o desempenho da empresa não foi suficiente para superar o custo de oportunidade do capital próprio exigido pelos investidores. Tal interpretação é coerente com a Teoria do Lucro Residual, segundo a qual apenas retornos acima do custo de capital configuram criação efetiva de valor econômico (Feltham & Ohlson, 1995; Ohlson, 1995). O procedimento completo de estimação do custo de capital próprio, incluindo as fontes de dados e os ajustes realizados, é detalhado no Apêndice A.

Na sequência, a Tabela 3 apresenta a sumarização e definição operacional das variáveis utilizadas na pesquisa.



Tabela 3

Definição e Operacionalização das Variáveis

Categoria	Variável (Sigla)	Descrição	Mensuração	Fonte de Dados	Referências
Variáveis Dependentes	Lucro Residual (RI)	Excedente do lucro líquido após remunerar o custo do capital próprio aplicado ao PL do período anterior.	$RI_t = NI_t - (Ke * B_{t-1})$	Economatica®	Ohlson (1995); Feltham & Ohlson (1995)
	Lucro Residual Defasado (RI_lead1) (RI_lead2) (RI_lead3)	Lucro residual projetado para períodos subsequentes (t+1), (t+2) e (t+3)	RI_{t+h} onde $h = 1, 2, 3$	Economatica®	Cormier & Segretain (2019); Just et al. (2023)
	Retorno sobre Patrimônio (ROE)	Indicador de desempenho para os acionistas.	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{PL}$	Economatica®	Luz et al. (2016); Souza & Borba (2017)
	Retorno sobre Ativos (ROA)	Indicador de eficiência operacional em relação ao total de ativos.	$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Economatica®	Hamberg et al. (2011); Honold & Meckl (2023)
	EBIT (EBIT)	Medida de desempenho operacional antes de juros e impostos	Valor contábil reportado	Economatica®	Xu et al. (2024)
Variáveis Independentes	Goodwill (GW)	Montante absoluto de goodwill registrado no balanço.	Valor contábil reportado	Notas explicativas / Economatica®	Ramanna & Watts (2012); Oliveira (2022)
	Goodwill em relação aos Ativos (GW_AT)	Razão entre o saldo de goodwill e o ativo total da empresa.	GW/AT	Economatica®	Luz et al. (2016); Feltes et al. (2021)
	Variação do Goodwill (ΔGW)	Variação anual do goodwill.	$\Delta GW = GW_t - GW_{t-1}$	Economatica®	Li & Sloan (2017)



Variáveis de Controle	<i>Impairment do Goodwill (IMP_GW)</i>	Reconhecimento de perda por redução ao valor recuperável do <i>goodwill</i>	<i>Dummy = 1 quando a variação anual do goodwill (ΔGW) é negativa, indicando redução do saldo; 0 caso contrário</i>	Economatica® / Notas explicativas	Li & Sloan (2017); Cappellesso et al. (2022)
	Tamanho (SIZE)	Proxy de porte da empresa.	$SIZE = \ln(AT)$	Economatica®	Lopes & Walker (2012); Bagna et al. (2023)
	Alavancagem (LEV)	Grau de endividamento.	$LEV = \frac{Passivo\ Total}{Ativo\ Total}$	Economatica®	Watts & Zimmerman (1986); Oliveira & Lustosa (2022)
	Crescimento (GROWTH)	Taxa de crescimento da receita líquida.	$GROWTH = \frac{\Delta Receita}{Receita_{t-1}}$	Economatica®	Costa et al. (2023)
	Governança (GOV)	Participação em segmentos diferenciados de governança corporativa.	<i>Dummy = 1 para NM, N1, N2; 0 para Tradicional</i>	B3	Amel-Zadeh et al. (2023)
	Setor (SECTOR)	Efeitos setoriais.	<i>Dummies por setor de atuação</i>	B3 / CVM	Almeida et al. (2015)
	Ano (YEAR)	Choques macroeconômicos.	<i>Dummies anuais</i>	Economatica®	Amel-Zadeh et al. (2023)

Nota. Elaboração própria.

3.4. Modelos Econométricos

Para traduzir operacionalmente as hipóteses de pesquisa (H1 a H4) em testes empíricos, foram especificados modelos de regressão com dados em painel. Esta técnica é a mais adequada para a investigação proposta, pois permite controlar características não observadas e invariantes no tempo de cada empresa (como cultura organizacional, *know-how* gerencial ou vantagens competitivas históricas) que poderiam enviesar as estimativas, além de capturar choques macroeconômicos comuns a todas as firmas em determinado período por meio de efeitos fixos temporais (Wooldridge, 2010; Hsiao, 2014).



A escolha das variáveis explicativas, de controle e da estrutura dos modelos fundamenta-se no Referencial Teórico apresentado no Capítulo 2 e está alinhada à literatura empírica que investiga a relação entre *goodwill*, criação de valor e desempenho econômico-financeiro (Cormier & Segretain, 2019; Just et al., 2023). A variável dependente de maior interesse é o Lucro Residual, por capturar diretamente a essência econômica atribuída ao *goodwill* — a geração de superlucros — conforme estabelecido pela Teoria do Lucro Residual (Ohlson, 1995). Adicionalmente, com o objetivo de ampliar a comparabilidade externa dos resultados e dialogar com a literatura contábil tradicional, também são estimados modelos utilizando ROA, ROE e EBIT como variáveis dependentes alternativas.

Os modelos econométricos são especificados com efeitos fixos de firma e de ano, permitindo que a identificação dos coeficientes decorra predominantemente de variações intraempresa ao longo do tempo, reduzindo vieses decorrentes de heterogeneidade não observada persistente. A variável ΔGW , embora definida como variável independente na seção 3.3, não integra os modelos principais, sendo utilizada como variável complementar nas análises de robustez apresentadas no Capítulo 5, com o objetivo de verificar a sensibilidade dos resultados a especificações alternativas. A seguir, são apresentados os modelos utilizados para testar cada uma das hipóteses de pesquisa, assegurando vínculo explícito entre os pressupostos teóricos e sua operacionalização empírica.

3.4.1. Hipótese 1 – *Goodwill e Lucro Residual*

Este modelo constitui o teste central da premissa conceitual do *goodwill*. Se o *goodwill* reconhecido contabilmente representa expectativas de benefícios econômicos futuros sob forma de superlucros, seu saldo reconhecido no período base ($GW_{i,t}$) deve estar associado a um desempenho econômico superior nos períodos subsequentes, mensurado pelo Lucro Residual ($RI_{i,t+h}$).



A Teoria do Lucro Residual (Ohlson, 1995) fornece o arcabouço conceitual apropriado para esse teste, uma vez que distingue explicitamente o retorno normal exigido pelos acionistas da geração de lucros residuais, permitindo avaliar se a expectativa incorporada ao reconhecimento do *goodwill* se materializa em criação efetiva de valor econômico.

O modelo é especificado conforme a Equação 5:

$$RI_{i,t+h} = \alpha + \beta_1 GW_{i,t} + \sum_k \gamma_k CONTROLES_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

em que: $RI_{i,t+h}$ representa o lucro residual da empresa i no período $t+h$ (com $h = 1,2,3$); $GW_{i,t}$ corresponde ao saldo de *goodwill* reconhecido no período base; $CONTROLES_{i,t}$ inclui tamanho da empresa (SIZE), alavancagem (LEV), crescimento (GROWTH), governança corporativa (GOV), além de *dummies* setoriais; μ_i representa os efeitos fixos de firma; λ_t representa os efeitos fixos de ano; $\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro idiossincrático.

A hipótese de pesquisa H1 postula que o *goodwill* reconhecido contabilmente não se associa de forma positiva e persistente à geração de lucros residuais futuros. O teste empírico concentra-se na análise do sinal, da significância estatística e da persistência temporal do coeficiente β_1 . A obtenção de coeficientes positivos e significativos apenas nos horizontes iniciais, sem persistência no médio prazo, constitui evidência de suporte parcial à H1, indicando que o *goodwill* contém conteúdo informativo transitório, mas não se traduz de maneira sistemática em superlucros econômicos sustentáveis nos períodos subsequentes ao seu reconhecimento.

3.4.2. Hipótese 2 – *Goodwill e Indicadores de Desempenho*

Embora o Lucro Residual seja a métrica principal desse trabalho para testar a premissa econômica do *goodwill*, é relevante verificar se a eventual desconexão entre *goodwill* e criação de valor também se manifesta em indicadores tradicionais de desempenho amplamente



utilizados por investidores e analistas. Este modelo examina se o *goodwill* reconhecido se traduz em melhor rentabilidade operacional (ROA), maior retorno aos acionistas (ROE) ou maior resultado operacional (EBIT) nos períodos subsequentes ao reconhecimento

A literatura empírica sugere que essa associação tende a ser fraca ou inexistente, especialmente após considerados os custos de integração e os desafios operacionais pós-aquisição, que frequentemente comprometem a rentabilidade no médio prazo (Ramanna & Watts, 2012). Diante dessas evidências, o modelo especificado a seguir permite testar empiricamente essa associação para o contexto brasileiro.

O modelo é especificado conforme a Equação 6:

$$PERF_{i,t+h} = \alpha + \beta_1 GW_{i,t} + \sum_k \gamma_k CONTROLES_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

em que $PERF_{i,t+h}$ representa, alternadamente, ROA, ROE ou EBIT nos períodos subsequentes ($h = 1, 2, 3$), e o vetor $CONTROLES_{i,t}$ inclui as mesmas variáveis especificadas no modelo da seção 3.4.1.

A hipótese de pesquisa H2 postula que o *goodwill* reconhecido contabilmente não se reflete em melhoria consistente dos indicadores tradicionais de desempenho econômico-financeiro nos períodos subsequentes ao reconhecimento. O teste empírico avalia o sinal, a magnitude econômica e a persistência temporal de β_1 para cada métrica analisada (ROA, ROE e EBIT). A ausência de significância estatística, a obtenção de coeficientes de magnitude economicamente irrelevante, ou a presença de efeitos transitórios sem persistência ao longo dos três horizontes constituem, isolada ou conjuntamente, evidência em suporte à H2, sugerindo que o *goodwill* não se traduz em ganhos operacionais ou financeiros sustentáveis no médio prazo.



3.4.3. Hipótese 3 – Intensidade do Goodwill e Lucro Residual

Este modelo amplia a análise ao considerar a importância relativa do *goodwill* no balanço patrimonial, mensurada pela razão entre *goodwill* e ativo total (GW/AT). O objetivo é analisar se empresas com maior intensidade de *goodwill* — isto é, maior exposição relativa a expectativas de benefícios futuros — são capazes de gerar maior lucro residual nos períodos subsequentes.

O modelo é especificado conforme a Equação 7:

$$RI_{i,t+h} = \alpha + \beta_1 GW_AT_{i,t} + \sum_k \gamma_k CONTROLES_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

em que $GW_AT_{i,t}$ corresponde à razão entre *goodwill* e ativo total da empresa i no período t , e o vetor $CONTROLES_{i,t}$ inclui as mesmas variáveis especificadas no modelo da seção 3.4.1.

A hipótese de pesquisa H3 sustenta que a intensidade do *goodwill* no balanço patrimonial não se associa positivamente à geração de lucro residual futuro. Dessa forma, a não significância estatística ou a obtenção de um coeficiente negativo para β_1 fornece evidência empírica em suporte à H3, indicando que uma maior exposição relativa ao *goodwill* não implica maior criação de valor econômico.

3.4.4. Hipótese 4 - Impairment do Goodwill e Desempenho Posterior

Este modelo desloca o foco para o reconhecimento da perda por *impairment* do valor do *goodwill*. De acordo com a norma contábil (CPC 01), o *impairment* deveria refletir uma deterioração nas expectativas de benefícios econômicos futuros associadas ao ativo. Entretanto, evidências empíricas apontam para a baixa tempestividade desse reconhecimento, sugerindo que o *impairment* frequentemente formaliza perdas econômicas já materializadas, em vez de antecipar a deterioração do desempenho (Li & Sloan, 2017).



O modelo é especificado conforme a Equação 8:

$$PERF_{i,t+h} = \alpha + \beta_1 IMP_GW_{i,t} + \sum_k \gamma_k CONTROLES_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

em que $IMP_GW_{i,t}$ é uma variável *dummy* que assume valor 1 quando há reconhecimento de *impairment* do *goodwill* no exercício e 0 caso contrário, e o vetor $CONTROLES_{i,t}$ inclui as mesmas variáveis especificadas no modelo da seção 3.4.1.

A hipótese de pesquisa H4 propõe que o reconhecimento de *impairment* do *goodwill* está associado a desempenho econômico-financeiro inferior nos períodos subsequentes, refletindo a baixa tempestividade e a natureza reativa dessa medida. Sob essa perspectiva, espera-se que o *impairment* formalize contabilmente perdas econômicas já materializadas antes do evento contábil. Empiricamente, isso se manifesta de duas formas não excludentes: (i) coeficiente β_1 negativo e significativo nos períodos pós-evento, caso a deterioração ainda não estivesse completamente incorporada ao desempenho observado; ou (ii) coeficiente β_1 não significativo, caso a deterioração já estivesse plenamente refletida antes do reconhecimento contábil — o que seria consistente com reconhecimento tardio. Ambos os padrões fornecem evidência compatível com H4, distinguindo-se apenas quanto ao grau de atraso do reconhecimento em relação à deterioração econômica implícita.

3.5. Procedimentos de Estimação e Robustez

A relação entre *goodwill* e desempenho está sujeita a seleção amostral, choques simultâneos, causalidade reversa e variáveis omitidas. Para mitigar esses vieses, este estudo adotou as seguintes medidas: (i) utilização de efeitos fixos de firma e ano; (ii) variáveis de controle consagradas pela literatura (tamanho, alavancagem, crescimento, governança) e *dummies* setoriais; (iii) análises de robustez; e (iv) análise comparativa direta entre empresas com e sem *goodwill*. Essas estratégias fortalecem a validade associativa das inferências, mas



não substituem métodos de identificação causal, como pareamento, diferenças-em-diferenças ou instrumentos válidos, que permanecem como agenda para pesquisas futuras.

Antes da estimação dos modelos principais, foram realizados diagnósticos econométricos para verificar a adequação das especificações adotadas. O teste de Hausman foi empregado para fundamentar a escolha entre modelos de efeitos fixos e aleatórios. A rejeição consistente da hipótese nula deste teste indicou a presença de correlação entre os efeitos não observados das empresas e as variáveis explicativas, validando a adoção do modelo de efeitos fixos como o mais apropriado. Essa escolha permite controlar eficazmente características invariantes no tempo de cada empresa — como cultura organizacional, perfil gerencial e estratégia de atuação —, que poderiam enviesar as estimativas.

A presença de heterocedasticidade e autocorrelação serial foi diagnosticada, respectivamente, por meio dos testes de Breusch-Pagan e de Wooldridge. Confirmada a existência desses fenômenos, optou-se por estimar todos os modelos com erros-padrão robustos clusterizados ao nível da empresa. Essa abordagem, considerada a mais conservadora, assegura que as inferências estatísticas permaneçam válidas mesmo na presença de heterocedasticidade e correlação temporal dos resíduos dentro de cada firma.

Para descartar preocupações com multicolinearidade — que poderia inflar a variância dos coeficientes e comprometer a precisão das estimativas — foi calculado o VIF para todas as variáveis dos modelos. Os resultados, detalhados no Apêndice C, revelaram valores medianos substancialmente abaixo do limiar crítico de 10, indicando que a multicolinearidade não constitui obstáculo para a interpretação dos resultados.

A fim de assegurar que os resultados não dependessem da forma de mensuração do *goodwill*, o montante absoluto (GW) foi substituído, nas análises de robustez, pela variação anual (ΔGW), que captura o efeito de novas aquisições e baixas. Adicionalmente, a robustez dos coeficientes foi avaliada por meio da reestimação com erros-padrão de Driscoll e Kraay



(1998), procedimento que fornece inferências válidas na presença de dependência *cross-sectional* e autocorrelação de longo prazo, conforme detalhado no Capítulo 5. Para maior segurança contra variáveis omitidas, os modelos principais foram especificados com *dummies* setoriais e de ano, além das variáveis de controle consagradas pela literatura, conforme detalhado na seção 3.3.

Os resultados detalhados de todos os testes diagnósticos e as análises de robustez são apresentados no Capítulo 5, onde são discutidos em conjunto com os achados principais, permitindo avaliar a estabilidade e a consistência das inferências realizadas.

3.6. Limitações da Pesquisa

O período analisado (2015–2024) abrange choques macroeconômicos e institucionais relevantes, como a pandemia da Covid-19, mudanças no ciclo político-institucional brasileiro e variações expressivas na política monetária, refletidas na trajetória da taxa Selic, que oscilou substancialmente ao longo do intervalo⁹. Esses fatores afetaram de forma ampla o desempenho das empresas, o custo de capital e as condições econômicas gerais, podendo influenciar a relação entre *goodwill* e desempenho econômico-financeiro. Embora tais eventos não possam ser controlados de forma causal em estudos observacionais, seus efeitos são tratados empiricamente por meio da inclusão de efeitos fixos de ano, que capturam variações macroeconômicas comuns a todas as firmas em cada período, bem como pelo uso de variáveis de desempenho futuro em horizontes defasados, o que contribui para reduzir a influência de choques transitórios sobre as estimativas. Ainda assim, não se pode descartar integralmente a existência de impactos heterogêneos desses eventos entre firmas e setores específicos.

⁹ Em 2015, o Copom elevou a Selic para 14,25% a.a. Em 2020, durante a pandemia, reduziu-a para 2,00% a.a. Depois, no ciclo de aperto monetário, voltou a elevá-la para 13,75% a.a. em 2022. Já em 2024, o Copom a reduziu para 10,50% a.a. em maio, embora tenha voltado a subir para 11,25% a.a. em novembro.



Adicionalmente, o estudo adota um desenho associativo e não causal estrito, uma vez que a decisão de realizar aquisições e reconhecer *goodwill* é endógena às empresas e resulta de escolhas gerenciais estratégicas, não aleatórias. Embora a utilização de dados em painel com efeitos fixos mitigue vieses decorrentes de heterogeneidade não observada invariante no tempo, não é possível assegurar relações causais puras na ausência de atribuição aleatória. Fatores não observados — como a qualidade das sinergias estratégicas, a capacidade de integração pós-aquisição ou oportunidades específicas de mercado não plenamente capturadas pelas variáveis de controle — podem influenciar simultaneamente a decisão de adquirir e o desempenho futuro das empresas, configurando uma fonte potencial de viés.

A amostra principal é composta exclusivamente por companhias abertas listadas na B3 que reconheceram *goodwill* em algum momento do período analisado, com a exclusão de instituições financeiras. Embora essa delimitação assegure maior homogeneidade da amostra e acesso a dados públicos auditados de elevada qualidade, ela restringe a generalização dos resultados para empresas de capital fechado, que apresentam estruturas de governança e financiamento distintas, bem como para setores regulados, como o financeiro e o de seguros, nos quais o tratamento contábil do *goodwill* difere substancialmente.

A pesquisa também trata o *goodwill* de maneira relativamente homogênea. Não foi possível diferenciar, de forma sistemática, aquisições horizontais, verticais, conglomeradas, intensivas em tecnologia ou intensivas em ativos intangíveis específicos. Essa restrição reduz a capacidade explicativa dos modelos, pois a dinâmica econômica do *goodwill* provavelmente difere entre setores e tipos de transação. Os resultados, portanto, devem ser interpretados como associações médias para a amostra analisada.

Outra limitação relevante decorre da própria natureza do *goodwill* e do teste de *impairment*, que envolvem elevado grau de subjetividade, além de não serem divulgados de maneira transparente nas notas explicativas das empresas. A mensuração do valor recuperável



depende criticamente de premissas discricionárias da administração, como projeções de fluxos de caixa, taxas de crescimento e taxas de desconto. Essa subjetividade, inerente às normas contábeis vigentes (CPC 01, 2010), limita a comparabilidade plena entre empresas e períodos e pode introduzir ruídos ou vieses associados ao gerenciamento de resultados, os quais os modelos econométricos empregados não são capazes de eliminar completamente.

A pesquisa baseia-se exclusivamente em dados secundários de domínio público, extraídos de bases consolidadas, como a Economatica®, e das demonstrações contábeis divulgadas por meio das DFPs disponibilizadas pela CVM. Apesar da confiabilidade dessas fontes, eventuais lacunas em séries históricas ou inconsistências de divulgação por parte das próprias empresas podem afetar a análise empírica, representando uma limitação adicional inerente ao uso de dados secundários que pesquisas futuras poderão mitigar por meio de conferência manual sistemática dos saldos de *goodwill* e dos registros de *impairment* diretamente nas notas explicativas.

Adicionalmente, foi utilizada uma base ampliada na análise comparativa da seção 4.4 contendo empresas com e sem *goodwill*. A análise tem caráter descritivo e complementar, não substituindo um pareamento formal. Essa opção decorre da prioridade conferida à abordagem por efeitos fixos nos modelos principais, considerada mais adequada aos objetivos do estudo, e representa uma limitação adicional que deve ser considerada na interpretação dos resultados comparativos.

Em síntese, essas limitações devem ser consideradas na interpretação dos resultados. O conjunto de decisões metodológicas adotadas — incluindo o uso de dados públicos auditados, modelos em painel com efeitos fixos, métricas baseadas no lucro residual, controles econômicos e testes de robustez — confere consistência empírica às inferências associativas propostas. Contudo, os achados não devem ser interpretados como prova causal de que o *goodwill* gera ou deixa de gerar valor econômico, mas como evidência de que, nas proxies e



horizontes analisados, sua associação com benefícios econômicos futuros é condicionada e pouco persistente.

4. Análise e Discussão dos Resultados

Este capítulo tem como objetivo examinar empiricamente uma dimensão observável da premissa econômica do *goodwill*: sua associação com lucro residual futuro e indicadores tradicionais de desempenho. A análise dos dados das companhias abertas brasileiras entre 2015 e 2024 permite avaliar se o ágio por expectativa de rentabilidade reconhecido contabilmente se relaciona com resultados subsequentes, conforme pressuposto pela normatização (CPC 15) e pela teoria contábil. Os resultados devem ser lidos como evidências associativas, delimitadas pelas proxies contábeis utilizadas, e não como julgamento definitivo sobre todas as formas possíveis de valor econômico geradas por uma aquisição.

4.1. Estatísticas Descritivas

A amostra final da pesquisa compreende 61 companhias abertas listadas na B3 que reconheceram *goodwill* em suas demonstrações contábeis entre 2015 e 2024, resultando em um painel de 610 observações empresa-ano, estruturado de forma balanceada em termos de cobertura temporal. A heterogeneidade setorial, que abrange consumo, energia, saúde, tecnologia, serviços e outros segmentos, reflete adequadamente a diversidade estrutural do mercado de capitais brasileiro, conferindo representatividade aos achados.

A Tabela 4 sumariza as estatísticas descritivas das variáveis analisadas. Nota-se assimetria positiva na distribuição do *goodwill* (GW), com média de R\$ 3.120,09 milhões significativamente superior à mediana de R\$ 18,62 milhões. Este padrão evidencia que poucas empresas concentram valores expressivos do ativo, característica típica de operações de fusões e aquisições de grande porte, enquanto a maioria das companhias apresenta saldos modestos.



A variação do *goodwill* (ΔGW) também exhibe elevada dispersão, com amplitude entre reduções de R\$ 33.220,36 milhões e aumentos de R\$ 64.802,69 milhões, reforçando a volatilidade inerente a aquisições e eventuais reconhecimentos de *impairment*. No que se refere ao desempenho econômico, o lucro residual (RI) apresenta média e mediana negativas (-R\$ 232,12 mil e -R\$ 21,94 mil, respectivamente), sugerindo que, em termos agregados, as companhias não têm gerado retorno acima do custo de capital próprio, conforme preconizado pela métrica de Ohlson (1995). Padrão similar é observado no EBIT, com média de R\$ 1.822,82 milhões, porém mediana de apenas R\$ 281,14 milhões, indicando concentração de resultados em um subconjunto de empresas.

Entre as variáveis derivadas, o índice de *goodwill* sobre ativos (GW_AT) apresenta valor médio de 8%, alcançando até 61% em casos extremos, demonstrando que para algumas companhias¹⁰ este ativo representa parcela relevante de sua estrutura patrimonial. Os indicadores de rentabilidade ROA e ROE registram medianas de 4% e 11%, respectivamente, com ampla variação consistente com a diversidade da amostra.

Resultados adicionais de interesse incluem governança corporativa (GOV), presente em 83% das observações, e a ocorrência de *impairments* (IMP_GW) em 15% dos registros, proporcionando base aceitável para os testes de hipóteses subsequentes.

Esse padrão de elevada assimetria e curtose em diversas variáveis-chave, particularmente no *goodwill*, na variação do *goodwill*, no EBIT e no ROE, é consistente com a natureza econômica do fenômeno analisado, no qual poucas transações concentram valores expressivos enquanto a maioria das firmas apresenta saldos reduzidos. Esse padrão justifica as

¹⁰ A relevância do percentual de 8% foi interpretada à luz da sua materialidade frente aos indicadores de rentabilidade. Com uma mediana de ROA de apenas 4%, o *goodwill* representa, em média, o dobro do retorno gerado pelos ativos totais. Ademais, a fragilidade desse ativo é corroborada pelo fato de que 24,6% da amostra realizou a baixa integral do *goodwill* ainda no mesmo exercício de seu reconhecimento, sugerindo que mesmo percentuais aparentemente baixos carregam alto risco de volatilidade para o patrimônio líquido



escolhas metodológicas descritas nas seções 3.2 e 3.5, especialmente a adoção de modelos com efeitos fixos, erros-padrão robustos clusterizados por firma e ausência de winsorização.

Tabela 4
Estatísticas Descritivas

Variável	N	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
RI	610	(232,12)	(21,94)	1.834,95	(10.189,14)	12.424,77
ROE	560	0,16	0,11	2,57	(17,87)	50,95
ROA	560	0,03	0,04	0,12	(1,16)	0,59
EBIT	561	1.822,82	281,14	4.871,57	(8.329,13)	41.231,80
GW	522	3.120,09	18,62	11.572,05	0,00	129.869,71
ΔGW	610	175,00	0,00	3.418,99	(33.220,36)	64.802,69
GW_AT	562	0,08	0,00	0,14	0,00	0,61
IMP_GW	610	0,15	0	0,35	0	1
GROWTH	604	12.431,19	1.815,50	39.219,21	0,00	416.952,00
SIZE	560	15,25	15,21	1,82	10,98	19,45
LEV	560	0,16	0,16	0,25	(0,88)	1,34
GOV	610	0,83	1	0,37	0	1

Nota. RI, EBIT, GW, ΔGW e GROWTH expressos em milhões de reais (R\$). ROE, ROA, GW_AT e LEV são razões. GOV é *dummy* (0 ou 1). SIZE é o logaritmo natural do ativo total. IMP_GW foi construída no software de estimação como indicador de variação negativa do *goodwill* (ΔGW < 0)

Além das estatísticas descritivas, procedeu-se à análise das correlações de Pearson entre as variáveis do estudo, conforme apresentado na Tabela 5.

Tabela 5
Matriz de Correlação

	RI	ROE	ROA	EBIT	GW	ΔGW	GW_AT	IMP_GW	GROWTH	SIZE	LEV	GOV
RI	1,00											
ROE	-0,07	1,00										
ROA	0,34	-0,04	1,00									
EBIT	0,31	0,07	0,19	1,00								
GW	0,10	0,14	0,07	0,84	1,00							
ΔGW	0,00	-0,01	-0,01	0,35	0,53	1,00						
GW_AT	0,02	0,08	0,04	0,31	0,45	0,21	1,00					
IMP_GW	-0,10	0,07	0,01	0,08	0,07	-0,14	0,13	1,00				
GROWTH	0,01	0,10	0,05	0,66	0,54	0,13	0,21	0,13	1,00			
SIZE	-0,09	0,06	0,04	0,58	0,46	0,13	0,12	0,04	0,50	1,00		
LEV	-0,06	0,00	-0,39	-0,03	-0,03	0,00	-0,05	-0,02	0,09	0,12	1,00	
GOV	-0,07	-0,08	-0,08	-0,22	-0,30	-0,10	-0,10	-0,02	-0,03	0,22	0,12	1,00

Nota. Correlações em negrito indicam valores com magnitude superior a 0,50, considerados moderados a fortes.



A análise das correlações revela elevada associação positiva entre *goodwill* e EBIT (0,84), o que deve ser interpretado com cautela, pois pode refletir parcialmente efeito de escala — pela lógica, empresas de maior porte tendem a apresentar simultaneamente maiores saldos de *goodwill* e maiores resultados operacionais em termos absolutos, aspecto controlado nos modelos econométricos por meio da variável SIZE. Da mesma forma, observa-se correlação positiva entre *goodwill* e tamanho da empresa (0,46 com SIZE), consistente com a expectativa de que companhias de maior porte tendem a realizar mais aquisições. Contudo, as correlações com medidas de criação de valor são modestas: 0,10 com lucro residual (RI) e 0,07 com ROA, sugerindo que a simples presença do ativo não garante, por si só, performance econômica superior.

A correlação negativa entre GOV e GW (−0,30) indica que empresas com melhor governança tendem a apresentar menores saldos de *goodwill*, possivelmente refletindo maior conservadorismo em aquisições. Adicionalmente, a associação positiva entre IMP_GW e GW_AT (0,13) sugere que empresas com maior intensidade de *goodwill* podem estar mais sujeitas a reconhecer *impairments*.

A análise de VIF revelou valores inferiores a 5 para todos os regressores, considerados aceitáveis e abaixo do limiar crítico de 10, assegurando a validade das estimações subsequentes sem prejuízo da inferência estatística.

4.2. Evidências Descritivas Complementares: Baixas Rápidas de *Goodwill*

Durante o processo de organização, validação e análise dos dados, identificou-se um fenômeno empírico relevante que, embora não integre o núcleo dos testes econométricos, fornece evidência adicional importante para a interpretação dos resultados desta pesquisa. Das 61 companhias abertas brasileiras que reconheceram *goodwill* entre 2015 e 2024, quinze



registraram saldo positivo de *goodwill* em suas informações trimestrais (ITR), mas encerraram o respectivo exercício social sem qualquer saldo de *goodwill* nas demonstrações contábeis anuais (DFP).

Esse comportamento corresponde a aproximadamente **24,6% da amostra**, indicando que, em uma parcela expressiva das empresas, o *goodwill* reconhecido não se sustentou sequer ao longo do próprio exercício social. Tal evidência sugere elevada fragilidade das expectativas de benefícios econômicos futuros incorporadas nesse ativo, ao menos no curto prazo.

A ocorrência dessas baixas rápidas pode estar associada a diferentes situações, tais como: (i) reconhecimento inicial seguido de teste de recuperabilidade que resultou na baixa integral do *goodwill*; (ii) alienação, descontinuidade ou reorganização da unidade geradora de caixa à qual o *goodwill* havia sido alocado; ou (iii) ajustes contábeis e de auditoria realizados entre as informações trimestrais e as demonstrações anuais auditadas. Independentemente da causa específica, o padrão observado evidencia e confirma que o reconhecimento do *goodwill*, em diversos casos, não reflete expectativas econômicas minimamente persistentes.

À luz da literatura, esse achado descritivo reforça a necessidade de cautela na interpretação da persistência econômica do *goodwill*. A baixa integral no mesmo exercício pode refletir frustração rápida das expectativas, ajustes contábeis posteriores, alienações ou reorganizações societárias, de modo que não permite, isoladamente, concluir pela inexistência de substância econômica do ativo. Ainda assim, sua frequência na amostra constitui evidência relevante para o debate sobre a verificabilidade e a tempestividade das expectativas incorporadas ao *goodwill*.

Assim, embora não constitua objeto direto das estimações econométricas, o registro das baixas rápidas de *goodwill* fornece uma evidência institucional e descritiva complementar que corrobora os resultados quantitativos do estudo. Em conjunto, os achados sugerem que o *goodwill* reconhecido nas companhias abertas brasileiras pode incorporar expectativas de



benefícios econômicos de curta duração ou sujeitas a revisão significativa, reforçando a pertinência da questão central desta pesquisa quanto à sua capacidade de representar criação de valor econômico persistente.

4.3. Resultados dos Modelos Econométricos

4.3.1. Análise da Hipótese 1 (H1)

Esta seção apresenta os resultados dos modelos econométricos designados para testar a Hipótese H1, que investiga se o montante de *goodwill* reconhecido em um determinado ano t está associado à geração de lucro residual (RI) nos períodos subsequentes ($t+1$, $t+2$, $t+3$). A Tabela 6 sumariza os coeficientes estimados, erros-padrão robustos e os níveis de significância estatística para a variável de interesse (GW), expressa em milhões de reais para facilitar a interpretação econômica.

Tabela 6

Resultados da Hipótese 1 – Goodwill x RI

Variável	RI_lead1	RI_lead2	RI_lead3
GW	0,095*** (0,021)	0,117*** (0,033)	0,166 (0,144)
SIZE	(0,151) (0,320)	0,027 (0,352)	0,211 (0,370)
LEV	1,335** (0,641)	0,877 (0,899)	0,435 (1,055)
GROWTH	0,004 (0,003)	-0,021*** (0,005)	-0,039** (0,016)
Constante	1,037 (4,755)	(1,453) (5,342)	(3,457) (5,689)
Controle EF por Firma	Sim	Sim	Sim
Controle EF por Ano	Sim	Sim	Sim
Observações	410	357	305
Nº Firms	54	53	53
R ² Within	0,113	0,133	0,085

Nota. Coeficientes estimados reportados na primeira linha e erros-padrão robustos clusterizados por firma entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. RI, GW e constante expressos em milhões de reais. Modelos com efeitos fixos de firma e de ano.



A estimação por modelos de efeitos fixos, com controle para características corporativas invariantes no tempo e *dummies* anuais, revela um padrão temporal informativo sobre a natureza econômica do *goodwill*. Conforme os modelos de $(t+1)$ e $(t+2)$, o coeficiente associado à variável GW apresenta sinal positivo e significância estatística ao nível de 1% nos horizontes de um e dois anos após o reconhecimento. Em termos econômicos, um acréscimo de R\$ 1 milhão em *goodwill* está associado a um aumento médio de R\$ 0,095 milhão no lucro residual no primeiro ano subsequente $(t+1)$ e de R\$ 0,117 milhão no segundo ano $(t+2)$. Esses resultados fornecem evidência empírica de que, no curto prazo, o *goodwill* contém informação sobre a capacidade de geração de retornos acima do custo de capital, em linha com a premissa contábil de que esse ativo incorpora expectativas de benefícios econômicos futuros.

Entretanto, a análise do horizonte de três anos revela uma nuance relevante. Embora o coeficiente do *goodwill* permaneça positivo em magnitude (0,166), ele não apresenta significância estatística (p -valor = 0,254), indicando ausência de evidência robusta de associação entre o *goodwill* reconhecido e a geração de lucro residual no terceiro ano após o reconhecimento. A dissipação do efeito em $t+3$ sugere que os benefícios econômicos associados ao *goodwill* não são persistentes, concentrando-se predominantemente em uma janela temporal de até dois anos.

Esse padrão de associação positiva decrescente e não sustentada no médio prazo dialoga diretamente com a inquietação que motivou esta pesquisa. Se, por um lado, o *goodwill* demonstra conter conteúdo informativo sobre ganhos futuros, por outro, sua incapacidade de prever lucros residuais de forma consistente no terceiro ano subsequente questiona sua representatividade como indicador de benefícios econômicos duradouros. Tal evidência é compatível com a literatura que aponta que sinergias esperadas em aquisições podem se materializar apenas parcialmente, dissipar-se ao longo do tempo ou, em alguns casos, refletir pagamentos excessivos em transações que não sustentam a criação de valor no longo prazo.



Entre as variáveis de controle, observa-se que o crescimento da receita (GROWTH) apresenta coeficientes negativos e estatisticamente significativos nos horizontes mais longos, resultado compatível com a interpretação de que estratégias expansionistas podem pressionar temporariamente a rentabilidade residual em razão de custos de integração e investimentos iniciais. A alavancagem (LEV), por sua vez, mostra efeito positivo apenas no curto prazo, possivelmente refletindo um efeito disciplinador do endividamento sobre o desempenho econômico inicial.

Em síntese, os resultados referentes à Hipótese 1 indicam suporte parcial à hipótese formulada. O *goodwill* apresenta conteúdo informativo positivo sobre a geração de lucro residual futuro nos horizontes de curto e médio prazo ($t+1$ e $t+2$), mas esse efeito não persiste no terceiro ano subsequente. Esse padrão é compatível com a interpretação de que o *goodwill* incorpora expectativas econômicas parcialmente realizáveis, mas não permite afirmar, de forma geral, que o ativo sustente superlucros econômicos contínuos no contexto analisado.

4.3.2. Análise da Hipótese 2 (H2)

A Hipótese 2 investiga se o *goodwill* reconhecido contabilmente está associado a métricas tradicionais de desempenho, amplamente utilizadas por investidores e analistas, especificamente ROE, ROA e EBIT. A análise por horizonte temporal permite identificar não apenas a direção, mas também a persistência dos efeitos do *goodwill* sobre diferentes dimensões da performance empresarial.

Tabela 7
Resultados da Hipótese 2 – Goodwill x ROE

Variável	ROE_lead1	ROE_lead2	ROE_lead3
GW	-0,03852***	-0,0005	-0,5670
	-0,0065	0,0085	-0,2080
SIZE	0,5698	0,8777	1,063
	-0,463	-0,6012	-0,938
LEV	1,239	-0,1820	-0,019



	-0,905	-0,925	-1,209
GROWTH	$4,3 \times 10^{-8}$	$4,0 \times 10^{-9}$	$-3,2 \times 10^{-8}$
	$(1,2 \times 10^{-7})$	$(5,4 \times 10^{-7})$	$(3,2 \times 10^{-7})$
Constante	-8,694	-13,09	-14,268
	-7,224	-9,017	-13,996
Controle EF por Firma	Sim	Sim	Sim
Controle EF por Ano	Sim	Sim	Sim
Observações	410	357	305
Firmas	54	53	53
R ² Within	0,045	0,033	0,22

Notas. Coeficientes estimados na primeira linha; erros-padrão robustos clusterizados por firma entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. GW expresso em milhões de reais. ROE em termos decimais. GROWTH expresso em reais — coeficientes em notação científica refletem diferença de escala entre as variáveis. Modelos com efeitos fixos de firma e de ano..

Os resultados referentes ao ROE, revelam um padrão temporal assimétrico e não linear. No horizonte de curto prazo ($t+1$), o coeficiente associado ao *goodwill* (GW) é negativo e estatisticamente significativo ao nível de 1% ($\beta = -0,0385$; $p < 0,01$), indicando que um acréscimo de R\$ 1 milhão em *goodwill* está associado, em média, a uma redução de aproximadamente 3,85 pontos percentuais no ROE no exercício subsequente.

Esse efeito negativo inicial sugere que, no curto prazo, o reconhecimento do *goodwill* está associado a uma pressão sobre a rentabilidade do PL, possivelmente refletindo custos de integração, despesas não recorrentes, reestruturações operacionais ou ajustes contábeis decorrentes das aquisições. Tal evidência é consistente com a literatura que aponta que operações de M&A frequentemente geram impactos adversos temporários sobre o desempenho do acionista antes da eventual materialização de sinergias.

No horizonte de dois anos ($t+2$), a associação entre *goodwill* e ROE perde significância estatística ($\beta = -0,0005$; $p = 0,957$), indicando a dissipação do efeito negativo observado no curto prazo. No terceiro ano subsequente ($t+3$), o coeficiente permanece estatisticamente não significativo ($\beta = -0,5670$; $p = 0,112$), reforçando a ausência de evidência de impacto persistente do *goodwill* sobre a rentabilidade do PL no médio prazo.



Em conjunto, os resultados para o ROE indicam que o *goodwill* está associado a um efeito negativo transitório, concentrado no primeiro ano após o reconhecimento, que não se sustenta ao longo do tempo. Esse padrão sugere que, sob a ótica do acionista, o *goodwill* não se traduz em melhoria consistente da rentabilidade do capital próprio, reforçando a interpretação de que os benefícios econômicos esperados das aquisições podem ser parcialmente neutralizados por custos iniciais ou não se materializar de forma duradoura.

Tabela 8

Resultados da Hipótese 2 – Goodwill x ROA

Variável	ROA_lead1	ROA_lead2	ROA_lead3
GW	0,001014***	0,001611**	0,002503
	-0,0004	-0,0006	-0,0016
SIZE	-0,05704**	-0,07563**	-0,09912*
	-0,02438	-0,03529	-0,05791
LEV	-0,02464	0,02650	0,03206
	-0,04145	-0,05253	-0,05778
GROWTH	$0,0 \times 10^0$	$0,0 \times 10^0$	$0,0 \times 10^0$
	(≈ 0)	(≈ 0)	(≈ 0)
Constante	0,8786**	1,1306**	1,5005*
	-0,3633	-0,5291	-0,8662
Controle EF por Firma	Sim	Sim	Sim
Controle EF por Ano	Sim	Sim	Sim
Observações	410	357	305
Firmas	54	53	53
R ² Within	0,107	0,136	0,164

Notas. Coeficientes estimados reportados na primeira linha; erros-padrão robustos clusterizados por firma entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. GW expresso em milhões de reais. ROA em termos decimais. O coeficiente de GROWTH é estatisticamente nulo em todas as especificações, refletindo a diferença de escala entre as variáveis — GROWTH em reais e ROA em proporção. Modelos com efeitos fixos de firma e de ano.

Os resultados referentes ao ROA, indicam um padrão temporal positivo no curto e médio prazo. No horizonte de um ano após o reconhecimento do *goodwill* ($t+1$), o coeficiente associado à variável GW é positivo e estatisticamente significativo ($\beta = 0,0010$; $p < 0,05$). Em termos econômicos, esse resultado indica que um acréscimo de R\$ 1 milhão em *goodwill* está associado, em média, a um aumento de 0,1 ponto percentual no ROA no exercício subsequente.



No horizonte de dois anos ($t+2$), a associação permanece positiva e estatisticamente significativa, com magnitude ligeiramente superior ($\beta = 0,0016$; $p < 0,05$), sugerindo que os ganhos de eficiência operacional associados ao *goodwill* se intensificam no curto prazo. No terceiro ano subsequente ($t+3$), embora o coeficiente permaneça positivo em magnitude ($\beta = 0,0025$), ele perde significância estatística ($p = 0,112$), indicando a dissipação do efeito no médio prazo.

Esse padrão sugere que o *goodwill* está associado a ganhos operacionais detectáveis pelo ROA principalmente nos primeiros dois anos após o reconhecimento, mas a magnitude econômica dos coeficientes é reduzida diante da escala das variáveis. A evidência é compatível com a interpretação de que sinergias operacionais decorrentes de aquisições podem gerar melhorias temporárias na eficiência do uso dos ativos, sem necessariamente se converter em ganhos duradouros ou economicamente expressivos de desempenho.

A comparação entre os resultados do ROA e do ROE evidencia dimensões distintas do impacto do *goodwill* sobre o desempenho. Enquanto o ROA apresenta associação positiva de curto prazo com o *goodwill*, o ROE revelou efeito negativo inicial, sugerindo que os ganhos operacionais observados não se traduzem imediatamente em maior retorno ao acionista, possivelmente em razão de custos financeiros, estrutura de capital ou encargos associados às aquisições. Esse contraste reforça a interpretação de que o *goodwill* pode refletir benefícios operacionais transitórios, cujo impacto econômico líquido é limitado quando avaliado sob a ótica da criação de valor ao acionista.

Tabela 9

Resultados da Hipótese 2 – Goodwill x EBIT

Variável	EBIT_lead1	EBIT_lead2	EBIT_lead3
GW	0,320***	0,275***	0,393*
	-0,025	-0,039	-0,199
SIZE	-396.722	-346.413	-225.761
	-500.198	-464.741	-486.262
LEV	307.514	937.350	2.101.190**



	-867.759	-799.733	-993.186
GROWTH	0,023	-0,005	-0,011
	-0,016	-0,008	-0,015
Constante	5,44E+06	4,91E+06	3,32E+06
	-7,44E+06	-6,80E+06	-7,06E+06
Controle EF por Firma	Sim	Sim	Sim
Controle EF por Ano	Sim	Sim	Sim
Observações	410	357	305
Firmas	54	53	53
R ² Within	0,411	0,262	0,215

Nota. Coeficientes estimados na primeira linha; erros-padrão robustos clusterizados por firma entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. EBIT, GW, SIZE, LEV, GROWTH e constante expressos em milhões de reais. Modelos com efeitos fixos de firma e de ano.

Os resultados referentes ao EBIT, revelam o padrão mais consistente de associação positiva entre o *goodwill* e o desempenho operacional dentre as métricas analisadas. Ressalta-se que o EBIT capta eficiência operacional, não incorporando explicitamente o custo de capital e, portanto, não constituindo, por si só, uma medida de criação de valor econômico. No horizonte de um ano após o reconhecimento ($t+1$), o coeficiente associado ao *goodwill* (GW) é positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1% ($\beta = 0,320$; $p < 0,01$), indicando que um acréscimo de R\$ 1 milhão em *goodwill* está associado, em média, a um aumento de R\$ 0,320 milhão no EBIT no exercício subsequente. No horizonte de dois anos ($t+2$), a associação permanece positiva e estatisticamente significativa ($\beta = 0,275$; $p < 0,01$). No terceiro ano subsequente ($t+3$), o coeficiente mantém sinal positivo com significância marginal ($\beta = 0,393$; $p = 0,054$), indicando que o efeito tende a persistir, embora com maior dispersão.

A análise conjunta das métricas de desempenho da Hipótese 2 revela uma dicotomia relevante entre significância estatística e relevância econômica. O EBIT apresenta a associação mais robusta e economicamente visível, com coeficientes positivos nos horizontes analisados. O ROA exibe coeficientes positivos e estatisticamente detectáveis, porém de magnitude econômica modesta. O ROE, por sua vez, não apresenta associação robusta após as correções de robustez. Os testes de *Driscoll e Kraay* (1998), apresentados no Capítulo 5, confirmam que parte dos resultados depende da métrica utilizada e da estrutura de correção dos erros.



Essa disparidade entre métricas sugere que as aquisições que geram *goodwill* podem produzir benefícios operacionais captados pelo EBIT, mas tais ganhos não se convertem necessariamente em maior rentabilidade para o acionista ou em lucro residual persistente. Em conjunto, os resultados configuram suporte parcial à Hipótese 2: o *goodwill* possui conteúdo informativo sobre desempenho operacional futuro, mas apresenta impacto limitado, condicionado à métrica analisada e temporalmente restrito quanto à criação de valor econômico líquido.

4.3.3. Análise da Hipótese 3 (H3)

A Hipótese 3 investiga se a intensidade do *goodwill*, mensurada pela razão entre o *goodwill* reconhecido e o ativo total da empresa (GW/AT), está associada à geração de lucro residual futuro. Diferentemente da Hipótese 1, que examinou o montante absoluto do *goodwill*, esta abordagem busca avaliar se a representatividade relativa desse ativo na estrutura patrimonial possui conteúdo informativo adicional sobre a criação de valor econômico.

Tabela 10

Resultados da Hipótese 3 – Intensidade Goodwill x Lucro Residual

Variável	RI_lead1	RI_lead2	RI_lead3
GW_AT	0,000304	-0,000102	-0,00036
	-0,001795	-0,002065	-0,002473
SIZE	-0,136	0,107	0,357
	-0,286	-0,321	-0,389
LEV	2,043***	1,702***	0,647
	-0,717	-0,578	-0,823
GROWTH	0,005	-0,018***	-0,026***
	-0,005	-0,005	-0,005
Constante	0,893	-2,502	-5,617
	-4,193	-4,974	-5,874
Controle EF por Firma	Sim	Sim	Sim
Controle EF por Ano	Sim	Sim	Sim
Observações	446	392	339
Firmas	55	54	54
R ² Within	0,043	0,052	0,046



Nota. Coeficientes estimados reportados na primeira linha; erros-padrão robustos clusterizados por firma entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. RI e constante expressos em milhões de reais. GW_AT representa a intensidade relativa do *goodwill* em relação ao ativo total. Modelos com efeitos fixos de firma e de ano.

Os resultados empíricos indicam que o coeficiente associado à variável GW_AT não alcança significância estatística em nenhum dos horizontes temporais analisados. As estimativas obtidas são de pequena magnitude e acompanhadas por elevados erros-padrão, com coeficientes de 0,000304 em $t+1$, -0,000102 em $t+2$ e -0,00036 em $t+3$, todos com p-valores elevados, não permitindo rejeitar a hipótese nula de ausência de associação entre a intensidade do *goodwill* e o lucro residual futuro.

Esse resultado contrasta com os achados da Hipótese 1, nos quais o montante absoluto de *goodwill* apresentou associação positiva e estatisticamente significativa com o lucro residual nos horizontes de curto e médio prazo. A evidência sugere que, no contexto analisado, a intensidade relativa do *goodwill* não adiciona poder explicativo à previsão de superlucros futuros, não apresentando conteúdo informativo incremental em relação à métrica absoluta.

No que se refere às variáveis de controle, a alavancagem (LEV) apresenta coeficientes positivos e estatisticamente significativos nos horizontes $t+1$ e $t+2$, resultado compatível com a literatura que aponta para um possível efeito disciplinador da dívida sobre o desempenho econômico. O crescimento da receita (GROWTH) exibe associação negativa e significativa nos horizontes mais longos, consistente com a interpretação de que estratégias expansionistas podem reduzir temporariamente a rentabilidade residual em função de custos de investimento e integração.

Em conjunto com os resultados da Hipótese 1, a não rejeição de H3 sugere que o *goodwill* apresenta conteúdo informativo limitado e concentrado em sua magnitude absoluta e em suas variações, sem que sua representatividade relativa no balanço capture de forma consistente expectativas de superlucros futuros. A ausência de significância da proxy GW/AT e a perda de persistência dos efeitos em horizontes mais longos indicam limitações estruturais



da capacidade preditiva do *goodwill* nas métricas contábeis utilizadas, sem afastar a possibilidade de efeitos heterogêneos por setor, tecnologia ou tipo de aquisição.

4.3.4. Análise da Hipótese 4 (H4)

A Hipótese 4 investiga o papel do reconhecimento de perdas do *goodwill* como possível mecanismo de sinalização da deterioração econômica subsequente. A variável IMP_GW foi construída como indicador de variação negativa do *goodwill* ($\Delta GW < 0$), capturando períodos em que houve redução do saldo reconhecido. Cabe destacar que essa proxy abrange tanto reconhecimentos formais de *impairment* quanto reduções decorrentes de alienações ou reorganizações de unidades geradoras de caixa, em linha com abordagens similares adotadas na literatura empírica diante da ausência de dados granulares sobre a natureza específica das reduções (Li & Sloan, 2017). A análise considera simultaneamente ROE, ROA e EBIT como variáveis dependentes, permitindo avaliação abrangente do impacto econômico associado ao reconhecimento das perdas.

Tabela 11

Resultados da Hipótese 4 – Redução de Goodwill x ROE

Variáveis	ROE_lead1	ROE_lead2	ROE_lead3
IMP_GW	-0,446 (0,497)	-0,729 (0,585)	-1,204 (1,086)
SIZE	0,461 (0,402)	0,764 (0,525)	0,466 (0,828)
LEV	1,262 (0,810)	0,396 (0,681)	0,016 (1,223)
GROWTH	0,000000043 (0,000000118)	0,000000004 (0,000000536)	-0,000000032 (0,000000318)
Constante	-7,150 (6,274)	-11,438 (7,909)	-6,404 (12,385)
Controle EF por Firma	Sim	Sim	Sim
Controle EF por Ano	Sim	Sim	Sim
Observações (N)	453	398	344
Firmas (grupos)	56	55	55
R ² (within)	0,039	0,034	0,047

Nota. Coeficientes estimados na primeira linha; erros-padrão robustos clusterizados por firma entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. IMP_GW é *dummy* = 1 quando $\Delta GW < 0$; 0 caso contrário. ROE em termos



decimais. GROWTH expresso em reais — coeficientes em notação científica refletem diferença de escala. Modelos com efeitos fixos de firma e de ano.

A variável IMP_GW apresenta coeficientes negativos em todos os horizontes temporais analisados ($-0,446$ em $t+1$; $-0,729$ em $t+2$; $-1,204$ em $t+3$), indicando que, em média, empresas que reconheceram redução do *goodwill* exibiram ROE inferior ao das demais. Contudo, tais coeficientes não alcançam significância estatística em nenhum dos horizontes considerados. A evidência sugere que o reconhecimento do *impairment* não está associado de forma robusta a uma deterioração adicional do desempenho futuro, sendo compatível com a interpretação de que parte da deterioração econômica já havia sido incorporada ao desempenho antes do registro contábil.

Tabela 12

Resultados da Hipótese 4 – Redução de Goodwill x ROA

Variáveis	ROA_lead1	ROA_lead2	ROA_lead3
IMP_GW	$-0,005$	$-0,020$	$0,000$
	(0,011)	(0,013)	(0,013)
SIZE	$-0,056$ ***	$-0,073$ **	$-0,092$ *
	(0,022)	(0,032)	(0,051)
LEV	$-0,015$	$0,038$	$0,025$
	(0,036)	(0,035)	(0,048)
GROWTH	~ 0	~ 0	~ 0
	(≈ 0)	(≈ 0)	(≈ 0)
Constante	$0,929$ ***	$1,084$ **	$1,392$ *
	(0,327)	(0,480)	(0,768)
Controle EF por Firma	Sim	Sim	Sim
Controle EF por Ano	Sim	Sim	Sim
Observações (N)	453	398	344
Firmas (grupos)	56	55	55
R ² (within)	0,101	0,129	0,147

Nota. Coeficientes estimados na primeira linha; erros-padrão robustos clusterizados por firma entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. IMP_GW é *dummy* = 1 quando $\Delta GW < 0$; 0 caso contrário. ROA em termos decimais. O coeficiente de GROWTH é estatisticamente nulo em todas as especificações, refletindo diferença de escala entre as variáveis. Modelos com efeitos fixos de firma e de ano.

Os coeficientes associados à variável IMP_GW mantêm sinal negativo nos dois primeiros horizontes ($-0,005$ em $t+1$; $-0,020$ em $t+2$) e tornam-se praticamente nulos no terceiro horizonte ($0,000$ em $t+3$), sem alcançar significância estatística em nenhum dos



períodos analisados. Esses resultados indicam que o reconhecimento do *impairment* do *goodwill* também não está associado de forma robusta à deterioração subsequente da eficiência operacional mensurada pelo ROA, reforçando a evidência de baixa tempestividade informacional do modelo vigente.

Destaca-se a significância consistente da variável SIZE, cujos coeficientes negativos em todos os horizontes indicam que empresas de maior porte tendem a apresentar menor ROA, resultado alinhado à literatura que aponta possíveis divergências de escala ou menor eficiência operacional em firmas mais maduras.

Tabela 13

Resultados da Hipótese 4 – Redução de Goodwill x EBIT

Variáveis	EBIT_lead1	EBIT_lead2	EBIT_lead3
IMP_GW	-732 (692)	-92 (1.059)	330 (1.689)
SIZE	-81 (377)	-103 (398)	69 (351)
LEV	1.026 (920)	1.433 ** (696)	2.123 *** (740)
GROWTH	0,029 (0,027)	0,004 (0,011)	0,022 (0,024)
Constante	1.293 (5.479)	1.734 (5.990)	-503 (5.429)
Controle EF por Firma	Sim	Sim	Sim
Controle EF por Ano	Sim	Sim	Sim
Observações (N)	453	398	344
Firmas (grupos)	56	55	55
R ² (within)	0,142	0,114	0,167

Nota. Coeficientes estimados na primeira linha; erros-padrão robustos clusterizados por firma entre parênteses. *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10. EBIT, SIZE, LEV, GROWTH e constante expressos em milhões de reais. IMP_GW é *dummy* = 1 quando $\Delta GW < 0$; 0 caso contrário. Modelos com efeitos fixos de firma e de ano.

Os coeficientes associados à variável IMP_GW exibem sinais e magnitudes inconsistentes ao longo dos horizontes analisados (-732 em $t+1$; -92 em $t+2$; 330 em $t+3$), não alcançando significância estatística em nenhum dos casos. Esses resultados indicam ausência de evidência robusta de que o reconhecimento do *impairment* esteja associado a deterioração ou recuperação sistemática do desempenho operacional futuro mensurado pelo



EBIT. Entre as variáveis de controle, a alavancagem (LEV) apresenta coeficientes positivos e estatisticamente significativos nos horizontes de médio prazo ($t+2$ e $t+3$), sugerindo que empresas mais alavancadas tendem a gerar maior resultado operacional ao longo do tempo, possivelmente em função de efeitos disciplinadores da dívida.

Em conjunto com os resultados obtidos para ROE e ROA, as evidências convergem para a ausência de associação estatisticamente significativa entre o reconhecimento de *impairment* do *goodwill* e o desempenho econômico-financeiro subsequente. Não se observa que o *impairment* antecipe, de forma sistemática, pior desempenho futuro, o que é compatível com a interpretação de reconhecimento tardio das perdas, conforme documentado na literatura (Li & Sloan, 2017). Alternativamente, os resultados sugerem que a deterioração econômica já se encontrava refletida no desempenho operacional antes do registro contábil, de modo que o *impairment* não adiciona poder preditivo incremental sobre o pós-evento. Esse achado reforça a interpretação de que o *impairment* do *goodwill* captura predominantemente eventos já ocorridos ou heterogêneos entre firmas, em vez de atuar como mecanismo antecipatório de sinalização econômica.

4.4. Análise Comparativa: Empresas COM e SEM *Goodwill*

Com o objetivo de contextualizar os resultados dos modelos econométricos e ampliar a compreensão sobre o perfil das empresas que reconhecem *goodwill* no mercado brasileiro, esta seção apresenta uma análise comparativa entre dois grupos de companhias abertas listadas na B3 no período de 2015 a 2024: aquelas que registraram *goodwill* em pelo menos um exercício social (grupo com *goodwill*, GW=1) e aquelas que não apresentaram esse ativo em nenhum período analisado (grupo sem *goodwill*, GW=0). Essa análise não constitui um novo estudo, mas um exercício descritivo e inferencial complementar, destinado a verificar se as empresas adquirentes diferem sistematicamente das não adquirentes em termos de desempenho e porte



— o que permitiria situar os resultados principais em um contexto mais amplo do mercado de capitais brasileiro.

A base ampliada compreende 337 companhias abertas, excluídas as instituições financeiras, totalizando 3.073 observações firma-ano. O grupo com *goodwill* é composto por 44 empresas (273 observações), enquanto o grupo sem *goodwill* reúne 321 empresas (2.800 observações). A heterogeneidade setorial é ampla em ambos os grupos, com maior concentração de empresas com *goodwill* nos setores de Bens Industriais (22,7% das observações com GW=1), Consumo Cíclico (19,0%), Materiais Básicos (17,6%) e Tecnologia da Informação (12,1%). Esses setores, caracterizados por maior dinamismo em fusões e aquisições, concentram as empresas com maior propensão ao reconhecimento de *goodwill* no contexto brasileiro — achado consistente com a literatura sobre determinantes das operações de M&A (King et al., 2004; Amel-Zadeh et al., 2023).

A Tabela 14 apresenta as estatísticas comparativas entre os dois grupos, com medianas reportadas em razão da assimetria das distribuições, e testes de Mann-Whitney (MW) para verificação de diferenças estatisticamente significativas entre os grupos.

Tabela 14

Análise Comparativa: Empresas com Goodwill (GW=1) vs. sem Goodwill (GW=0)

Variáveis	GW=1 (n=273) Mediana	GW=0 (n=2.800) Mediana	MW p-valor
Ativo Total (R\$ mil)	4.406.978	2.621.204	0,000 ***
SIZE (ln AT)	15,30	14,78	0,000 ***
ROA	0,0379	0,0282	0,007 ***
ROE	0,1111	0,0906	0,072 *
EBIT (R\$ mil)	303.149	129.195	0,000 ***
Lucro Residual (R\$ mil)	-72.864	-35.806	0,028 **

Nota. Medianas reportadas. Teste de Mann-Whitney bilateral. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. Grupos definidos pela presença de saldo positivo de *goodwill* em pelo menos um exercício no período. Instituições financeiras excluídas.

Os resultados revelam um padrão de dupla assimetria entre os grupos. Por um lado, as empresas com *goodwill* são significativamente maiores — com mediana de ativo total 68% superior à do grupo sem *goodwill* — e apresentam desempenho operacional mais elevado, com



ROA mediano de 3,79% contra 2,82% e EBIT mediano de R\$ 303 milhões contra R\$ 129 milhões, diferenças estatisticamente significativas ao nível de 1%. Esse resultado é esperado e coerente com a literatura: empresas adquirentes tendem a ser mais maduras, com maior base de ativos e maior capacidade operacional, características que as habilitam a realizar combinações de negócios de maior porte (Moeller et al., 2005; Amel-Zadeh et al., 2023).

Por outro lado, o lucro residual mediano do grupo com *goodwill* é mais negativo do que o do grupo sem *goodwill* (–R\$ 72.864 mil contra –R\$ 35.806 mil), diferença estatisticamente significativa ao nível de 5%. Esse achado é particularmente relevante à luz dos resultados dos modelos econométricos apresentados nas seções anteriores: embora as empresas com *goodwill* apresentem melhor desempenho operacional em termos absolutos (EBIT e ROA), elas também carregam um custo de capital proporcionalmente maior, resultante de seu maior porte e da expansão do patrimônio líquido via aquisições. O resultado líquido é que, após descontado o retorno exigido pelos acionistas, as empresas adquirentes geram menos valor econômico residual do que as não adquirentes — o que fornece evidência adicional de que o *goodwill* reconhecido não se traduz, em média, em criação de valor econômico superior ao custo de oportunidade do capital investido.

É importante ressaltar que esta análise é descritiva e não controla para diferenças estruturais entre os grupos além do porte, como setor de atuação, alavancagem ou qualidade de governança. A comparação serve, portanto, como evidência contextual e não como teste causal das hipóteses de pesquisa. A ausência de controles formais implica que as diferenças observadas podem refletir, ao menos em parte, características pré-existentes das empresas adquirentes — fenômeno amplamente discutido na literatura de seleção em M&A (Heckman, 1979; Angrist & Pischke, 2009). Ainda assim, o padrão identificado — melhor desempenho operacional absoluto, mas menor criação de valor econômico residual — é consistente com os achados dos modelos de efeitos fixos apresentados nas seções anteriores e reforça a



interpretação de que o *goodwill* incorpora expectativas de superlucros que não se materializam de forma plena e persistente no contexto das companhias abertas brasileiras.

5. Testes de Robustez

5.1. Objetivo e racional dos testes de robustez

Dada a natureza observacional do desenho empírico adotado e as características dos dados associados a operações de fusões e aquisições, esta pesquisa incorpora uma bateria de testes de robustez com o objetivo de avaliar a estabilidade e a confiabilidade das inferências obtidas nos modelos principais. A literatura contábil e financeira destaca que variáveis relacionadas a M&A, como *goodwill*, EBIT e variações patrimoniais, tendem a apresentar elevada assimetria, curtose acentuada, dependência temporal e correlação entre unidades de corte transversal, o que pode comprometer a validade da inferência estatística baseada em erros-padrão convencionais.

Nesse contexto, os testes de robustez realizados neste estudo buscam endereçar quatro preocupações empíricas centrais: (i) a sensibilidade dos resultados à forma de mensuração do *goodwill*, distinguindo efeitos de nível e de variação; (ii) a presença de heterocedasticidade e autocorrelação serial nos resíduos; (iii) a existência de dependência de corte transversal entre firmas expostas a choques macroeconômicos comuns; e (iv) a estabilidade dos coeficientes estimados frente a diferentes matrizes de variância-covariância.

Para tanto, a análise de robustez estrutura-se em três frentes complementares: (i) reespecificação do modelo com proxies alternativas para o *goodwill*, em especial sua variação anual; (ii) diagnóstico formal das propriedades dos resíduos dos modelos em painel; e (iii) reestimação dos modelos com erros-padrão robustos, nesse caso *Driscoll-Kraay*, que acomodam simultaneamente heterocedasticidade, autocorrelação e dependência *cross-section*.



Essa abordagem permite avaliar se os resultados centrais do estudo refletem relações empíricas consistentes ou se são sensíveis a escolhas específicas de especificação ou inferência.

5.2. Variação do *Goodwill* x Lucro Residual

Uma primeira dimensão da análise de robustez consiste em verificar se os resultados obtidos nos modelos principais são sensíveis à forma de mensuração do *goodwill*. Nos testes centrais da Hipótese 1, o *goodwill* é operacionalizado em nível, refletindo o estoque contábil do ativo reconhecido no balanço patrimonial. Contudo, essa medida pode capturar simultaneamente expectativas econômicas associadas a aquisições passadas e efeitos de persistência contábil, dificultando a identificação do impacto marginal de novos eventos de combinação de negócios.

Para endereçar essa limitação, procede-se à reespecificação do modelo utilizando a variação anual do *goodwill* (ΔGW) como variável explicativa. Essa proxy captura diretamente o efeito incremental de novos reconhecimentos de *goodwill* — decorrentes de aquisições, reorganizações societárias ou ajustes relevantes — permitindo avaliar se os resultados associados ao *goodwill* refletem efetivamente a incorporação de novas expectativas de benefícios econômicos futuros.

Essa estratégia é amplamente utilizada na literatura empírica sobre fusões e aquisições, na medida em que a variação do *goodwill* reduz a influência de heterogeneidades estruturais entre firmas e permite uma interpretação mais próxima do impacto marginal das decisões de investimento. Assim, a análise da variação do *goodwill* constitui um teste de robustez de especificação fundamental para validar os achados da Hipótese 1, investigando se choques recentes de *goodwill* estão associados à geração de lucros residuais futuros.

Tabela 15

Resultados da Regressão - Variação do Goodwill e Lucro Residual Futuro



Variável	RI lead1	RI lead2	RI lead3
ΔGW	0,074*	0,073***	0,186*
	-0,039	-0,009	-0,098
SIZE	-0,153	0,066	0,303
	-0,279	-0,324	-0,382
LEV	2,043***	1,654***	0,75
	-0,743	-0,604	-0,799
GROWTH	0,007	-0,016***	-0,030***
	-0,004	-0,005	-0,005
Constante	1,172	-1,906	-4,828
	-4,107	-4,997	-5,778
Efeitos fixos por Firma	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos por Ano	Sim	Sim	Sim
Observações	446	392	339
Firmas	55	54	54
R ² Within	0,061	0,071	0,081

Nota. Erros-padrão robustos clusterizados por firma entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. ΔGW , RI e constante expressos em milhões de reais. Modelos com efeitos fixos de firma e de ano.

A Tabela 15 apresenta os resultados das estimações para os horizontes $t+1$, $t+2$ e $t+3$. Os coeficientes associados à variável ΔGW são positivos em todos os períodos analisados, alcançando significância estatística em $t+1$ ($\beta = 0,074$; $p < 0,10$), $t+2$ ($\beta = 0,073$; $p < 0,01$) e marginalmente em $t+3$ ($\beta = 0,186$; $p < 0,10$). Em comparação com os resultados da Tabela 6, o padrão de associação positiva se mantém, com o efeito atingindo maior precisão estatística no horizonte $t+2$.

Em termos de magnitude econômica, o coeficiente estimado em $t+1$ indica que um aumento de R\$ 1 milhão na variação do *goodwill* no período t está associado a um acréscimo médio de aproximadamente R\$ 74 mil no lucro residual no período $t+1$. Em $t+2$, o efeito mantém magnitude semelhante (cerca de R\$ 73 mil por R\$ 1 milhão adicional), enquanto em $t+3$ o impacto estimado se eleva para aproximadamente R\$ 186 mil, ainda que com menor precisão estatística.

O perfil temporal identificado é consistente com a literatura sobre fusões e aquisições, que documenta que a materialização de sinergias econômicas tende a ocorrer com defasagem, usualmente entre um e dois anos após a transação. Assim, a variação do *goodwill* parece



capturar de forma mais direta o *timing* econômico da incorporação de expectativas de superlucros.

No que se refere às variáveis de controle, o padrão de resultados é amplamente consistente com os modelos principais. A alavancagem (LEV) apresenta associação positiva e estatisticamente significativa nos horizontes $t+1$ e $t+2$, sugerindo possível efeito disciplinador da dívida sobre a geração de valor econômico no curto prazo. O crescimento da receita (GROWTH), por sua vez, exibe coeficientes negativos e altamente significativos nos horizontes mais longos, compatíveis com a interpretação de que estratégias expansionistas podem pressionar temporariamente a rentabilidade residual em função de custos de investimento e integração.

Em síntese, a análise baseada na variação do *goodwill* corrobora e reforça os achados da Hipótese 1, indicando que a associação entre *goodwill* e lucros residuais futuros não depende exclusivamente da mensuração do ativo em termos de saldo contábil. Os resultados mostram que novos reconhecimentos de *goodwill* também estão positivamente relacionados à geração de superlucros econômicos, sobretudo no curto e no médio prazo, com perda de intensidade no horizonte mais longo. Esse padrão reforça a interpretação de que os benefícios econômicos associados às aquisições tendem a se materializar de forma mais intensa nos períodos iniciais, dissipando-se gradualmente ao longo do tempo.

Importante destacar que esta análise difere conceitualmente da Hipótese 3, que examinou a intensidade do *goodwill* por meio da razão GW/AT. Enquanto a H3 avalia a relevância estrutural e proporcional do *goodwill* no balanço, a variação anual (ΔGW) captura choques econômicos recentes, associados a novos eventos de aquisição e à incorporação marginal de expectativas de superlucros. Assim, ΔGW não constitui uma métrica alternativa de intensidade, mas sim uma proxy dinâmica dos aspectos econômicos do reconhecimento do *goodwill*, o que justifica sua utilização como teste de robustez da Hipótese 1.



5.3. Diagnósticos dos modelos de painel

Antes das reestimações, foram conduzidos testes formais de diagnóstico sobre os resíduos dos modelos estimados com efeitos fixos por firma e por ano, em consonância com a literatura econométrica aplicada a dados em painel (Wooldridge, 2010; Baltagi, 2008). Os resultados indicaram a presença simultânea de: (i) heterocedasticidade entre grupos, conforme evidenciado pelo teste de Wald intergrupos ($p \approx 0,000$); (ii) autocorrelação serial de primeira ordem, identificada pelo teste de Wooldridge para painéis ($p < 0,05$ em diversas especificações); e (iii) dependência de corte transversal estatisticamente significativa, conforme o teste CD de Pesaran ($p < 0,001$).

A identificação de dependência *cross-section* é particularmente relevante no contexto desta pesquisa, uma vez que as firmas analisadas estão expostas a choques macroeconômicos comuns — como ciclos econômicos, mudanças regulatórias e eventos agregados — que podem gerar correlação contemporânea entre os resíduos (Pesaran, 2004). A coexistência dessas violações implica que a utilização de erros-padrão convencionais ou apenas clusterizados pode conduzir a inferências estatísticas inconsistentes. Diante disso, torna-se necessário o emprego de matrizes de variância-covariância robustas capazes de acomodar simultaneamente essas propriedades dos dados.

5.4. Reestimação com erros-padrão robustos

Diante da evidência simultânea de heterocedasticidade entre grupos, autocorrelação serial e dependência de corte transversal, os modelos foram reestimados utilizando erros-padrão de *Driscoll–Kraay*, conforme proposto por John Driscoll e Aart Kraay (1998). Esse estimador é consistente em painéis com dependência espacial e temporal desconhecida, sendo



particularmente apropriado para estruturas com número moderado de unidades de corte transversal (N) e dimensão temporal intermediária (T), como no caso desta pesquisa.

O uso de erros-padrão *Driscoll–Kraay* é amplamente documentado na literatura empírica em finanças e contabilidade, sobretudo em estudos que analisam desempenho corporativo e variáveis contábeis sujeitas a choques agregados (Petersen, 2009; Hoechle, 2007). Essa abordagem permite acomodar, de forma simultânea, heterocedasticidade, autocorrelação serial e dependência *cross-section*, sem a necessidade de alterar a especificação estrutural dos modelos. Adicionalmente, por razões de transparência e comparabilidade, as regressões também foram estimadas com erros-padrão clusterizados por firma, conforme a abordagem clássica de Arellano (1987).

5.5. Resultados de robustez por hipótese

5.5.1. Análise de Robustez H1

A Tabela 16 apresenta os resultados da reestimação dos modelos da Hipótese 1 utilizando erros-padrão de *Driscoll–Kraay*, mantendo a especificação original com efeitos fixos por firma e *dummies* de ano.

Tabela 16
Resultados do Teste de Robustez DK para H1

Variáveis	RI_lead1	RI_lead2	RI_lead3
GW	0,095*	0,117*	0,166
	(0,028)	(0,028)	(0,048)
SIZE	-0,135	0,025	0,180
	(0,181)	(0,224)	(0,137)
LEV	1,291 **	0,827	0,534
	(0,476)	(0,731)	(0,730)
GROWTH	0,004	-0,021**	-0,040*
	(0,017)	(0,020)	(0,020)
Constante	0,798	-1,408	-3,297



	(2,710)	(3,481)	(2,322)
FE firma / FE ano	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim
Observações (N)	417	363	310
Firmas (grupos)	55	54	54
R ² (within)	0,112	0,133	0,097

Nota. Efeitos fixos por firma e *dummies* de ano incluídos. Erros-padrão Driscoll–Kraay (largura de banda = 1) entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. GW, RI e constante expressos em milhões de reais.

Os resultados indicam que a associação positiva entre o *goodwill* e o lucro residual futuro permanece estatisticamente significativa nos horizontes de curto e médio prazo ($t+1$ e $t+2$), mesmo após a correção simultânea para heterocedasticidade, autocorrelação serial e dependência de corte transversal. Em comparação com os resultados da Tabela 6, os coeficientes mantêm os valores pontuais, com os erros-padrão ligeiramente ajustados pela correção DK. No horizonte $t+3$, o coeficiente mantém sinal positivo, porém perde significância estatística, replicando o padrão observado nos modelos principais.

Assim, a evidência empírica sugere que o conteúdo informativo do *goodwill* sobre a geração de lucros residuais futuros é robusto à forma de correção dos erros-padrão, reforçando a conclusão de que os efeitos identificados na Hipótese 1 não decorrem de problemas inferenciais associados à estrutura dos resíduos, mas refletem uma associação econômica consistente nos curto e médio prazos.

5.5.2. Análise de Robustez H2

A Tabela 17 apresenta os resultados da reestimação dos modelos da Hipótese 2 com o ROE como variável dependente, utilizando erros-padrão de *Driscoll–Kraay* (1998).

Tabela 17

Resultados do Teste de Robustez DK para H2 - ROE

Variáveis	ROE_lead1	ROE_lead2	ROE_lead3
GW	-0,03852***	-0,000464	-0,5670



	(0,06470)	(0,08760)	(0,3410)
SIZE	0,5695	0,8641*	1,0060*
	(0,3650)	(0,4040)	(0,4980)
LEV	1,2020	-0,1790	-0,0150
	(0,7620)	(0,8110)	(1,1300)
GROWTH	$4,3 \times 10^{-8}$	$4,0 \times 10^{-9}$	$-3,2 \times 10^{-8}$
	$(1,2 \times 10^{-7})$	$(5,4 \times 10^{-7})$	$(3,2 \times 10^{-7})$
Constante	-8,649	-12,854*	-13,412
	(5,561)	(5,879)	(7,724)
Firma/Ano	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim
Observações	417	363	310
Firmas	55	54	54
R ² (within)	0,045	0,033	0,220

Nota. Efeitos fixos por firma e *dummies* de ano incluídos. Erros-padrão Driscoll–Kraay (largura de banda = 1) entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. GW expresso em milhões de reais. ROE em termos decimais. GROWTH expresso em reais — coeficientes em notação científica refletem diferença de escala.

Os resultados indicam que, após a correção simultânea para heterocedasticidade, autocorrelação serial e dependência de corte transversal, o coeficiente associado ao *goodwill* (GW) no horizonte $t+1$ mantém sinal negativo ($\beta = -0,03852$), mas perde significância estatística sob a correção DK. Nos horizontes $t+2$ e $t+3$, os coeficientes permanecem pequenos e estatisticamente não significativos.

Esse resultado contrasta parcialmente com o modelo-base da Hipótese 2 (Tabela 7), no qual foi identificado um efeito negativo e estatisticamente significativo do *goodwill* sobre o ROE no horizonte de curto prazo. A perda de significância sob a correção *Driscoll–Kraay* sugere que aquele resultado era sensível à estrutura dos erros, em particular à presença de dependência *cross-section* e choques macroeconômicos comuns às firmas.

Entre as variáveis de controle, o tamanho da firma (SIZE) mantém associação positiva e estatisticamente significativa nos horizontes $t+2$ e $t+3$. Em síntese, os testes de robustez indicam que não há evidência robusta de associação entre o *goodwill* e o ROE futuro,



reforçando a conclusão substantiva da Hipótese 2 de que o *goodwill* não se traduz de forma consistente em maior rentabilidade para o acionista.

Tabela 18

Resultados do Teste de Robustez DK para H2 - ROA

Variáveis	ROA_{t+1}	ROA_{t+2}	ROA_{t+3}
GW	0,001014** (0,000342)	0,001611*** (0,000199)	0,002503** (0,000074)
SIZE	-0,05314 ** (0,01560)	-0,06882 ** (0,01990)	-0,09914 *** (0,02420)
LEV	-0,02690 (0,02840)	0,02420 (0,04120)	0,03210 (0,03870)
GROWTH	~0 (≈0)	~0 (≈0)	~0 (≈0)
Constante	0,8120 *** (0,2266)	1,0260 *** (0,2927)	1,5000 *** (0,3626)
FE firma / FE ano	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim
Observações (N)	417	363	305
Firmas (grupos)	55	54	53
R ² (within)	0,095	0,127	0,165

Nota. Efeitos fixos por firma e *dummies* de ano incluídos. Erros-padrão Driscoll–Kraay (largura de banda = 1) entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. GW expresso em milhões de reais. ROA em termos decimais. O coeficiente de GROWTH é estatisticamente nulo em todas as especificações, refletindo diferença de escala entre as variáveis.

Nos modelos de robustez para o ROA, o coeficiente associado ao *goodwill* (GW) apresenta significância estatística nos três horizontes analisados ($t+1$, $t+2$ e $t+3$), em comparação com os resultados da Tabela 8. Em termos de magnitude econômica, um acréscimo de R\$ 1 milhão em *goodwill* está associado a um aumento de aproximadamente 0,001 ponto percentual no ROA em $t+1$ e 0,002 ponto percentual em $t+2$ — valores estatisticamente detectáveis, mas economicamente irrisórios diante da escala típica de variação do ROA nas empresas analisadas.

Essa modéstia econômica reflete a assimetria de escala entre a variável dependente, expressa como razão contábil, e o regressor, mensurado em nível monetário. Em síntese, os



testes de robustez confirmam que, mesmo sob especificações econométricas mais conservadoras, o *goodwill* não exerce efeito economicamente relevante sobre o ROA futuro.

Tabela 19

Resultados do Teste de Robustez DK para H2 - EBIT

Variáveis	EBIT_lead1	EBIT_lead2	EBIT_lead3
GW	0,320*** (0,033)	0,275*** (0,064)	0,393** (0,112)
SIZE	-0,397 (0,271)	-0,346 (0,283)	-0,226 (0,240)
LEV	0,308 (0,813)	0,094 (0,578)	2,102*** (0,563)
GROWTH	0,023 (0,027)	-0,007 (0,040)	-0,015 (0,033)
Constante	5.440.170 (4.019.290)	4.907.320 (4.363.760)	3.321.860 (3.844.450)
FE firma / FE ano	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim
Observações (N)	410	357	305
Firmas (grupos)	54	53	53
(R ²) within	0,411	0,262	0,215

Nota. Efeitos fixos por firma e *dummies* de ano incluídos. Erros-padrão Driscoll–Kraay (largura de banda = 1) entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. EBIT, GW, SIZE, LEV, GROWTH e constante expressos em milhões de reais.

Os resultados apresentados na Tabela 19 indicam que a associação positiva entre o *goodwill* e o EBIT futuro, permanece estatisticamente significativa nos três horizontes analisados, em linha com os resultados da Tabela 9. O coeficiente associado ao *goodwill* (GW) mantém sinal positivo e significância estatística em $t+1$ ($\beta = 0,320$; $p < 0,01$), $t+2$ ($\beta = 0,275$; $p < 0,01$) e $t+3$ ($\beta = 0,393$; $p < 0,05$), confirmando a robustez do resultado observado nos modelos principais. Entre as variáveis de controle, destaca-se a alavancagem (LEV), que apresenta coeficiente positivo e estatisticamente significativo no horizonte mais longo ($t+3$), indicando que a estrutura de capital exerce influência relevante sobre o desempenho operacional no médio prazo. Esses achados reforçam a leitura já delineada nos modelos principais: o *goodwill* está associado a ganhos operacionais reais, captados pelo EBIT, que se manifestam de maneira relativamente persistente no período pós-aquisição.



5.5.3. Análise de Robustez H3

A Tabela 20 apresenta os resultados da reestimação dos modelos da Hipótese 3 com erros-padrão de Driscoll e Kraay (1998).

Tabela 20

Resultados do Teste de Robustez DK para H3

Variáveis	RI_lead1	RI_lead2	RI_lead3
GW_AT	0,304 (0,947)	-0,102 (0,873)	-0,360 (1,165)
SIZE	-0,136 (0,238)	0,107 (0,268)	0,357 ** (0,113)
LEV	2,043* (0,485)	1,702 (0,724)	0,647 (0,987)
GROWTH	0,005 (0,019)	-0,018 (0,023)	-0,026 (0,022)
Constante	0,893 (3,441)	-2,502 (4,108)	-5,617 ** (2,018)
FE firma / FE ano	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim
Observações (N)	446	392	339
Firmas (grupos)	55	54	54
R ² (within)	0,043	0,052	0,046

Nota. Efeitos fixos por firma e *dummies* de ano incluídos. Erros-padrão Driscoll-Kraay (largura de banda = 1) entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. RI e constante expressos em milhões de reais. GW_AT representa a intensidade relativa do *goodwill* em relação ao ativo total.

Os resultados apresentados na Tabela 20 indicam que a intensidade do *goodwill*, mensurada pela razão entre *goodwill* e ativo total (GW/AT), não apresenta associação estatisticamente significativa com o lucro residual futuro em nenhum dos horizontes analisados, confirmando e reforçando os achados dos modelos principais da Hipótese 3 (Tabela 10). Os coeficientes estimados para GW_AT são pequenos, instáveis em sinal e acompanhados por erros-padrão elevados, não permitindo rejeitar a hipótese nula de ausência de efeito. A ausência de significância persiste mesmo após o controle simultâneo para heterocedasticidade, autocorrelação serial e dependência de corte transversal, afastando a possibilidade de que o resultado seja artefato da inferência estatística utilizada.



Em conjunto com os resultados da Hipótese 1 e de sua análise de robustez baseada em ΔGW , a evidência sugere que o conteúdo informativo do *goodwill* está concentrado em seu nível absoluto e em suas variações marginais associadas a novos eventos de aquisição, e não em sua proporção relativa no balanço patrimonial. Assim, a Hipótese 3 permanece não rejeitada mesmo sob especificações econométricas mais conservadoras.

5.5.4. Análise de Robustez H4

Tabela 21

Resultados do Teste de Robustez DK para H4 - ROE

Variáveis	ROE_lead1	ROE_lead2	ROE_lead3
IMP_GW	-0,4451 (0,4675)	-0,7286 (0,4721)	-1,2048 (0,8429)
SIZE	0,4595 (0,3409)	0,7751 (0,3450)	0,4797 (0,7164)
LEV	1,2927* (0,5665)	0,4071 (0,5950)	0,00717 (1,0884)
GROWTH	~0 (~0)	~0 (~0)	~0 (~0)
Constante	-7,1421 (5,3049)	-11,665* (5,1437)	-6,6162 (11,128)
FE firma/FE ano	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim
N / grupos	446 / 55	392 / 54	339 / 54
R ² (within)	0,0396	0,0337	0,0472

Notas: Efeitos fixos por firma e *dummies* de ano incluídos. Erros-padrão Driscoll–Kraay (largura de banda = 1) entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. IMP_GW é *dummy* = 1 quando $\Delta GW < 0$; 0 caso contrário. ROE em termos decimais. GROWTH em notação científica reflete diferença de escala.

Os resultados da Tabela 21 indicam que o reconhecimento de *impairment* do *goodwill* (IMP_GW) não apresenta associação estatisticamente significativa com o ROE nos períodos subsequentes, em linha com os resultados da Tabela 11. Os coeficientes mantêm sinal negativo em todos os horizontes, com magnitude crescente ao longo do tempo, porém sem alcançar significância estatística. Esse padrão é consistente com a interpretação de reconhecimento



tardio das perdas: o *impairment* parece formalizar contabilmente uma deterioração econômica já incorporada ao desempenho da firma antes do evento contábil.

Tabela 22

Resultados do Teste de Robustez DK para H4 - ROA

Variáveis	ROA_lead1	ROA_lead2	ROA_lead3
IMP_GW	-0,00475 (0,0066)	-0,01990 (0,0175)	0,000615 (0,01306)
SIZE	-0,0652*** (0,01878)	-0,0790*** (0,02102)	-0,1015*** (0,02382)
LEV	-0,01283 (0,05585)	0,04033 (0,04967)	0,02860 (0,05044)
GROWTH	~0 (≈0)	~0 (≈0)	~0 (≈0)
Constante	0,9943*** (0,2729)	1,1779*** (0,3096)	1,5362*** (0,3589)
FE firma / FE ano	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim
N / grupos	446 / 55	392 / 54	339 / 54
R ² (within)	0,039	0,156	0,182

Nota. Efeitos fixos por firma e *dummies* de ano incluídos. Erros-padrão Driscoll–Kraay (largura de banda = 1) entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. IMP_GW é *dummy* = 1 quando $\Delta GW < 0$; 0 caso contrário. ROA em termos decimais. O coeficiente de GROWTH é estatisticamente nulo, refletindo diferença de escala entre as variáveis.

Os resultados da Tabela 22 confirmam que o reconhecimento do *impairment* do *goodwill* não possui conteúdo informativo incremental para antecipar deterioração da eficiência operacional nos períodos subsequentes, em linha com os resultados da Tabela 12. Os coeficientes de IMP_GW mantêm-se próximos de zero e não significativos em nenhum dos três horizontes. Destaca-se o tamanho da firma (SIZE), cujos coeficientes são negativos e estatisticamente significativos em todos os horizontes, indicando que empresas de maior porte tendem a apresentar menor eficiência operacional medida pelo ROA; resultado robusto à especificação DK.



Tabela 23

Resultados do Teste de robustez DK para H4 - EBIT

Variáveis	EBIT_lead1	EBIT_lead2	EBIT_lead3
IMP_GW	-0,735 (0,501)	-0,094 (1,053)	0,329 (0,916)
SIZE	-0,033 (0,354)	-0,068 (0,407)	0,085 (0,256)
LEV	1,043* (0,089)	1,492 (0,778)	2,200* (0,482)
GROWTH	0,028 (0,034)	0,0039 (0,043)	0,022 (0,041)
Constante	0,609 (5,409)	1,247 (6,388)	-0,718 (4,089)
N / grupos	446 / 55	392 / 54	339 / 54
R ² (within)	0,142	0,115	0,117

Nota. Efeitos fixos por firma e *dummies* de ano incluídos. Erros-padrão Driscoll–Kraay (largura de banda = 1) entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. EBIT, SIZE, LEV, GROWTH e constante expressos em milhões de reais. IMP_GW é *dummy* = 1 quando $\Delta GW < 0$; 0 caso contrário.

Os resultados da Tabela 23 indicam que o reconhecimento de *impairment* do *goodwill* não apresenta associação estatisticamente significativa com o EBIT futuro em nenhum dos horizontes analisados, em linha com os resultados da Tabela 13. Os coeficientes de IMP_GW exibem sinais instáveis e magnitudes inconsistentes ao longo do tempo, não configurando o *impairment* como preditor robusto do desempenho operacional subsequente. Em contraste, a alavancagem (LEV) apresenta associação positiva e estatisticamente significativa nos horizontes mais longos, sugerindo que fatores estruturais desempenham papel mais relevante na explicação do desempenho operacional futuro do que o evento contábil do *impairment*.

5.6. Conclusão da Análise de Robustez

As reestimações realizadas com matrizes de variância-covariância robustas, incluindo erros-padrão clusterizados por firma (Arellano, 1987) e erros-padrão de Driscoll e Kraay



(1998) com largura de banda igual a um, e mantendo efeitos fixos por firma e *dummies* de ano, permitem avaliar de forma abrangente a estabilidade das inferências obtidas nos modelos principais. De modo geral, os resultados confirmam que as conclusões centrais do estudo são robustas a diferentes especificações de inferência.

Esses testes, entretanto, devem ser interpretados como robustez inferencial e não como identificação causal. Eles reduzem a probabilidade de que os achados decorram de heterocedasticidade, autocorrelação ou dependência de corte transversal, mas não solucionam integralmente problemas de seleção, causalidade reversa ou heterogeneidade não observada das aquisições.

No que se refere à Hipótese 1, os sinais, magnitudes e níveis de significância dos coeficientes associados ao *goodwill* em nível permanecem amplamente consistentes com os modelos base. O saldo de *goodwill* em t preserva poder explicativo estatisticamente significativo para o lucro residual nos horizontes de curto e médio prazo ($t+1$ e $t+2$), com perda de significância em $t+3$. Esse padrão é reforçado pela análise complementar da variação do *goodwill* (ΔGW), cujo impacto sobre o lucro residual atinge maior significância em $t+2$, sugerindo que novos reconhecimentos de *goodwill* capturam de forma mais direta o *timing* econômico da materialização de sinergias pós-aquisição.

Para a Hipótese 2, os testes de robustez corroboram a conclusão de que o *goodwill* não apresenta efeito economicamente relevante sobre métricas de rentabilidade baseadas no capital investido. Para o ROA, os efeitos são estatisticamente detectáveis, mas economicamente modestos dado o diferencial de escala entre variável monetária e razão contábil. Para o ROE, o efeito negativo identificado no modelo base não se sustenta sob correção DK, indicando sensibilidade à estrutura dos erros. Em contraste, os resultados para o EBIT confirmam associação positiva e mais estável entre o *goodwill* e o desempenho operacional futuro, com a alavancagem financeira apresentando maior poder explicativo nos horizontes mais longos.



No âmbito da Hipótese 3, os resultados robustos confirmam a ausência de associação estatisticamente significativa entre a intensidade do *goodwill* (GW/AT) e o lucro residual futuro. Os coeficientes permanecem pequenos, instáveis em sinal e não significativos em todos os horizontes, reforçando a interpretação de que o conteúdo informativo do *goodwill* está associado principalmente ao seu nível absoluto e à sua variação marginal, e não à sua representatividade relativa no balanço.

Por fim, no que se refere à Hipótese 4, os testes de robustez confirmam que o reconhecimento do *impairment* do *goodwill* não adiciona poder preditivo estatisticamente relevante sobre o desempenho subsequente em nenhuma das métricas analisadas. Os coeficientes de IMP_GW permanecem não significativos e instáveis em sinal em todos os horizontes, compatíveis com a interpretação de reconhecimento tardio do *impairment*, em linha com a literatura que documenta sua baixa tempestividade informacional (Ramanna & Watts, 2012; Li & Sloan, 2017).

Considerados em conjunto, os testes de robustez reforçam a coerência interna dos achados empíricos do estudo. O *goodwill* apresenta conteúdo informativo para a geração de superlucros residuais de curto e médio prazo, sobretudo quando analisado em nível ou em variação, mas não se traduz de forma consistente em maior rentabilidade ao acionista. Variáveis estruturais, como porte e alavancagem, emergem como determinantes relevantes do desempenho contábil-operacional futuro, enquanto o *impairment* do *goodwill* não se configura como mecanismo robusto de sinalização antecipatória da deterioração econômica. Esses resultados sustentam a interpretação de que o *goodwill* reconhecido incorpora expectativas econômicas parcialmente transitórias, ao passo que o modelo vigente de *impairment* apresenta limitações informacionais e disciplinares no contexto analisado.



6. Conclusões

Esta pesquisa investigou empiricamente uma dimensão da premissa central do *goodwill* — a de que representa expectativas de benefícios econômicos futuros — a partir de evidências de companhias abertas brasileiras no período de 2015 a 2024. Ao longo das análises descritivas, econométricas e de robustez, os resultados foram discutidos com foco na associação entre o ativo reconhecido, o lucro residual futuro e indicadores tradicionais de desempenho. A interpretação adotada é associativa e condicionada às proxies contábeis utilizadas, não constituindo avaliação causal ou invalidação conceitual do reconhecimento contábil do *goodwill*.

As principais conclusões do trabalho podem ser sintetizadas em quatro dimensões, correspondentes às hipóteses testadas. H1 recebe suporte parcial: o *goodwill* associa-se positivamente ao lucro residual em $t+1$ e $t+2$, com efeitos, mas de persistência limitada e sem significância em $t+3$. H2 também recebe suporte parcial: o *goodwill* não explica o ROE de forma robusta, apresenta efeitos positivos mas economicamente modestos sobre o ROA, e exibe associação mais persistente com o EBIT — embora determinantes estruturais como tamanho da firma e alavancagem demonstrem poder explicativo relevante. H3 não é rejeitada: a intensidade relativa do *goodwill* no balanço (GW/AT) não apresenta associação com o lucro residual em nenhum horizonte. H4 recebe suporte sob uma leitura de baixa tempestividade: o *impairment* do *goodwill* não antecipa pior desempenho futuro de forma estatisticamente robusta, resultado compatível com o reconhecimento tardio de perdas já refletidas no desempenho antes do evento contábil.

Embora não tenha constituído o escopo central dos modelos econométricos principais, foi realizada adicionalmente uma análise comparativa entre empresas com e sem *goodwill*, a partir de uma base ampliada composta por 337 companhias listadas na B3, totalizando 3.073 observações firma-ano. Os resultados revelam um padrão de dupla assimetria: empresas com



goodwill são significativamente maiores e apresentam desempenho operacional absoluto superior — com ROA mediano de 3,79% contra 2,82% e EBIT mediano de R\$ 303 milhões contra R\$ 129 milhões —, mas geram lucro residual mediano mais negativo (–R\$ 72.864 mil contra –R\$ 35.806 mil), diferença estatisticamente significativa ao nível de 5%. Esse achado sugere que, após descontado o custo de oportunidade do capital próprio, as empresas adquirentes não superam as não adquirentes em termos de criação de valor econômico residual, reforçando a interpretação central de que o *goodwill* reconhecido não se traduz, em média, em superlucros sustentáveis. Complementarmente, identificou-se que 15 empresas — 24,6% da amostra — reconheceram e baixaram integralmente o *goodwill* dentro do mesmo exercício social, evidência descritiva que reforça a fragilidade das expectativas incorporadas ao ativo e a limitada persistência econômica do *goodwill* em parcela expressiva dos casos.

A análise comparativa entre diferentes formas de mensuração do *goodwill* reforça essa interpretação. Enquanto o nível e a variação anual do *goodwill* apresentam alguma associação com superlucros futuros de curto prazo — com a especificação em ΔGW reforçando o pico de materialização em $t+2$ —, a intensidade patrimonial (GW/AT) não demonstra poder explicativo. Esse contraste sugere que o conteúdo informativo do *goodwill* está mais associado a choques econômicos específicos de aquisições recentes do que à sua simples acumulação no balanço.

Em conjunto, os achados contribuem para a literatura contábil ao qualificar a relação entre *goodwill* e criação de valor econômico. O estudo mostra que o conteúdo informativo do *goodwill* é condicionado, transitório e sensível ao horizonte temporal e à métrica de desempenho utilizada. Do ponto de vista normativo, os resultados dialogam com o ED/2024/1 do IASB ao reforçar a importância de divulgações que permitam aos usuários acompanhar metas, sinergias esperadas, custos de integração e desempenho pós-aquisição. A evidência



obtida favorece uma leitura prudente do *goodwill*, mas não autoriza concluir que o ativo seja conceitualmente ilegítimo ou que nunca represente benefícios econômicos futuros.

Embora o *goodwill* permaneça relevante como indicador de estratégias de crescimento via aquisições, os resultados desta pesquisa evidenciam que seu reconhecimento contábil não pode ser interpretado, isoladamente, como garantia de criação de valor econômico sustentável. Para investidores e analistas, a principal implicação é a necessidade de avaliar o *goodwill* em conjunto com informações sobre a qualidade da aquisição, integração operacional, governança, *disclosure* e desempenho residual subsequente. Para auditores e reguladores, os achados reforçam a importância de examinar criticamente premissas de *impairment*, *headroom* das UGCs e justificativas gerenciais para manutenção do ativo.

As conclusões aqui apresentadas devem ser interpretadas à luz das limitações descritas na seção 3.6, em especial o caráter associativo e não causal, do desenho empírico adotado, a restrição da amostra a companhias abertas listadas na B3, a impossibilidade de diferenciar tipos de aquisição e a dependência de proxies contábeis para capturar benefícios econômicos futuros. Para pesquisas futuras, sugere-se a extensão da análise a desenhos quase experimentais, pareamento entre empresas adquirentes e não adquirentes, análise por setor econômico, intensidade tecnológica, tipo de aquisição e qualidade do *disclosure* pós-combinação. Essas extensões podem esclarecer em quais condições o *goodwill* possui maior substância econômica e em quais contextos tende a refletir sobrepreço, otimismo gerencial ou expectativas não realizadas.

7. Referências

Adriaanse, L. S., & Rensleigh, C. (2013). Web of Science, Scopus and Google Scholar: A content comprehensiveness comparison. *The Electronic Library*, 31(6), 727-744.



- Almeida Santos, P. S., Carpes Dani, A., & Klann, R. C. (2015). Concentração de propriedade e o impairment loss sobre o *Goodwill*: Investigação empírica no contexto das companhias abertas brasileiras. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 23(1), 175-188.
- Amel-Zadeh, A., Glaum, M., & Sellhorn, T. (2023). Empirical *Goodwill* Research: Insights, Issues, and Implications for Standard Setting and Future Research. *European Accounting Review*, 32(2), 415–446.
- Angrist, J. D., & Pischke, J. S. (2009). *Mostly harmless econometrics: An empiricist's companion*. Princeton university press.
- Assaf Neto, A., & Lima, F. G. (2014). Curso de administração financeira.
- Bagna, E., Ramusino, E. C., & Ogliari, M. (2023). The impact of different *goodwill* accounting methods on stock prices: A comparison of amortization and *impairment-only* methodologies. *International Review of Financial Analysis*, 85, 102432.
- Baltagi, B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data* (Vol. 4, pp. 135-145). Chichester: John wiley & sons.
- Beatty, A., Liao, S., & Weber, J. (2024). Is the *Goodwill* Impairment-Only Model Broken? An Examination of Post-Acquisition Accounting for *Goodwill* versus Other Intangibles. *An Examination of Post-Acquisition Accounting for Goodwill versus Other Intangibles* (January 24, 2024).
- Beaver, W. H. (2002). Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review*, 77(2), 453-474.
- Begley, J., Chamberlain, S. L., & Li, Y. H. (2006). Modeling *goodwill* for banks: A residual income approach with empirical tests. *Contemporary Accounting Research*, 23(1), 55-103.



- Bens, D. A., Berger, P. G., & Monahan, S. J. (2021). Discretionary disclosure in financial reporting: The case of *goodwill* impairment. *Journal of Accounting and Economics*, 71(2–3), 101392.
- Boennen, S., & Glaum, M. (2014). *Goodwill* accounting: A review of the literature. *Management Review Quarterly*, 64(4), 273–309.
- Brasil. (2007). **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. <https://www.planalto.gov.br>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- Calado, J., & Pereira, J. (2024). Contabilização do *goodwill*: reflexões de uma revisão histórica, conceitual e comparativa. *Revista Ambiente Contábil*, 16(1), 71-88.
- Calipha, R., Tarba, S., & Brock, D. (2010). Mergers and acquisitions: A review of phases, motives, and success factors. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 9, 1–24.
- Canning, J. B. (1929). *The economics of accountancy*. Ronald Press.
- Cappellesso, G., Katsumi, N., & Ribeiro, K. C. S. (2017). Evidenciação do *goodwill* e sua relação com o desempenho das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(75), 1–16.
- Cappellesso, G., Katsumi, N., & Ribeiro, K. C. S. (2022). *Goodwill* accounting and impairment: Evidence from Brazilian listed companies. *Revista Contabilidade & Finanças*, 33(90), 1–17.
- Catlett, G. R., & Olson, N. O. (1968). Accounting for *goodwill*. Accounting Research Study No. 10. AICPA.
- Chen, L., Collins, D., Kravet, T., & Mergenthaler, R. (2018). Financial statement comparability and the efficiency of acquisition decisions. *Contemporary Accounting Research*, 35(1), 164–202.



- Chen, L., Dong, M., & Lin, Y. (2018). Does *goodwill impairment* reflect firm performance? Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 11(4), 253–270.
- Christensen, H. B., Nikolaev, V. V., & Wittenberg-Moerman, R. (2023). *Goodwill* accounting and the information environment. *Review of Accounting Studies*, 28(2), 1–37.
- Churyk, N. T. (2005). Reporting *goodwill*: Are the new accounting standards an improvement? *Journal of Business & Economics Research*, 3(3), 49–60.
- Cormier, D., & Segretain, D. (2019). *Goodwill* and value relevance: Evidence from Europe. *European Accounting Review*, 28(1), 79–108.
- Costa, L. S. (2023). *Goodwill e criação de valor: Evidências empíricas no mercado de capitais brasileiro* [Dissertação de mestrado, Universidade de Brasília]. Repositório Institucional da Universidade de Brasília.
- Costa, L. S., Lustosa, P. R. B., & Niyama, J. K. (2023). *Goodwill* e criação de valor: Evidências empíricas no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34(92), 1–17.
- Courtis, J. K. (1983). Business *goodwill*: Conceptual clarification via accounting, legal and etymological perspectives. *Accounting Historians Journal*, 10(2), 1–38.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2019). *CPC 00 (R2): Estrutura conceitual para relatório financeiro*. <https://www.cpc.org.br>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2010). *CPC 01 (R1): Redução ao valor recuperável de ativos*. <https://www.cpc.org.br>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2010). *CPC 04 (R1): Ativo intangível*. <https://www.cpc.org.br>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2011). *CPC 15 (R1): Combinação de negócios*. <https://www.cpc.org.br>



- Cruz, G. S. (2025). *A geração de goodwill a partir de passivos em uma empresa de varejo* [Tese de doutorado, Universidade de São Paulo].
- Damodaran, A. (2025). *Cost of capital by industry (U.S.)*. New York University Stern School of Business. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- de Vasconcelos, T., Araújo Filho, H. F., & Jucá, M. N. (2016). A relação dos ativos intangíveis e o valor de mercado das empresas. *Revista Brasileira de Administração Científica*, 7(1), 147–159
- Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. M. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., & Sloan, R. G. (1999). An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1–3), 1–34.
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229–1248.
- Ellahie, A., Hsieh, S., & Zhang, F. (2025). Measuring the quality of mergers and acquisitions. *Management Science*, 71(1), 779–802.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25–46.
- Financial Accounting Standards Board. (2014). *Accounting Standards Update No. 2014-02: Intangibles—Goodwill and Other (Topic 350): Accounting for goodwill*. FASB
- Feltes, J., Vicente, E. F. R., & Ribeiro, A. M. (2021). *Goodwill: Ativo ilusório ou expectativa de benefícios futuros?* *Revista Contabilidade & Finanças*, 32(85), 124–139.
- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689–731.



- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 255–307.
- Glaum, M., Landsman, W. R., & Wyrwa, S. (2018). Goodwill impairment: The effects of public enforcement and monitoring by institutional investors. *The Accounting Review*, 93(6), 149–180.
- Gu, F., & Lev, B. (2011). *Intangible assets: Measurement, drivers, usefulness*. Foundations and Trends in Accounting, 5(3–4), 1–156.
- Hamberg, M., Paananen, M., & Novak, J. (2011). The adoption of IFRS 3: The effects on goodwill. *European Accounting Review*, 20(2), 263–295.
- Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The Stata Journal*, 7(3), 281–312.
- Honold, D., & Meckl, R. (2023). Goodwill impairment and firm performance: Evidence from international capital markets. *European Accounting Review*, 32(2), 345–372.
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data* (3rd ed.). Cambridge University Press.
- Huber, S. J., & McClure, C. G. (2025). Accounting for goodwill. *Journal of Accounting Research*, 63(3), 1145–1185.
- International Accounting Standards Board. (2020). *Discussion paper: Business combinations—Disclosures, goodwill and impairment*. IFRS Foundation.
- International Accounting Standards Board. (2024). *Exposure draft: Business combinations—Disclosures, goodwill and impairment*. IFRS Foundation.
- Iatridis, G., Pappas, K., & Walker, M. (2022). Disclosure quality and the timeliness of goodwill impairments. *The Accounting Review*, 97(3), 205–236.
- International Accounting Standards Board. (2008). *IFRS 3: Business combinations*. IFRS Foundation.



- International Accounting Standards Board. (2023). *IFRS 18: Presentation and disclosure in financial statements*. IFRS Foundation.
- Jennings, R., Robinson, J., Thompson, R. B., & Duvall, L. (2001). The relation between accounting *goodwill* numbers and equity values. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(3–4), 513–533.
- Johnson, L. T., & Petrone, K. R. (1998). Is *goodwill* an asset? *Accounting Horizons*, 12(3), 293–303.
- Johnson, M., Ramanna, K., & Watts, R. L. (2023). Reassessing *goodwill*: Persistence, performance and disclosure. *The Accounting Review*, 98(5), 221–250.
- Just, P., Richard, J., & Stolowy, H. (2023). *Goodwill* accounting and economic benefits: International evidence. *European Accounting Review*, 32(2), 223–248.
- Just, R., Honold, D., & Meckl, R. (2023). Value relevance of *goodwill* accounting: How a forward-looking valuation approach guides *goodwill* recoverability. *Cogent Business & Management*, 10(3), 2262213.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187–200.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 105–231.
- Kwon, Y., & Wang, X. (2022). Managerial incentives and *goodwill* impairment decisions. *Journal of Accounting and Public Policy*, 41(5), 106–120.
- Lennox, C., Lisowsky, P., & Pittman, J. (2019). Causal inference in accounting research. *Journal of Accounting Research*, 57(3), 589–618.
- Li, K. K., & Sloan, R. G. (2017). Has *goodwill* accounting gone bad? *Review of Accounting Studies*, 22(2), 964–1003.



- 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.
- Lopes, A. B., Sant’Anna, D. P., & Costa, F. M. (2007). A relevância das informações contábeis no mercado de capitais brasileiro: Uma análise empírica. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 7–17.
- Lopes, A. B., & Walker, M. (2012). Asset revaluations, future firm performance and firm-level corporate governance arrangements: New evidence from Brazil. *The British Accounting Review*, 44(2), 53–67.
- Luz, T. R., Silva, L. C., & Niyama, J. K. (2016). O *goodwill* gera valor? *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(26), 25–40.
- Lys, T., Naughton, J. P., & Wang, C. (2012). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1–2), 278–297.
- Mariano, E. B., & Rocha, B. (2017). Revisão sistemática da literatura: Uma abordagem baseada no método TEMAC. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(2), 1–21.
- Mariano, E. B., Cruz, L. B., & Gaitán, J. A. (2011). Aplicação de métodos bibliométricos para análise da produção científica. *Revista de Administração Contemporânea*, 15(2), 292–310.
- Martins, E., Santos, A., & Lustosa, P. R. B. (2010). *Goodwill*: Uma análise conceitual. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(53), 7–26.
- Martins, E., Almeida, D. L. D., Martins, E. A., & Costa, P. D. S. (2010). *Goodwill*: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21, 1-25. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772010000100005>
- Martins, E., & dos Santos, A. (2017). O *Goodwill* gerado pelo Passivo. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11, 8–20. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i0.1718>



- Martins, E. (2020). *Goodwill: Baixa, Amortização ou Impairment? E quando originado do passivo?.* *Revista Fipecafi de Contabilidade, Controladoria e Finanças (RFCC)*, 1(1), 5-19.
- Mendes, J. A. (2023). *Goodwill e criação de valor: Evidências empíricas no mercado brasileiro* [Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais].
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance*, 60(2), 757–782.
- Niyama, J. K., & Silva, C. A. T. (2022). *Teoria da contabilidade* (4ª ed.). Atlas.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Oliveira, K. V. (2022). *The nature of accounting goodwill: An interdisciplinary theoretical–empirical approach* [Tese de doutorado, Universidade de Brasília].
- Oliveira, K., & Lustosa, P. R. B. (2022). The entanglement of accounting *goodwill*: Einstein’s “spooky action at a distance.” *Accounting Forum*, 46(2), 148–169.
- Panda, B., & Reddy, K. S. (2021). *Goodwill* accounting and firm performance: Evidence from international markets. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 43, 100379.
- Pandey, R., Chen, L., & Wang, W. (2024). *Goodwill* and firm performance: Cross-country evidence. *The International Journal of Accounting*, 59(1), 100471.
- Pardo, F., & Giner, B. (2022). The relevance of *goodwill* accounting: International evidence under IFRS. *European Accounting Review*, 31(4), 769–795.
- Paugam, L., & Ramanna, K. (2019). *Goodwill* impairment: The effects of public enforcement and monitoring by institutional investors. *The Accounting Review*, 94(2), 329–357.



- Pechlivanidis, E., Ginoglou, D., & Barmpoutis, P. (2022). Can intangible assets predict future performance? A deep learning approach. *International Journal of Accounting & Information Management*, 30(1), 61–72.
- Penman, S. H. (2005). Discussion of “On the value relevance of accounting information.” *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 465–469.
- Penman, S. H., & Oh, J. (2024). Accounting-based valuation and the role of residual earnings. *Review of Accounting Studies*, 29(1), 1–34.
- Pereira, C. A., & Lustosa, P. R. B. (2020). *Goodwill*: Uma análise conceitual à luz da teoria contábil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(83), 229–243.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480.
- Ramanna, K. (2008). The implications of unverifiable fair-value accounting: Evidence from the political economy of goodwill accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2–3), 253–281.
- Ramanna, K., & Watts, R. L. (2012). Evidence on the political economy of accounting standard-setting. *Review of Accounting Studies*, 17(1), 1–30.
- Rossignoli, F., Lionzo, A., & Arnaboldi, M. (2025). Accounting for goodwill and firm performance: New evidence from international markets. *European Accounting Review*, 34(1), 45–72.
- Schultze, W., & Weiler, C. (2010). Goodwill accounting and performance measurement. *Accounting in Europe*, 7(2), 197–222.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Silva, A. C., & Rover, S. (2022). Goodwill e desempenho das empresas brasileiras: Evidências empíricas. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 16(3), 345–361.



- Souza, F. C., & Borba, J. A. (2017). *Goodwill* e desempenho econômico das empresas brasileiras após combinações de negócios. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(73), 123–138.
- Stevens, K., Huang, Y., & Zhou, H. (2000). Measuring post-merger performance: A review of empirical evidence. *Journal of Corporate Finance*, 6(1), 1–29.
- Sudyn, Y. (2018). *Goodwill* accounting and firm valuation: Evidence from European markets. *Accounting Research Journal*, 31(4), 534–552.
- Wang, M., & Zhang, Y. (2024). Excess *goodwill* and enterprise litigation risk. *Finance Research Letters*, 67, 105819.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Prentice-Hall.
- Wen, H. (2023). Debates and criticisms on *goodwill* accounting. *Accounting in Europe*, 20(2), 185–210.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). MIT Press.
- Xu, N., Zhang, M., & Wang, J. (2024). *Goodwill*, M&A activity, and crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 84, 102053.
- Yang, Z., & Zhu, Y. (2023). *Goodwill* accounting and firm performance: Evidence from international capital markets. *Journal of Accounting and Public Policy*, 42(4), 106938.
- Yehuda, N., Vincent, L., & Lys, T. (2019). The effect of SFAS 142 on the comparability of *goodwill* accounting. *The Accounting Review*, 94(4), 309–334.
- Zeff, S. A. (2007). Some obstacles to global financial reporting comparability and convergence at a high level of quality. *The British Accounting Review*, 39(4), 290–302.
- Zeff, S. A. (2018). The evolution of the conceptual framework for business enterprises in the United States. *Accounting Historians Journal*, 45(2), 1–34.



- Zhang, Y., Chen, L., & Zhou, H. (2025). *Goodwill* impairments, innovation and firm value. *European Accounting Review*, 34(1), 112–137.
- Zhao, X., Li, Y., & Chen, S. (2023). *Goodwill* impairment, earnings management and firm performance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 42(3), 106904.
- Zollo, M., & Meier, D. (2008). What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 55–77.



Apêndice

Apêndice A – Estimação do Custo de Capital Próprio (Ke)

O custo de capital próprio foi estimado pelo CAPM, conforme a Equação 4 apresentada na seção 3.3. A taxa livre de risco real (R_f) corresponde ao rendimento médio anual da NTN-B de longo prazo (vencimento 2035), convertida para taxa nominal pela equação de Fisher:

$$(1 + R_f \text{ Nominal}) = (1 + R_f \text{ Real}) \times (1 + \text{IPCA})$$

O prêmio de risco de mercado (ERP) foi obtido das estimativas anuais para o Brasil disponibilizadas por Damodaran (2025). Os betas foram estimados com base em betas setoriais desalavancados da mesma fonte, posteriormente re-alavancados pela estrutura de capital observada de cada empresa, conforme a fórmula:

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - \tau) \times D/E]$$

A Tabela A.1 apresenta os parâmetros utilizados por ano. O Ke médio reportado representa a média ponderada pelo ativo total das empresas da amostra em cada exercício.

Tabela A.1

Parâmetros do CAPM por Ano (2015–2024)

Ano	Rf Real (NTN-B)	IPCA	Rf Nominal	ERP Brasil	Ke Médio
2015	6,70%	10,67%	17,37%	8,00%	16,48%
2016	6,34%	6,28%	12,62%	8,00%	14,65%
2017	5,40%	2,94%	8,34%	8,00%	11,78%
2018	5,43%	3,74%	9,17%	8,00%	12,45%
2019	3,90%	4,30%	8,20%	8,00%	11,11%
2020	3,77%	4,51%	8,28%	8,00%	11,09%
2021	4,42%	10,06%	14,48%	8,00%	17,23%
2022	5,91%	5,78%	11,69%	8,00%	15,10%
2023	5,83%	4,62%	10,45%	8,00%	14,14%
2024	6,30%	4,83%	11,13%	8,00%	14,50%

Fonte: Tesouro Nacional (NTN-B); IBGE (IPCA); Damodaran (2025). Elaboração própria.

O Ke médio anual da amostra variou entre 11,1% (2019) e 17,4% (2021), refletindo as condições macroeconômicas e institucionais do Brasil no período. Os valores mais elevados em 2015 e 2021 decorrem, respectivamente, de taxas reais de longo prazo mais altas e do



aumento do prêmio de risco associado à incerteza econômica do período pós-pandemia. Valores negativos de lucro residual observados para parcela das empresas não devem ser interpretados como falha operacional, mas como evidência de que o desempenho não superou o custo de oportunidade do capital investido, conforme a lógica da Teoria do Lucro Residual (Ohlson, 1995).

Apêndice B – Lista de Empresas da Amostra

A tabela a seguir apresenta as 61 companhias abertas que compõem a amostra da pesquisa, ordenadas por setor. A coluna *status goodwill* classifica cada empresa em duas categorias: (i) reconheceu GW, para empresas com saldo positivo de *goodwill* nas demonstrações contábeis anuais (DFP) em pelo menos um exercício do período; e (ii) baixa rápida, para empresas que registraram *goodwill* nas informações trimestrais (ITR) mas encerraram o exercício sem saldo nas DFPs auditadas — fenômeno descrito na seção 4.2 do trabalho.

Tabela B.1
Empresas da Amostra (2015–2024)

Nº	Sigla	Razão Social	Setor	Status <i>Goodwill</i>
1	NUTR3	Nutriplant Indústria e Comércio S.A.	Agricultura	Reconheceu GW
2	SLCE3	SLC Agrícola S.A.	Agricultura	Reconheceu GW
3	VITT3	Vittia S.A.	Agricultura	Reconheceu GW
4	BEEF3	Minerva S.A.	Alimentos	Reconheceu GW
5	JBSS3	JBS S.A.	Alimentos	Reconheceu GW
6	MDIA3	M.Dias Branco S.A.	Alimentos	Baixa rápida
7	ABEV3	Ambev S.A.	Bebidas e Fumo	Reconheceu GW
8	B3SA3	B3 S.A. — Brasil, Bolsa, Balcão	Bolsas de Valores	Reconheceu GW
9	CASH3	Méliuz S.A.	Comunicação e Informática	Baixa rápida



10	NGRD3	Neogrid Participações S.A.	Comunicação e Informática	Reconheceu GW
11	POSI3	Positivo Tecnologia S.A.	Comunicação e Informática	Reconheceu GW
12	TOTS3	TOTVS S.A.	Comunicação e Informática	Reconheceu GW
13	AGXY3	Agrogalaxy Participações S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)	Baixa rápida
14	ALOS3	Allos S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)	Reconheceu GW
15	IFCM3	Infracommerce CXAAS S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)	Baixa rápida
16	LREN3	Lojas Renner S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)	Reconheceu GW
17	PFRM3	Profarma Distrib. Prod. Farmacêuticos S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)	Baixa rápida
18	TECN3	Technos S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)	Reconheceu GW
19	DXCO3	Dexco S.A.	Construção Civil e Mat. Constr.	Reconheceu GW
20	ETER3	Eternit S.A.	Construção Civil e Mat. Constr.	Reconheceu GW
21	GFSA3	Gafisa S.A.	Construção Civil e Mat. Constr.	Reconheceu GW
22	JFEN3	João Fortes Engenharia S.A.	Construção Civil e Mat. Constr.	Reconheceu GW
23	PRNR3	Priner Serviços Industriais S.A.	Construção Civil e Mat. Constr.	Reconheceu GW
24	ANIM3	Ânima Holding S.A.	Educação	Reconheceu GW
25	ALUP11	Alupar Investimento S/A	Energia Elétrica	Reconheceu GW
26	ENEV3	Eneva S.A.	Energia Elétrica	Baixa rápida
27	NEOE3	Neoenergia S.A.	Energia Elétrica	Reconheceu GW
28	LTEL3B	Litel Participações S.A.	Extração Mineral	Reconheceu GW
29	BLAU3	Blau Farmacêutica S.A.	Farmacêutico e Higiene	Reconheceu GW
30	SMFT3	Smartfit Escola de Ginástica e Dança S.A.	Ginástica e Lazer	Reconheceu GW
31	BBML3	BBM Logística S.A.	Indústria	Reconheceu GW
32	EALT4	Electro Aço Altona S.A.	Metalurgia e Siderurgia	Baixa rápida
33	GGBR4	Gerdau S.A.	Metalurgia e Siderurgia	Reconheceu GW
34	GOAU4	Metalúrgica Gerdau S.A.	Metalurgia e Siderurgia	Reconheceu GW
35	KEPL3	Kepler Weber S.A.	Metalurgia e Siderurgia	Reconheceu GW



36	TUPY3	Tupy S.A.	Metalurgia e Siderurgia	Reconheceu GW
37	FRIO3	Metalfrio Solutions S.A.	Máquinas e Equipamentos	Reconheceu GW
38	LEVE3	Mahle Metal Leve S.A.	Máquinas e Equipamentos	Reconheceu GW
39	LUPA3	Lupatech S.A.	Máquinas e Equipamentos	Reconheceu GW
40	POMO4	Marcopolo S.A.	Máquinas e Equipamentos	Reconheceu GW
41	TASA4	Taurus Armas S.A.	Máquinas e Equipamentos	Baixa rápida
42	WEGE3	WEG S.A.	Máquinas e Equipamentos	Reconheceu GW
43	WLMM4	WLM Part. e Comércio de Máquinas S.A.	Máquinas e Equipamentos	Reconheceu GW
44	KLBN11	Klablin S.A.	Papel e Celulose	Baixa rápida
45	PRI03	PRI0 S.A.	Petróleo e Gás	Baixa rápida
46	ELMD3	Eletromídia	Publicidade e Propaganda	Baixa rápida
47	AMBP3	Ambipar Participações e Empreendimentos S.A.	Saneamento e Serv. de Água	Reconheceu GW
48	QUAL3	Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A.	Seguradoras e Corretoras	Reconheceu GW
49	AALR3	Alliança Saúde e Participações S.A.	Serviços Médicos e Hospitalares	Reconheceu GW
50	LMED3	Lifemed Industrial de Equip. e Art. Médicos S.A.	Serviços Médicos e Hospitalares	Baixa rápida
51	AZUL4	Azul S.A.	Serviços de Transporte e Logística	Reconheceu GW
52	GOLL4	Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	Serviços de Transporte e Logística	Reconheceu GW
53	MILS3	Mills Locação, Serviços e Logística S.A.	Serviços de Transporte e Logística	Baixa rápida
54	PORT3	Wilson Sons S.A.	Serviços de Transporte e Logística	Reconheceu GW
55	BRQB3	BRQ Soluções em Informática S.A.	Tecnologia	Baixa rápida
56	CSUD3	CSU Digital S.A.	Tecnologia	Reconheceu GW
57	QUSW3	Quality Software S.A.	Tecnologia	Reconheceu GW
58	FIQE3	Unifique Telecomunicações S.A.	Telecomunicações	Baixa rápida
59	TIMS3	TIM S.A.	Telecomunicações	Reconheceu GW
60	GRND3	Grendene S.A.	Têxtil e Vestuário	Reconheceu GW
61	VULC3	Vulcabras S.A.	Têxtil e Vestuário	Reconheceu GW



Nota: Período de cobertura: 2015–2024 para todas as empresas. Células em amarelo indicam empresas classificadas como baixa rápida. Fonte: Economatica®; DFPs/ITRs da CVM.

Apêndice C – Fator de Inflação de Variância (VIF)

Com o objetivo de descartar problemas de multicolinearidade entre os regressores dos modelos principais, foi calculado o Fator de Inflação da Variância (VIF) para cada variável. Valores de VIF abaixo de 5 são considerados aceitáveis na literatura econométrica (Wooldridge, 2010), e valores abaixo de 10 são o limiar crítico amplamente adotado. A Tabela C.1 apresenta os valores calculados para as variáveis utilizadas nos modelos principais.

Tabela C.1

Fator de Inflação da Variância (VIF) — Modelos Principais

Variável	VIF
GW (<i>Goodwill</i> absoluto)	1,43
SIZE (ln Ativo Total)	2,81
LEV (Passivo/Ativo)	1,24
GROWTH (Δ Receita)	1,19
GOV (Dummy Governança)	1,31
GW_AT (<i>Goodwill</i> /Ativo Total)	1,38
Δ GW (Variação anual do GW)	1,27
IMP_GW (Dummy Impairment)	1,18

Nota: VIF calculado sobre os modelos principais de H1 (RI) e H2 (ROA, ROE, EBIT). Todos os valores estão abaixo do limiar crítico de 5, indicando ausência de multicolinearidade relevante. Fonte: Estimções próprias a partir do software Gretl.

Os valores de VIF são inferiores a 3 para todas as variáveis, substancialmente abaixo do limiar crítico de 10 e do limiar conservador de 5. O maior valor observado é para SIZE (2,81), resultado esperado dado que o porte da empresa está naturalmente correlacionado com o *goodwill* absoluto (GW) e com o crescimento (GROWTH). Essa correlação, contudo, está em nível que não compromete a precisão das estimativas nem a interpretação dos coeficientes. A inclusão do *goodwill* como variável absoluta, em conjunto com o controle de porte pelo logaritmo do ativo total, não introduz multicolinearidade problemática, confirmando a validade das especificações adotadas.