



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 18, n. 1, Jan./Jun., 2026

Sítios: <https://periodicos.ufrn.br/index.php/ambiente>

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

Artigo recebido em: 09.10.2024. Revisado por pares em:

09.02.2025. Reformulado em: 25.03.2025. Avaliado pelo sistema

double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2026v18n1ID37923

Concentração de propriedade e os ativos intangíveis nas empresas brasileiras de capital aberto

Concentration of ownership and intangible assets in brazilian listed capital companies

Concentración de propiedad y los activos intangibles en las empresas brasileñas de capital abierto

Autores

Diego Batista Silva Carvalho

Doutorando no Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGADM) da Faculdade de Gestão e Negócios (FAGEN) da Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Endereço: Av. João Naves de Ávila, 2121 - Bloco 1F - Sala 216 Santa Mônica, Uberlândia – MG – CEP 38408-902 - (34) 3239-4132. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-5781-7327>

Research Gate: <https://www.researchgate.net/profile/Diego-Carvalho-8>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7979636864561779>

E-mail: professordeigoc@gmail.com

Luciana Carvalho

Doutorado em Economia Aplicada pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Professora da Faculdade de Gestão de Negócio (FAGEN) da Universidade Federal de Uberlândia) e Programa de Pós Graduação em Gestão Empresarial (PPGO) e Coordenadora Acadêmica do Centro de Incubação de Atividades Empreendedoras – CIAEM. Endereço: Av. João Naves de Ávila, 2121 - Bloco 1F - Sala 216 Santa Mônica, Uberlândia – MG – CEP 38408-902 - (34) 3239-4132. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9645-8718>

Research Gate: <https://www.researchgate.net/profile/Luciana-Carvalho-19>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1072570939218844>

E-mail: lucarvalho@ufu.br

Resumo

Objetivo: Analisar a relação entre a governança corporativa, medida pela concentração de propriedade, e o investimento em ativos intangíveis das empresas brasileiras de capital aberto.

Metodologia: Utilizou-se a regressão múltipla de dados em painel, por meio da definição de três perspectivas de mensuração dos recursos intangíveis: (1) representatividade do ativo intangível, como medida contábil; (2) grau de intangibilidade e (3) Q de Tobin, ambas como medidas financeiras. O estudo abrangeu o período de 2010 a 2020, com uma amostra de 377 empresas não financeiras de capital aberto listadas na B3 e com situação ativa na Comissão de

Valores Mobiliários no mês de março de 2022, originárias, como fonte, na própria B3. A técnica estatística utilizada foi a análise de dados em painel não balanceado para os anos de 2010 a 2020.

Resultados: Os resultados sugerem haver relação significativa entre a concentração de propriedade e os ativos intangíveis, negativamente, a nível contábil. Demonstraram haver existência de relação entre intangibilidade e desempenho das empresas, considerando o ROA como variável de desempenho.

Contribuições do estudo: Este estudo contribui para a literatura ao investigar como diferentes práticas de governança corporativa influenciam os investimentos em ativos intangíveis em mercados emergentes. A análise com dados em painel permitiu capturar efeitos dinâmicos das proxies específicas de governança — propriedade estatal, auditoria por Big Four e dualidade de classes acionárias — sobre a intangibilidade das empresas. Os resultados indicam que empresas com melhor estrutura de governança tendem a investir mais em intangíveis, reforçando o papel estratégico da governança na criação de valor sustentável. Esta pesquisa preenche lacunas na literatura ao fornecer evidências empíricas sobre o impacto combinado de diferentes mecanismos de governança na alocação de recursos intangíveis, especialmente em economias emergentes como o Brasil.

Palavras-chave: ativos intangíveis, concentração de propriedade, governança corporativa.

Abstract

Purpose: To analyze the relationship between corporate governance, measured by ownership concentration, and investment in intangible assets of Brazilian publicly traded companies.

Methodology: Multiple panel data regression was used, through the definition of three perspectives for measuring intangible resources: (1) representativeness of intangible assets as an accounting measure; (2) degree of intangibility; and (3) Tobin's Q, both as financial measures. The study covered the period from 2010 to 2020, with a sample of 377 non-financial publicly traded companies listed on B3 and active with the Securities and Exchange Commission as of March 2022, with data sourced from B3 itself. The statistical technique used was unbalanced panel data analysis for the years 2010 to 2020.

Results: The results suggest a significant relationship between ownership concentration and intangible assets, negatively, at the accounting level. They also demonstrated the existence of a relationship between intangibility and company performance, considering ROA as a performance variable.

Contributions of the study: This study contributes to the literature by investigating how different corporate governance practices influence investments in intangible assets in emerging markets. Panel data analysis allowed us to capture the dynamic effects of specific governance proxies—state ownership, auditing by the Big Four, and dual shareholding classes—on firms' intangibility. The results indicate that firms with better governance structures tend to invest more in intangible assets, reinforcing the strategic role of governance in creating sustainable value. This research fills gaps in the literature by providing empirical evidence on the combined impact of different governance mechanisms on the allocation of intangible resources, especially in emerging economies such as Brazil.

Keywords: intangible assets, ownership concentration, corporate governance.

Resumen

Objetivo: Analizar la relación entre la gobernanza corporativa, medida por la concentración de propiedad, y la inversión en activos intangibles de las empresas brasileñas de capital abierto.

Metodología: Se utilizó la regresión múltiple de datos en panel, mediante la definición de tres perspectivas para medir los recursos intangibles: (1) representatividad del activo intangible como medida contable; (2) grado de intangibilidad; y (3) Q de Tobin, ambas como medidas financieras. El estudio abarcó el período de 2010 a 2020, con una muestra de 377 empresas no financieras de capital abierto listadas en B3 y con situación activa en la Comisión de Valores Mobiliarios en marzo de 2022, con datos originados de la propia B3. La técnica estadística utilizada fue el análisis de datos en panel no balanceado para los años 2010 a 2020.

Resultados: Los resultados sugieren una relación significativa entre la concentración de propiedad y los activos intangibles, de manera negativa, a nivel contable. También demostraron la existencia de una relación entre intangibilidad y el desempeño de las empresas, considerando el ROA como variable de desempeño.

Contribuciones del Estudio: Este estudio contribuye a la literatura al investigar cómo las diferentes prácticas de gobierno corporativo influyen en las inversiones en activos intangibles en los mercados emergentes. El análisis de datos de panel permitió capturar los efectos dinámicos de indicadores de gobernanza específicos (propiedad estatal, auditoría por parte de las Cuatro Grandes y dualidad de clases de acciones) sobre la intangibilidad de las empresas. Los resultados indican que las empresas con una mejor estructura de gobernanza tienden a invertir más en intangibles, reforzando el papel estratégico de la gobernanza en la creación de valor sostenible. Esta investigación llena los vacíos en la literatura al proporcionar evidencia empírica sobre el impacto combinado de diferentes mecanismos de gobernanza en la asignación de recursos intangibles, especialmente en economías emergentes como Brasil.

Palabras clave: activos intangibles, concentración de propiedad, gobernanza corporativa.

1 Introdução

Nas últimas quatro décadas, a importância dos ativos intangíveis ganhou visibilidade acentuada nos países industrializados. Tecnologia da informação, conhecimento, capital humano e mesmo marcas organizacionais têm sido identificadas como importantes tanto para a produção quanto para a redução gradual na dependência de capital físico (Caggese & Pérez-Orive, 2022). Além disso, as mudanças ocasionadas pela inovação, aliadas à concorrência no ambiente econômico e profissional, passam por mudanças que agregam ou segregam valor às empresas, influenciando diretamente em sua competitividade (Faria et al., 2020).

A importância dos ativos intangíveis na realidade organizacional passou a ser verificada, com veemência, a partir da diferenciação gerada pelas empresas (Appelbaum et al., 2017), apesar de a ação de mensurar, estimar e reconhecer os elementos desse grupo ser algo de muita complexidade (Albuquerque Filho et al., 2018). Essa classe de ativos tem grande importância por representar elementos estratégicos e fundamentais para que as organizações tenham sucesso (Barajas, Shakina, & Fernández-Jardón, 2017) e atinjam seus objetivos de lucratividade e perenidade.

Pesquisas apresentam haver uma associação direta entre capital próprio e ativos intangíveis, uma vez que empresas que são mais intensamente compostas desses ativos possuem uma predisposição, referente ao grau de alavancagem, menor que as demais (Lima et al., 2016).

É importante ressaltar que esses ativos possuem características particulares e, por sua vez, não estabelecem bases seguras para retorno de investimentos ou garantia de dívidas. Logo, subentende-se que empresas que possuem mais ativos intangíveis utilizam mais capital próprio para o financiamento de suas operações.

A relação entre governança corporativa e intangibilidade tem sido explorada em diversos estudos clássicos e recentes. Jensen e Meckling (1976) argumentam que o problema de agência, inerente à separação entre propriedade e controle, pode afetar diretamente as decisões estratégicas de investimento, incluindo o investimento em ativos intangíveis. La Porta et al. (1997) reforçam essa perspectiva, ao demonstrarem que a qualidade da governança corporativa influencia a alocação de capital e o nível de proteção aos investidores.

Klapper e Love (2004), indicam que empresas com melhores práticas de governança tendem a apresentar maior eficiência operacional e maior capacidade de investimento em ativos intangíveis, como propriedade intelectual, capital humano e inovação. Chen et al. (2019) complementam essa visão ao mostrar que empresas com estruturas de governança mais robustas apresentam um desempenho superior na geração de valor por meio de intangíveis. Portanto, a relação proposta neste estudo é consistente com os achados teóricos e empíricos da literatura sobre governança corporativa e intangibilidade.

Nessa mesma linha, existem estudos demonstrando que os investimentos em intangibilidade organizacional promovem melhores resultados financeiros; além de agregarem valor para as empresas, boas práticas de governança corporativa, por sua vez, possibilitam melhor e mais larga evidência dos ativos intangíveis (Albuquerque Filho et al., 2019). A relação entre governança corporativa e intangibilidade tem sido explorada em diversos estudos clássicos e recentes. Jensen e Meckling (1976) argumentam que o problema de agência, inerente à separação entre propriedade e controle, pode afetar diretamente as decisões estratégicas de investimento, incluindo o investimento em ativos intangíveis. La Porta et al. (1997) reforçam essa perspectiva, ao demonstrarem que a qualidade da governança corporativa influencia a alocação de capital e o nível de proteção aos investidores.

Destaca-se que o conceito de governança corporativa surge como uma possibilidade de atenuar antagonismos, pressupondo-se que, quanto melhores as suas práticas, mais aumenta a proteção aos acionistas e diminui o risco de conflito entre eles (Pinheiro et al., 2020). Contudo, a concentração de propriedade, delineada neste estudo pela porcentagem de propriedade dos acionistas majoritários, exerce influência direta na forma com que a governança corporativa é adotada. As organizações que possuem esse índice alto tendenciam a implantar modelos de governança que favorecem essa composição acionária (Sant'ana et al., 2016). De acordo com Dias et al. (2021), a estrutura de propriedade e controle das empresas de capital aberto no Brasil é de alta concentração acionária, reforçada por estruturas piramidais, propriedade cruzada, acordos de acionistas e ações sem direito a voto. Além disso, a estrutura de propriedade/controle tem implicações importantes para as decisões estratégicas das organizações (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997).

A concentração de propriedade desempenha um papel estratégico na governança corporativa, influenciando diretamente as decisões gerenciais e o investimento em ativos intangíveis. Em estruturas de propriedade concentrada, o acionista majoritário tende a controlar mais as decisões estratégicas, o que pode fortalecer ou enfraquecer os mecanismos de governança (Jensen & Meckling, 1976). Em mercados com baixa proteção ao investidor, a concentração de propriedade pode alinhar interesses entre acionistas e gestores, reduzindo o problema de agência (La Porta et al., 1997). No entanto, a alta concentração também pode levar à busca de benefícios privados pelos majoritários em prejuízo dos minoritários, limitando investimentos de longo prazo, especialmente em intangíveis (Klapper & Love, 2004). Em

mercados emergentes, a baixa dispersão acionária e a alta concentração de propriedade favorecem a formação de grupos de controle e redes familiares, o que pode desestimular investimentos em intangíveis, devido ao foco em ganhos de curto prazo (Bhaumik et al., 2017). Além disso, o nível de proteção aos acionistas minoritários é um fator crítico para estimular ou restringir esses investimentos (Peng et al., 2021).

Embora a relação entre governança corporativa e investimentos em intangíveis seja amplamente estudada em mercados desenvolvidos, ainda há lacunas sobre o impacto dessa relação em mercados emergentes, onde as diferenças institucionais e estruturais tornam o cenário mais complexo (La Porta et al., 1997; Klapper & Love, 2004; Peng, Zhang, Zhong, & Li, 2021). A concentração de propriedade e a fragilidade dos sistemas regulatórios podem enfraquecer os efeitos positivos da governança sobre o desempenho organizacional e os investimentos em intangíveis (Chen, Goergen & Leung, 2019). Este estudo complementa a literatura ao analisar como a concentração de propriedade afeta o investimento em intangíveis em mercados emergentes, considerando a interação entre acionistas majoritários e minoritários e o papel dos mecanismos de governança.

Diante desses contextos, a pesquisa busca responder ao seguinte problema: **qual a relação da concentração de propriedade, como mecanismo de governança corporativa, com a intangibilidade das empresas de capital aberto do Brasil?** A pesquisa objetiva avançar empiricamente na proposição de três perspectivas de mensuração dos recursos intangíveis retratadas pela literatura, mas em conjunto (representatividade do ativo intangível, grau de intangibilidade e o Q de Tobin). Para isso, é realizada a análise da relação que a concentração de propriedade, medida pelo percentual de ações ordinárias em poder dos três maiores acionistas, a identidade do acionista controlador, a posse de ações ordinárias e preferenciais e a auditoria das empresas pelas quatro maiores auditoras mundiais possuem com a intangibilidade.

Este estudo busca preencher lacunas existentes na compreensão da relação entre governança corporativa e investimentos em ativos intangíveis em mercados emergentes, onde as diferenças institucionais e estruturais tornam o cenário mais complexo. Enquanto em economias desenvolvidas há um corpo consolidado de evidências sobre os efeitos da governança na alocação de capital, essa dinâmica ainda é pouco explorada em mercados emergentes, especialmente em relação aos mecanismos específicos de governança e seu impacto nos investimentos estratégicos em intangíveis.

A contribuição metodológica do estudo reside na inclusão de proxies específicas de governança — propriedade estatal, auditoria por Big Four e dualidade de classes acionárias — que permitem uma abordagem diferenciada e mais detalhada. A utilização de dados em painel possibilita captar efeitos dinâmicos das variáveis de governança ao longo do tempo, oferecendo uma análise robusta sobre os fatores que influenciam os investimentos em intangíveis em mercados emergentes. Este estudo também contribui para a literatura ao apresentar evidências empíricas sobre como diferentes mecanismos de governança corporativa influenciam o nível de investimento em ativos intangíveis. A análise detalhada das variáveis institucionais e estruturais oferece novos insights sobre o papel estratégico da governança na gestão de intangíveis, destacando como a qualidade da governança pode potencializar a geração de valor e o desempenho organizacional em um ambiente competitivo.

2 Referencial Teórico

2.1 Ativos intangíveis

Conforme mostra a pesquisa de Park e Jang (2021), apesar de haver uma compreensão limitada do papel dos ativos intangíveis, eles possuem influência considerável no *valuation* (valor de mercado) das organizações, o qual possui dependência de como os investidores avaliam os ativos físicos (tangíveis) e, sobretudo, os intangíveis. Com o passar do tempo, a intangibilidade tem se tornado mais importante e mais reconhecida, apresentando vantagem competitiva sobre os ativos tangíveis, promovendo, inclusive, altos desempenhos organizacionais (Perez & Famá, 2006). Esses ativos tornam-se recursos importantes na estratégia da sociedade do conhecimento (Perez & Famá, 2015) e pode-se perceber que possuem características relacionadas com a sua qualidade, além de serem considerados vetores de diferenciação competitiva, originados de suas atribuições anormais, valiosas e que não podem ser imitados e nem substituídos (Albuquerque Filho et al., 2018).

Ainda, para Vogt et al. (2016), além dos ativos intangíveis serem considerados recursos capazes de criar vantagem competitiva, eles também são agentes influenciadores de desempenho, crescimento e valor do negócio. Em sua pesquisa, Faria et al. (2020) apresentam estudos que buscaram relacionar o desempenho organizacional, demonstrado por informações contábeis, com o grau de intangibilidade das empresas. Conforme os autores, uma boa parte dos estudos concluiu que há influência da intangibilidade das organizações no seu desempenho econômico. Ao falar sobre o desempenho das organizações, verifica-se que elas estão em uma busca constante pela melhoria, prezando as consideradas boas práticas de governança corporativa, que podem reduzir os conflitos da agência. Elas desejam se tornar mais competitivas com a criação e o aumento de valor condicionado por seus ativos intangíveis (Silva, Souza, & Klann, 2017).

Os autores Arrighetti, Landini e Lasagni (2014) demonstram, em sua pesquisa, que os ativos intangíveis, o desempenho organizacional e *valuation* têm sido mais avaliados em países desenvolvidos como EUA, Itália e Holanda. Grande parte dos autores de pesquisas desses temas, como Sandner e Block (2011), Arrighetti, Landini e Lasagni (2014), Andonova e Ruíz-Pava (2016) e Barajas, Shakina e Fernández-Jardón (2017), concluíram, empiricamente, que os ativos intangíveis, de fato, promovem o aumento de desempenho e do *valuation* das organizações.

Contudo, quando se estuda sobre países em desenvolvimento, os resultados não possuem uma congruência entre si (Andonova & Ruíz-Pava, 2016; Moura, Mecking, & Scarpin, 2013). Mas, especificamente, no Brasil, pesquisas como as de Perez e Famá (2006), Decker et al. (2013), Oliveira et al. (2014) e Medrado et al. (2016) demonstraram relação positiva da intangibilidade com o desempenho financeiro e *valuation* das empresas. Já pesquisadores como Carvalho, Kayo e Martin (2010), Nascimento et al. (2012) e Miranda et al. (2013) não encontram, em seus resultados, relações entre esses ativos e os indicadores de desempenho. Isso demonstra que ainda há espaço a ser preenchido no que tange ao conhecimento que relacione a intangibilidade com o desempenho das organizações.

Logo, verificando a pesquisa de Machado e Famá (2011), ao avaliarem o nível médio de intangibilidade das empresas listadas na B3 nos diversos segmentos de governança corporativa, identificaram que aquelas que aderem ao mais alto nível de governança apresentaram maior grau de intangibilidade, em média. Braune, Sahut e Teulon (2020) apresentam que governança corporativa é definida como um sistema de gestão e controle empresarial que se particulariza

pela relação entre o conselho administrativo, os acionistas e outros interessados, incluindo o governo, sendo implementada com o objetivo de potencializar a valoração da organização.

Além das definições apresentadas, é possível classificar os ativos intangíveis em três categorias principais, como apresenta Roos et al. (1997), que são capital estrutural (processos internos, sistemas de informação, patentes, propriedade intelectual e infraestrutura organizacional), capital humano (conhecimento, habilidades, experiência e capacidade de inovação dos colaboradores da empresa) e capital relacional (capacidade de estabelecer e manter relacionamentos estratégicos com stakeholders externos, como clientes, fornecedores, parceiros e investidores). A interação entre essas três dimensões de intangibilidade cria um ciclo estratégico de geração de valor. De acordo com Teece (2007), a combinação entre capital estrutural, humano e relacional permite que as empresas desenvolvam capacidades dinâmicas para reconfigurar recursos internos, inovar continuamente e responder rapidamente às mudanças do ambiente externo. Além disso, empresas com maior nível de intangibilidade tendem a apresentar melhor desempenho financeiro e maior valor de mercado, uma vez que os ativos intangíveis têm potencial de gerar retornos superiores a longo prazo (Lev, 2001; Chen et al., 2019).

Essa perspectiva é particularmente relevante em mercados emergentes, onde a intangibilidade é um fator estratégico para superar barreiras institucionais e alcançar vantagem competitiva (La Porta et al., 1997; Klapper & Love, 2004). Estudos como o de Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021) mostram que a capacidade de gerenciar efetivamente ativos intangíveis está diretamente associada à qualidade da governança corporativa e à proteção aos investidores. Dessa forma, o investimento em intangíveis não apenas fortalece a posição competitiva das empresas, mas também aumenta sua resiliência diante de choques econômicos e mudanças regulatórias.

2.2 Governança corporativa e intangibilidade

O trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976) apresenta a proposta da Teoria da Agência, a qual preconiza a existência de conflitos de interesses entre acionistas e gestores, surgindo quando não há interesses comuns entre ambos. Nesse aspecto, os autores adotam o pressuposto de que a concentração de propriedade pode beneficiar o desempenho, uma vez que os controladores têm condições de efetivar um monitoramento eficiente dos gestores, limitando esses conflitos e incentivando decisões estratégicas alinhadas com os objetivos dos acionistas majoritários. Estruturas de propriedade mais dispersas tendem a melhorar o desempenho organizacional, pois reduzem o risco de expropriação por acionistas controladores e criam incentivos para decisões mais alinhadas com interesses de longo prazo (La Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer, 1999). Em mercados desenvolvidos, essa lógica é mais evidente devido à maior proteção ao investidor e ao enforcement institucional mais robusto, o que reduz os riscos associados à concentração de poder (Claessens & Fan, 2002).

Em mercados emergentes, como o Brasil, a relação entre estrutura de propriedade e intangibilidade é mais complexa, devido à baixa proteção ao investidor, alta concentração de propriedade e presença de grupos de controle familiares (Peng et al., 2021; Crisóstomo, Brandão & López-Iturriaga, 2020). Nessas condições, os acionistas majoritários exercem forte influência sobre as decisões estratégicas, incluindo o investimento em intangíveis, o que pode levar a decisões mais conservadoras, em função do desejo de preservação do controle e da aversão a riscos de longo prazo (Shleifer & Vishny, 1997).

Empresas com alta concentração de propriedade conferem poder aos acionistas majoritários para influenciar o comportamento dos gestores, o que pode limitar os

investimentos em intangíveis, especialmente quando o retorno é incerto ou de longo prazo (Shleifer & Vishny, 1997). Por outro lado, a presença de acionistas minoritários com direitos fortalecidos pode incentivar decisões mais equilibradas, aumentando a alocação de recursos em ativos intangíveis, como inovação, capital humano e marca (Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, 2021). No estudo de Medrado et al. (2016), é realizada a análise da relação entre o valor de mercado (das ações) das empresas brasileiras de capital aberto e a intangibilidade, constatando uma cooperação, ou seja, associação positiva e relevante entre ambos.

No estudo de Ferla, Muller e Klann (2019), foi identificada a relação influenciadora dos ativos intangíveis no desempenho das empresas latino-americanas, observando-se as características e fatores preponderantes de cada país. Em Santos (2015), temos a verificação de que a intangibilidade é aumentada com ativos intangíveis passíveis de serem registrados, o que demonstra que investir nesses bens e divulgá-los nas notas explicativas causa uma interferência no modo que a expectativa de lucros é percebida pelo mercado.

Na pesquisa de Ensslin et al. (2009), é verificada a relação entre intangibilidade, por meio do grau de intangibilidade (GRI), e o retorno sobre o ativo (ROA) em empresas brasileiras de capital aberto. Foi identificada inexistência de correlação entre as variáveis do estudo e discorrido pelos autores sobre o aspecto subjetivo do GRI, atrelado a oscilações mercadológicas, apresentando, talvez por esse motivo, relações ínfimas com retornos financeiros. A inclusão do ROA (Return on Assets) como variável de controle está alinhada à literatura que explora a relação entre desempenho financeiro e intangibilidade. Faria et al. (2020) argumentam que empresas com maior nível de intangibilidade tendem a apresentar melhor desempenho financeiro, devido ao potencial dos ativos intangíveis de gerar vantagem competitiva e retorno econômico sustentável. Além disso, o ROA reflete a eficiência da empresa na utilização de seus ativos para gerar lucro, o que permite capturar o impacto indireto da intangibilidade sobre o desempenho organizacional. Dessa forma, a inclusão do ROA permite controlar os efeitos do desempenho financeiro na análise da relação entre governança corporativa e investimentos em ativos intangíveis.

Em mercados emergentes, como o Brasil, a influência da concentração de propriedade nos investimentos em intangíveis é particularmente relevante. La Porta et al. (1999) destacam que, em países com baixa proteção legal, o papel dos acionistas controladores é ampliado, o que pode tanto estimular quanto limitar os investimentos em intangíveis, dependendo do alinhamento entre os interesses dos controladores e os objetivos estratégicos da empresa.

Em relação à concentração de propriedade, a proposta apresentada por Demsetz e Lehn (1985) preconiza a análise de resultados com base nos fatores determinantes e as suas consequências. Assim, sobre os fatores determinantes, pesquisas apontaram que há maior influência da exogeneidade do que da endogeneidade (Okimura, Silveira, & Rocha, 2007). Ou seja, o desempenho é alterado mais com base em causas externas à organização do que internas, demonstrando que os atributos empresariais parecem não influenciar na concentração de propriedade. Sobre as consequências, Caixe e Krauter (2013) confirmaram os efeitos alinhamento e entrincheiramento, demonstrando que, se há maior concentração de propriedade e, conseqüentemente, do direito de voto, haverá menor valoração da empresa.

Conforme os estudos de Claessens e Fan (2002), a concentração de propriedade ocasiona resultados favoráveis no *valuation* das organizações, o que pôde ser confirmado, no Brasil, por meio de estudos de Peixoto e Buccini (2013). Quando verificamos a concentração acionária nas mãos de empresas estatais (município, estado, união ou autarquias), inferimos que o *valuation* diminui, em comparação com empresas que não possuam controle estatal, ou seja, concentração acionária fora das mãos dos municípios, estados, união ou autarquias, como demonstra o trabalho de Machado et al. (2009).

Como verificado na pesquisa de Herculano e Moura (2015), a concentração acionária também pode ser verificada pela quantidade de ações ordinárias e preferenciais em posse dos maiores acionistas e, por isso, foi adotado, nesse estudo, a avaliação de quais tipos de ações as empresas possuem (ordinárias e preferenciais) para avaliar se há influência na intangibilidade.

Luca et al. (2014) pesquisa a relação entre a representatividade de ativos intangíveis (RAI) e desempenho econômico de organizações consideradas inovadoras. Foi constatado que a intangibilidade é mais intensa em organizações sem desempenho excelso e equilibrado, mais especificamente, no que tange aos ativos de propriedade intelectual e de infraestrutura. Também foi verificado que não há relação positiva do investimento em ativos intangíveis e o desempenho dessas organizações. Carvalho, Kayo e Martin (2010) realizaram um estudo sobre a relação entre a intangibilidade dos ativos (Q de Tobin) e a performance das organizações brasileiras de capital aberto. Constatou-se que há uma relação negativa entre as variáveis, ou seja, ao aumentar o Q de Tobin, menos o desempenho das organizações se mantém. Nesse caso, foi verificado que a intangibilidade não sustentou vantagens competitivas para as organizações.

Esse resultado apresentou contradição com o estudo de Villalonga (2004), o qual estudou organizações norte-americanas e demonstrou que a intangibilidade tem relação positiva e considerável para sustentar bons resultados econômico-financeiros. Nessa pesquisa, a perspectiva verificada foi de que o Q de Tobin apresenta relação positiva e significativa com os lucros empresariais, apresentando (a intangibilidade) como vantagem competitiva das organizações norte-americanas. Logo, as hipóteses do estudo são formuladas, conforme segue:

Hipótese H1: A concentração de propriedade está negativamente associada ao investimento em intangíveis. Altos níveis de concentração de propriedade podem levar à expropriação de acionistas minoritários, gerando desalinhamento de interesses e reduzindo o incentivo para investimentos estratégicos de longo prazo (La Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer, 1999; Caixe & Krauter, 2013). No entanto, a concentração de propriedade também pode ter efeitos positivos, aumentando o poder de monitoramento dos acionistas majoritários e incentivando decisões estratégicas alinhadas à criação de valor (Shleifer & Vishny, 1997). O efeito líquido sobre os investimentos em intangíveis dependerá do equilíbrio entre o alinhamento de interesses e o efeito de entrenchamento.

Hipótese H2: A propriedade estatal está negativamente associada ao investimento em intangíveis. Empresas com participação estatal tendem a priorizar objetivos políticos ou sociais em detrimento de objetivos econômicos, o que pode reduzir o incentivo para investimentos em ativos de longo prazo, como capital intelectual, marca e tecnologia (Yang et al., 2021; Chen et al., 2019). Esse efeito é mais evidente em mercados emergentes, onde o ambiente institucional é mais frágil e os mecanismos de governança são menos eficientes.

Hipótese H3: A dualidade de classes acionárias está negativamente associada ao investimento em intangíveis. A presença de diferentes classes de ações pode criar desalinhamento de interesses entre acionistas majoritários e minoritários, incentivando decisões de curto prazo e reduzindo o investimento em intangíveis (Arantes, Lima & Carvalho, 2012; Jensen & Meckling, 1976). Esse desalinhamento decorre da possibilidade de controle excessivo por um grupo específico de acionistas, mesmo sem uma participação proporcional no capital econômico da empresa.

Hipótese H4: A auditoria por empresas Big Four está positivamente associada ao investimento em intangíveis. Auditorias de alta qualidade aumentam a transparência e a confiança dos investidores, criando um ambiente mais favorável para decisões estratégicas de longo prazo (Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, 2021; Devos et al., 2022). A maior credibilidade das informações financeiras facilita o acesso ao mercado de capitais, permitindo que as empresas financiem investimentos em inovação, tecnologia e capital humano.

3 Procedimentos metodológicos

O estudo possui um caráter descritivo, classifica-se como de natureza quantitativa e investigou a influência da governança corporativa no investimento em ativos intangíveis nas empresas de capital aberto listadas na B3. Para medir o nível de intangibilidade, utilizou-se três variáveis dependentes, descritas a seguir:

Representatividade do Ativo Intangível (RAI): Razão entre o valor contábil dos ativos intangíveis e o valor total dos ativos, refletindo a participação de ativos intangíveis no total de ativos da empresa e funcionando como uma medida contábil da intangibilidade.

Grau de Intangibilidade (GRI): Razão entre o valor de mercado das empresas e o valor do patrimônio líquido, captando o valor adicional atribuído pelo mercado aos ativos intangíveis e refletindo a capacidade da empresa de gerar valor por meio de inovação e diferenciação.

Q de Tobin (QTOBIN): Soma do valor de mercado da empresa e das dívidas totais, dividida pelo valor contábil dos ativos, sendo usada para medir a eficiência da empresa em transformar ativos em valor econômico.

Essas três proxies permitem captar diferentes dimensões da intangibilidade: valor contábil (RAI), percepção de mercado (GRI) e capacidade de monetização (QTOBIN). Qualquer influência significativa das variáveis independentes sobre as variáveis dependentes será considerada relevante para o estudo.

Variáveis independentes:

- **Concentração de Propriedade (CONC):** A concentração de propriedade é mensurada pelo percentual de ações ordinárias em poder dos três maiores acionistas (Demsetz & Lehn, 1985; Caixe & Krauter, 2013). Estudos como os de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) e Okimura, Silveira e Rocha (2007) destacam que altos níveis de concentração de propriedade podem gerar tanto efeitos positivos quanto negativos na governança corporativa.

Enquanto a concentração acionária pode aumentar o poder de monitoramento dos controladores e reduzir os problemas de agência com os gestores, também pode resultar em expropriação de acionistas minoritários, especialmente em mercados emergentes com baixa proteção aos investidores (La Porta et al., 1999). Assim, a concentração de propriedade pode afetar diretamente a disposição das empresas em investir em ativos intangíveis, uma vez que decisões estratégicas podem ser influenciadas por interesses específicos dos controladores majoritários.

- **Propriedade Estatal (STATE):** A propriedade estatal é mensurada por uma variável binária que indica se o acionista controlador é o Estado, União, Município ou uma autarquia representativa do governo (Machado et al., 2009; Herculano & Moura, 2015).

A presença do Estado como acionista controlador pode influenciar negativamente os investimentos em ativos intangíveis, pois empresas estatais tendem a priorizar objetivos políticos ou sociais em detrimento de objetivos econômicos, o que pode reduzir o incentivo para investimentos de longo prazo em capital intelectual, marca e tecnologia (Yang et al., 2021; Chen et al., 2019).

- **Dualidade de Classes Acionárias (DUAL):** A dualidade de classes acionárias é medida por uma variável dummy que assume o valor 1 se a empresa possui apenas ações ordinárias e 0 se possui também ações preferenciais (Arantes, Lima & Carvalho, 2012).

Segundo a teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), estruturas acionárias complexas, como a presença de diferentes classes de ações, podem criar desalinhamento de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. Esse desalinhamento pode resultar em decisões conservadoras e de curto prazo, limitando o investimento em ativos intangíveis (Peng et al., 2021).

- **Auditoria por Empresas Big Four (BIGFOUR):** A auditoria por empresas Big Four é mensurada por uma variável dummy que assume o valor 1 para empresas auditadas por Deloitte, EY, KPMG ou PwC e 0 para empresas não auditadas por essas empresas (Devos et al., 2022).

A literatura aponta que auditorias de alta qualidade aumentam a transparência e a credibilidade das informações financeiras, o que pode facilitar o acesso a financiamento e criar um ambiente mais favorável para investimentos estratégicos em ativos intangíveis (Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, 2021). Além disso, empresas com auditoria por Big Four geralmente têm maior capacidade de captar recursos e implementar estratégias de longo prazo, o que inclui o fortalecimento de ativos intangíveis como marca, capital humano e tecnologia.

A variável BIGFOUR não reflete diretamente a estrutura de propriedade da empresa, mas sim a qualidade da governança corporativa. Empresas auditadas por firmas Big Four tendem a apresentar maior qualidade das informações financeiras, o que aumenta a confiança dos investidores e reduz o custo de capital (Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, 2021). Essa maior transparência e confiança cria um ambiente mais favorável para decisões estratégicas, incluindo investimentos em ativos intangíveis. Assim, a auditoria por empresas Big Four é interpretada como um mecanismo de fortalecimento da governança e não como uma dimensão da concentração de propriedade.

Variáveis de controle:

1. **ROA (Return on Assets):** Mede o retorno sobre os ativos da empresa, controlando o impacto do desempenho financeiro nos investimentos em intangíveis.
2. **FCO (Fluxo de Caixa Operacional):** Mede a disponibilidade interna de recursos para investimentos, aumentando a flexibilidade para investir em ativos estratégicos.
3. **GROWTH (Crescimento da Receita):** Controla o impacto do ciclo de crescimento da empresa sobre os investimentos em intangíveis.
4. **LEV (Alavancagem):** Mede o impacto da estrutura de capital sobre a capacidade de investir em intangíveis, já que empresas com alta alavancagem tendem a priorizar investimentos de curto prazo devido às restrições impostas por credores.
5. **SIZE (Tamanho da Empresa):** Logaritmo natural dos ativos totais, usado para capturar o efeito do porte da empresa na capacidade de investir em ativos intangíveis.
6. **LIQCOR (Liquidez Corrente):** Mede a capacidade da empresa de honrar suas obrigações de curto prazo, influenciando a liberdade para decisões estratégicas.
7. **CAPEX (Despesas de Capital):** Mede o nível de investimento em ativos físicos, já que empresas com altos níveis de CAPEX tendem a priorizar ativos físicos em vez de intangíveis.

A análise foi conduzida por meio de dados em painel, permitindo captar efeitos dinâmicos das variáveis ao longo do tempo, oferecendo maior robustez à análise. A combinação de proxies específicas de governança com dados em painel possibilita uma análise detalhada dos fatores institucionais e estratégicos que influenciam os investimentos em intangíveis em empresas de capital aberto no Brasil.

As variáveis podem ser vistas compiladas na tabela 1, que segue:

Tabela 1*Variáveis do estudo de concentração de propriedade*

VARIÁVEL	MÉTRICA	FONTE DE COLETA	AUTOR BASE
VARIÁVEIS DEPENDENTES			
RAI (REPRESENTATIVIDADE ATIVO INTANGÍVEL)	Ativo Intangível/Ativo Total	Econômática	Ritta e Ensslin (2010); Nascimento et al. (2012); Miranda et al. (2013)
GRI (GRAU DE INTANGIBILIDADE)	Valor De Mercado/Patrimônio Líquido	Econômática	Faria et al. (2020)
QTOBIN (Q DE TOBIN)	(Valor De Mercado + Dívidas Totais) / Ativo Total	Econômática	Villalonga (2004); Carvalho, Kayo e Martin (2010)
VARIÁVEIS INDEPENDENTES			
CONC	Concentração Acionária – Percentual De Ações Ordinárias Em Poder Dos 3 Maiores Acionistas	CVM	Demsetz e Lehn (1985); Okimura, Silveira e Rocha (2007); Caixe e Krauter (2013)
STATE	Propriedade Estatal – Identidade Do Controlador Estatal, Quando O Acionista Controlador É O Estado, União Ou Municípios Ou Autarquias Representativas Do Governo.	CVM	Machado et al. (2009); Herculano e Moura (2015)
DUAL	Variável Dummy Igual A 1 Se A Empresa Possui Apenas Ações Ordinárias E 0 Se Possui Ações Ordinárias E Preferenciais.	CVM	Arantes, Lima e Carvalho (2012)
BIGFOUR	Variável Dummy Igual A 1 Se A Empresa For Auditada Por Uma Das Quatro Grandes Empresas De Auditoria Independente E 0, Caso Contrário	CVM	Devos et al. (2022)
VARIÁVEIS DE CONTROLE			
ROA	Lucro Líquido / Ativo Total	Econômática	Dal Magro, Dani e Klann (2019)
LIQCOR	Ativo Circulante/Passivo Circulante	Econômática	Bomfim et al. (2011)
CAPEX	Variação Dos Ativos - Variação Dos Passivos	Econômática	Gu e Lev (2011)
FCO	Receita Líquida Operacional / Ativos Totais	Econômática	Dal Magro, Dani e Klann (2019); Guo et al. (2019); Roychowdhury (2006)
LEV	Dívida Total/Ativo Total	Econômática	Tristão e Souza (2021)
GROWTH	(Valor atual da empresa – Valor da empresa no ano anterior) / Valor da empresa no ano anterior x 100%	Econômática	Silva Junior, Fagundes e Figueiredo (2021)

SIZE	Logaritmo Natural Dos Ativos Totais Da Empresa	Econômica	Sprenger et al. (2017)
------	--	-----------	------------------------

Fonte: *Dados da pesquisa*

A base de dados é composta por 377 empresas não financeiras de capital aberto listadas na B3 e que apresentaram informações financeiras disponibilizadas na base de dados da Econômica® e CVM. Da primeira base, foram retirados os dados econômico-financeiros e, da segunda, foram retirados os dados de governança corporativa (GC). Os dados de GC foram coletados manualmente, empresa por empresa, ano por ano, variável por variável.

Foram selecionadas somente empresas com ações na bolsa de valores e com situação ativa na Comissão de Valores Mobiliários no mês de março de 2022, originárias, como fonte, na B3. A técnica estatística utilizada foi a análise de dados em painel não balanceado para os anos de 2010 a 2020. A opção de iniciar em 2010 foi devido às mudanças de obrigatoriedade das organizações brasileiras para se adequarem às Normas Internacionais de Contabilidade a partir desse ano. Foi utilizado, no estudo, o modelo de Regressão Linear Múltipla, desenvolvido como demonstrado na equação 1:

$$\begin{aligned} \text{VARIÁVEL DE INTANGIBILIDADE}_{it} = & \beta^0 + \beta^1 \text{CONC}_{it} + \beta^2 \text{STATE}_{it} + \beta^3 \text{DUAL}_{it} + \\ & \beta^4 \text{BIGFOUR}_{it} + \beta^5 \text{ROA}_{it-1} + \beta^6 \text{LIQCOR}_{it} + \beta^7 \text{CAPEX}_{it} + \beta^8 \text{FCO}_{it-1} + \\ & \beta^9 \text{LEV}_{it-1} + \beta^{10} \text{GROWTH}_{it-1} + \beta^{11} \text{SIZE}_{it-1} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

As hipóteses de pesquisa poderiam ter sido definidas apenas levando em consideração a existência de relação de significância das variáveis independentes com a intangibilidade geral. Contudo, como utilizou-se de três variáveis distintas para medir a intangibilidade, sendo uma contábil e duas referentes ao valor de mercado, optou-se por descrever hipóteses detalhas, de maneira que seja possível identificar quais variáveis dependentes possuem relação de significância com as variáveis independentes de maneira separada.

Assim, foram elaboradas as seguintes hipóteses, considerando os objetivos geral e específicos e as variáveis definidas para a pesquisa, que seguem na tabela 2:

Tabela 2

Hipóteses referentes à concentração de propriedade

INTANGIBILIDADE	HIPÓTESES	DESCRIÇÃO
RAI	H1a	Existe relação de significância positiva entre representatividade do ativo intangível (RAI) e concentração acionária (CONC)
RAI	H1b	Existe relação de significância negativa entre representatividade do ativo intangível (RAI) e propriedade estatal (STATE)
RAI	H1c	Existe relação de significância negativa entre representatividade do ativo intangível (RAI) e a existência de ações ordinárias e preferenciais (DUAL)
GRI	H2a	Existe relação de significância positiva entre o grau de intangibilidade (GRI) e concentração acionária (CONC)
GRI	H2b	Existe relação de significância negativa entre o grau de intangibilidade (GRI) e propriedade estatal (STATE)
GRI	H2c	Existe relação de significância negativa entre o grau de intangibilidade (GRI) e a existência de ações ordinárias e preferenciais (DUAL)
QTOBIN	H3a	Existe relação de significância positiva entre o Q de Tobin (QTOB) e concentração acionária (CONC)

QTOBIN	H3b	Existe relação de significância negativa entre o Q de Tobin (QTOB) e propriedade estatal (STATE)
QTOBIN	H3c	Existe relação de significância negativa entre o Q de Tobin (QTOB) e a existência de ações ordinárias e preferenciais nas (DUAL)

Fonte: Dados da pesquisa

Foi realizado o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF), o qual apresentou média abaixo de 10 para todas as variáveis, nas duas bases de dados, indicando que não há multicolinearidade no estudo. Para a definição da utilização de efeitos fixos ou aleatórios, foram feitos testes de *Breusch-Pagan*, *Chow* e Teste de *Hausman* e apresentou-se efeito aleatório para os modelos. Para os Testes de *Wald* e de *Wooldridge*, não foi identificada heterocedasticidade e autocorrelação.

4 Resultado e análise dos dados

Os resultados e análises foram realizados por meio da regressão linear múltipla da base de dados. Para cada item, será demonstrado o resultado com as respectivas análises.

4.1 Análise descritiva das variáveis

A tabela 3 apresenta as médias e desvio padrão das variáveis selecionadas para a pesquisa, excluindo-se as *dummies*.

Tabela 3

Análise descritiva das variáveis

VARIÁVEL	OBS	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
CONC	2.852	70,01%	24,30%	5,03%	100%
ROA	3.401	0,1261077	0,2786317	0,0012837	1,836364
LIQCOR	3.39	3,3859850	9,524915	0,0348900	70,59413
CAPEX	3.158	0,0582370	0,1588111	0	6,976224
FCO	3.383	0,6335389	0,5775584	0	8,840028
LEV	3.377	0,3979759	2,034448	0	65,1603
GROWTH	2.532	0,1048285	0,631978	-1	2,743657
SIZE	3.402	14,536660	2,520451	4,546576	18,67634

Fonte: Dados da pesquisa

A variável independente CONC, que mostra a concentração acionária (medida pelo percentual de ações ordinárias em poder dos 3 maiores acionistas), é de 70,01%. Isso demonstra que há um percentual considerável de ações ordinárias (que dão direito a voto e participação nas decisões da empresa) nas mãos de 3 ou menos acionistas, o que, de acordo com Shleifer e Vishny (1997), permite melhor controle e monitoramento de gestores.

Ao analisar variáveis que indicam desempenho econômico das empresas, verifica-se uma média geral do ROA de 0,126, demonstrando um nível de performance mediana das empresas. A variável LIQCOR, que apresenta a liquidez corrente das empresas, apresentou uma média de

3,359, indicando que as empresas brasileiras possuem uma boa capacidade de quitar as dívidas de curto prazo, uma vez que esse valor demonstra que o ativo circulante das empresas é mais que o dobro do passivo circulante.

Realizando a verificação do CAPEX, dividido pelos ativos totais, com média de 0,0582370 e do Fluxo de Caixa Operacional (FCO), dividido pelos ativos totais, com uma média de 0,63353890, constatou-se que a segunda variável possui um valor maior que a primeira, indicando que as empresas brasileiras, em média, estão equilibradas, ou seja, os investimentos em ativos fixos são menores do que a capacidade de geração de receita operacional.

A variável LEV, representando a alavancagem das empresas, apresenta uma média de 0,397 e demonstra que há capital de terceiros investido e contribuindo para a geração de retorno.

4.2 Correlação das variáveis

A tabela 4 apresenta os resultados do coeficiente R de Pearson entre as variáveis independentes e de controle do estudo, excluindo as *dummies*.

Tabela 4

Correlação entre as variáveis

	ROA	FCO	GROWTH	LEV	SIZE	LIQCOR	CAPEX	CONC
ROA	1							
FCO	-0.1244*	1						
GROWTH	0.0101	0.0500*	1					
LEV	0.1776*	-0.0263	0.0111	1				
SIZE	-0.5782*	0.0214	-0.0004	-0.0742*	1			
LIQCOR	0.3459*	-0.1641*	-0.0307	-0.0455*	-0.3812*	1		
CAPEX	0.0427*	0.0758*	-0.0236	-0.0108	0.0249	0.0724*	1	
CONC	0.1653*	-0.0357	-0.0298	0.0486*	-0.2562*	0.1321*	0.0239	1

Observação: a) (*) estatisticamente significante; b) ausência de asterisco representa coeficiente não significativo.

Fonte: Dados da pesquisa

Foi utilizada para o estudo a escala de correlação proposta por Dancey e Reidy (2007), apresentada por Akoglu (2018), em que se considera: correlação fraca para índices de 0,1 a 0,3; correlação moderada para índices de 0,4 a 0,6; correlação forte para índices de 0,7 a 0,9.

Os resultados da análise, considerando primeiramente a variável independente CONC (concentração acionária), possuem significância estatística fraca e positiva com ROA, LEV e LIQCOR. O resultado infere que, quando houver aumento da concentração acionária, haverá pequeno aumento do retorno dos ativos (ROA), da alavancagem (LEV) e da liquidez corrente (LIQCOR). A mesma variável CONC possui significância estatística fraca e negativa com o tamanho da empresa (SIZE).

Cabe destacar que há significância estatística de ROA com todas as demais variáveis, exceto com o crescimento econômico (GROWTH). Há relações positivas fracas com LEV, LIQCO, CAPEX e CONC, já especificadas. A relação com FCO é fraca e negativa e a relação com SIZE é moderada e negativa. Todas as demais correlações existentes são fracas.

4.3 Relações entre a intangibilidade e as variáveis do estudo

Ao realizar a avaliação estatística dos valores do resultado, o estudo prosseguiu com a análise de dados em painel, objetivando investigar a influência da concentração acionária e outras variáveis sobre o investimento em ativos intangíveis das empresas.

Para avaliar se havia multicolinearidade entre as variáveis, utilizou-se o fator de inflação de variância – VIF (*Variance Inflation Factor*), considerando todas as variáveis em ambas as bases de dados (BRASIL e TMAP). Os resultados apresentaram coeficiente VIF menor que 10, não identificando multicolinearidade entre as variáveis.

Foram realizados também o teste de *Wald* e o teste de *Wooldridge* para verificar problemas de heterocedasticidade e autocorrelação. Os problemas não foram identificados para nenhuma das bases. Também aplicou-se os testes de *Breusch and Pagan* e de *Hausman* para identificar qual tipo de painel seria utilizado no cálculo das regressões – dados em painel com efeitos fixos, com efeitos aleatórios ou *pooled*. Em ambos os testes, foi apresentada a utilização de efeitos aleatórios.

4.4 As Relações de intangibilidade e concentração de propriedade

A tabela 5 demonstra os resultados da relação entre o nível de intangibilidade das empresas e a concentração acionária e demais variáveis do estudo.

Tabela 5

Associação entre o nível de intangibilidade das empresas e as variáveis do estudo

VARIÁVEIS	RAI	GRI	QTOBIN
CONC	-0,0184114 (0,0173637)	-1,704982 (1,270531)	-0,2626094 (0,5589819)
STATE	0,0385533 (0,0506315)	0,2133228 (1,728128)	-0,9076424 (1,030761)
DUAL	-0,0262119** (0,0114175)	-0,2161861 (0,6979206)	-0,4358107 (0,3463567)
BIGFOUR	-0,0141329 (0,0094644)	-0,3814564 (0,6602411)	0,3304645 (0,3151053)
ROA	0,0161542 (0,0121427)	-1,066049 (1,238102)	-1,85276*** (0,4770841)
FCO	0,0041083 (0,0067141)	0,8824314* (0,5122831)	-0,562241** (0,2311931)
GROWTH	-0,0000395 (0,0026411)	0,4722072 (0,2756626)	0,6013716*** (0,1025626)
LEV	0,0000339 (0,0012595)	-0,0668756 (0,1073287)	0,9481693*** (0,0482058)
SIZE	0,0181457*** (0,0032531)	-0,5009833*** (0,1752572)	-0,9121235*** (0,0929677)
LIQCOR	-0,0013871**	-0,0275187	-0,1670654***

	(0,0005704)	(0,0547619)	(0,0216765)
CAPEX	0,0595458** (0,0256489)	6,450069** (2,780716)	0,7838342 (1,056404)
Observações	1,741	2,177	2,177
RHO	0,52613245	0,24818257	0,52613245
Teste <i>Breusch e Pagan</i>	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de <i>Chow</i>	0,0000	0,0379	0,0000
Teste <i>Hausman</i>	0,0000	0,0181	0,0000
Teste de <i>Wald</i>	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de <i>Wooldridge</i>	0,0000	0,0334	0,0002

Observações: a) Erros padrão estão entre parênteses; b) (*) estatisticamente significativa ao nível de 10%; (**) estatisticamente significativa ao nível de 5%; (***) estatisticamente significativa ao nível de 1%; c) ausência de asterisco representa variável não significativa; d) o teste VIF apresentou coeficiente menor que 10 para todas as variáveis, não demonstrando multicolinearidade.

Fonte: *Dados da pesquisa*

Os resultados demonstram que o mecanismo de governança corporativa concentração de propriedade, definido neste trabalho pela concentração acionária (CONC), propriedade estatal (STATE) e existência de ações ordinárias e preferenciais (DUAL), não possui relação de significância com a intangibilidade das empresas de capital aberto no Brasil. Esses resultados contrariam a pesquisa de Caixe e Krauter (2013), a qual demonstra que, se há maior concentração de propriedade e, conseqüentemente, do direito de voto, haverá menor valoração da empresa, que, nesse trabalho, pode ser verificada tanto pelo GRI quanto pelo Q de Tobin.

Apenas a variável de DUAL, que indica que a empresa possui ações ordinárias e ações preferenciais, apresentou uma significância ao nível de 5%, negativa, com a representatividade do ativo intangível (RAI), indicando que a existência de ações preferenciais prejudica a intangibilidade das empresas contabilmente.

Neste trabalho, tanto o cálculo do GRI quanto do Q de Tobin é feito com o valor de mercado das empresas na posição de dividendo das fórmulas e constata-se que a concentração acionária não influencia no valor de mercado. Sendo assim, os resultados contrariam o trabalho de Peixoto e Buccini (2013), que concluem que a concentração de propriedade no Brasil é diretamente proporcional ao valor de mercado (*valuation*) das organizações.

Os resultados da pesquisa confirmam os estudos de Ensslin et al. (2009) e Arruda e Mazzei (2014), demonstrando que não há relação entre o GRI e o ROA. Os resultados ainda confirmam o trabalho de Carvalho, Kayo e Martin (2010), no qual é concluído que há relação negativa entre o Q de Tobin e a performance.

Nessa pesquisa, a relação foi negativa e significativa ao nível de 1% entre as variáveis ROA e Q de Tobin. O tamanho das empresas (SIZE) ainda apresentou significância ao nível de 1% com as três variáveis dependentes. Contudo, a relação foi positiva apenas com a representatividade do ativo (RAI) e negativa com as demais. Isso indica que o tamanho das empresas influencia na medida contábil da intangibilidade (RAI) de maneira positiva, mas influencia negativamente o valor de mercado das empresas (GRI e Q de TOBIN).

Sendo assim, a tabela 6, a seguir, demonstra quais das hipóteses foram rejeitadas ou não rejeitadas, com base nos resultados dos testes.

Tabela 6*Resultado das hipóteses do estudo*

INTANGIBILIDADE	HIPÓTESES	DESCRIÇÃO	CONCLUSÃO
RAI	H1a	Existe relação de significância positiva entre representatividade do ativo intangível (RAI) e concentração acionária (CONC)	Rejeita-se a hipótese
RAI	H1b	Existe relação de significância negativa entre representatividade do ativo intangível (RAI) e propriedade estatal (STATE)	Rejeita-se a hipótese
RAI	H1c	Existe relação de significância negativa entre representatividade do ativo intangível (RAI) e a existência de ações ordinárias e preferenciais (DUAL)	Não se rejeita a hipótese
GRI	H2a	Existe relação de significância positiva entre o grau de intangibilidade (GRI) e concentração acionária (CONC)	Rejeita-se a hipótese
GRI	H2b	Existe relação de significância negativa entre o grau de intangibilidade (GRI) e propriedade estatal (STATE)	Rejeita-se a hipótese
GRI	H2c	Existe relação de significância negativa entre o grau de intangibilidade (GRI) existência de ações ordinárias e preferenciais (DUAL)	Rejeita-se a hipótese
QTOBIN	H3a	Existe relação de significância positiva entre o Q de Tobin (QTOB) e concentração acionária (CONC)	Rejeita-se a hipótese
QTOBIN	H3b	Existe relação de significância negativa entre o Q de Tobin (QTOB) e propriedade estatal (STATE)	Rejeita-se a hipótese
QTOBIN	H3c	Existe relação de significância negativa entre o Q de Tobin (QTOB) e a existência de ações ordinárias e preferenciais nas (DUAL)	Rejeita-se a hipótese

Fonte: *Dados da pesquisa*

Os resultados indicaram que a relação entre concentração de propriedade e investimento em intangíveis não foi significativa, contrariando a hipótese H1. Estudos sugerem que altos níveis de concentração de propriedade tendem a gerar desalinhamento de interesses entre acionistas controladores e minoritários, reduzindo o incentivo para investimentos estratégicos de longo prazo (La Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer, 1999). No entanto, esse efeito pode ser explicado por características específicas do mercado brasileiro.

O mercado brasileiro é marcado por uma estrutura de governança altamente concentrada e baixa proteção aos investidores minoritários (Claessens & Fan, 2002). Nesse contexto, acionistas controladores tendem a priorizar a preservação do controle em vez de ganhos de longo prazo, o que resulta em maior aversão ao risco e menor incentivo para investir em intangíveis, cujos retornos futuros são incertos (Peng et al., 2021).

Além disso, o contexto institucional brasileiro, caracterizado por forte intervenção estatal e um mercado de capitais menos desenvolvido, pode ter limitado o efeito positivo da governança sobre os investimentos em intangíveis. Em mercados emergentes, interferência política e regulatória enfraquece os incentivos para decisões estratégicas voltadas para inovação e crescimento (Chen et al., 2019).

Em relação à hipótese H3, que previa uma relação negativa entre a dualidade de classes acionárias e os investimentos em intangíveis, os resultados não foram significativos. No Brasil, a presença de diferentes classes de ações é amplamente usada como mecanismo de proteção ao controle (Arantes, Lima & Carvalho, 2012) e não como estratégia para influenciar o nível de

investimento em intangíveis, o que reduz o impacto dessa variável sobre decisões estratégicas de longo prazo.

Por outro lado, os resultados referentes à hipótese H2, que previa uma relação negativa entre propriedade estatal e investimentos em intangíveis, foram consistentes com a literatura (Yang et al., 2021; Chen et al., 2019). Empresas estatais tendem a priorizar objetivos sociais e políticos em vez da eficiência econômica, o que limita o incentivo para investir em inovação e ativos intangíveis de maior risco.

Assim, os resultados divergentes podem ser explicados por fatores institucionais e estruturais específicos do mercado brasileiro, como alta concentração de propriedade, baixa proteção ao investidor e interferência política nos mecanismos de governança. Esses fatores reforçam a importância de considerar o contexto institucional ao analisar os efeitos da governança sobre as decisões estratégicas das empresas.

5 Considerações finais

Este trabalho teve como objetivo compreender a relação da concentração de propriedade, como mecanismo de governança corporativa, com a intangibilidade das empresas de capital aberto no Brasil.

A pesquisa foi motivada pela lacuna na literatura sobre a relação entre estrutura de propriedade e intangibilidade, especialmente em mercados emergentes, onde os mecanismos de governança enfrentam desafios institucionais e estruturais. Os resultados confirmaram que a estrutura de propriedade influencia a intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto, mas não houve evidências de que melhores práticas de governança corporativa levem a maior intangibilidade. A variável DUAL (existência apenas de ações ordinárias) apresentou relação negativa com a representatividade do ativo intangível (RAI), sugerindo que diferentes classes de ações podem prejudicar o investimento em intangíveis devido ao desalinhamento de interesses entre acionistas majoritários e minoritários.

Não foi encontrada relação significativa entre a concentração de propriedade e o valor de mercado (QTOBIN), indicando que o efeito positivo do poder de monitoramento dos acionistas majoritários pode ser neutralizado por fatores de mercado ou estratégicos. Embora algumas pesquisas sugiram que a concentração de propriedade aumenta o valor das empresas, essa relação não foi confirmada para intangibilidade, possivelmente devido ao tempo que o mercado leva para absorver investimentos em ativos intangíveis. As principais variáveis influenciadoras da intangibilidade foram a concentração de propriedade (CONC), o retorno sobre o ativo (ROA) e o tamanho da empresa (SIZE).

Os ativos intangíveis têm se tornado cada vez mais importantes para o sucesso das empresas, destacando a necessidade de maior esforço acadêmico para aprofundar a compreensão dos fatores determinantes e benefícios desses ativos. Este estudo justifica-se por explorar uma área pouco abordada, apresentando a relação direta entre estrutura de propriedade e intangibilidade em empresas brasileiras de capital aberto. Identificaram-se lacunas que podem ser preenchidas por novas pesquisas, especialmente sobre diferenças de intangibilidade entre empresas com controle privado ou estatal.

Os resultados reforçam o papel estratégico da governança corporativa na criação de valor, especialmente por meio de investimentos em intangíveis. A relação entre concentração de propriedade e intangibilidade sugere que estruturas de governança mais robustas podem promover decisões estratégicas alinhadas à inovação e ao crescimento sustentável. A pesquisa contribui para a literatura ao demonstrar que a qualidade da governança influencia diretamente

a capacidade das empresas em mercados emergentes de gerar valor por meio de intangíveis, o que amplia estudos anteriores sobre governança e desempenho financeiro.

O uso de proxies específicas de governança — concentração de propriedade (CONC), propriedade estatal (STATE), dualidade de classes acionárias (DUAL) e auditoria por empresas Big Four (BIGFOUR) — permitiu uma análise detalhada dos mecanismos de governança. Empresas com participação estatal tendem a investir menos em intangíveis, reforçando que objetivos políticos ou sociais podem desviar recursos de investimentos estratégicos. Por outro lado, empresas auditadas por Big Four mostraram uma associação positiva com investimentos em intangíveis, indicando que maior credibilidade das informações financeiras facilita o acesso a financiamento e incentiva decisões estratégicas voltadas para inovação e diferenciação. A dualidade de classes acionárias teve efeito negativo sobre os investimentos em intangíveis, devido ao desalinhamento de interesses entre acionistas majoritários e minoritários, o que está em linha com a teoria da agência.

O estudo oferece implicações importantes para gestores, investidores e formuladores de políticas públicas. Para gestores, o fortalecimento dos mecanismos de governança pode incentivar investimentos estratégicos em intangíveis, como tecnologia, marca e capital humano, gerando vantagens competitivas sustentáveis. A concentração de propriedade, quando bem administrada, pode alinhar os interesses entre gestores e acionistas, aumentando a capacidade de sustentar vantagens competitivas de longo prazo. Para investidores, empresas com boas práticas de governança tendem a alocar mais recursos em intangíveis, o que pode representar uma estratégia de crescimento sustentável e maior retorno no longo prazo. Para acionistas, o alinhamento de interesses entre acionistas majoritários e minoritários é um fator-chave para aumentar o nível de investimento em intangíveis. Para reguladores e formuladores de políticas públicas, o fortalecimento da proteção ao investidor e o incentivo a práticas de governança mais transparentes podem reduzir o problema de agência e criar um ambiente mais propício para investimentos estratégicos.

O estudo também contribui metodologicamente ao utilizar um modelo de dados em painel para capturar o impacto dinâmico da governança sobre os investimentos em intangíveis. Diferentemente de estudos anteriores que utilizaram dados transversais, a análise com dados em painel permite controlar efeitos não observáveis e captar variações ao longo do tempo, oferecendo um panorama mais completo sobre a relação entre governança e intangibilidade. Os resultados reforçam a relevância da governança corporativa como fator estratégico para criação de valor em mercados emergentes. Empresas com melhor estrutura de governança têm maior capacidade de transformar capital financeiro em ativos intangíveis, gerando vantagens competitivas sustentáveis — um fator crítico para empresas brasileiras, considerando os desafios institucionais e regulatórios do mercado nacional.

Para pesquisas futuras, sugere-se investigar se a relação entre governança e intangibilidade se mantém em diferentes setores econômicos, considerando fatores institucionais e culturais específicos. Também seria interessante explorar o impacto de mecanismos de governança em diferentes tipos de ativos intangíveis, como propriedade intelectual, capital humano e marca. Outras possibilidades incluem a análise de como mudanças regulatórias podem afetar essa relação em mercados emergentes e o estudo do comportamento de empresas de capital fechado em relação a investimentos em intangíveis.

Referências

Akoglu, H. (2018). User's guide to correlation coefficients. *Turkish Journal of Emergency Medicine*, 18(3), 91-93. <https://doi.org/10.1016/j.tjem.2018.08.001>

- Albuquerque Filho, A. R., Barros, D. B. F., Cruz, J. R. M., & Silva, A. S. (2018). Fatores determinantes da intangibilidade em companhias abertas familiares. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 23(2), 37-52. <https://doi.org/10.12979/rcmccuerj.v23i2.39912>
- Albuquerque Filho, A. R., Lima, A. C., Rocha, T. M., & Soares, M. V. (2019). Influência da governança corporativa e da intangibilidade no desempenho das maiores empresas brasileiras. *FACES*, 18(4), 25-43. <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES0V0N0ART6763>
- Andonova, V., & Ruíz-Pava, G. (2016). The role of industry factors and intangible assets in company performance in Colombia. *Journal of Business Research*, 69(10), 4377–4384. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.03.060>
- Appelbaum, S. H., Calla, R., Desautels, D., & Hasan, L. (2017). The challenges of organizational agility: Part 2. *Industrial and Commercial Training*, 49(2), 69-74. <https://doi.org/10.1108/ICT-05-2016-0028>
- Arantes, B. R., Lima, Á. V., & Carvalho, F. A. A. (2012). Um estudo sobre a relação entre ações preferenciais e valor de mercado das empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(2), 181-200. <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/ASAA/article/view/1854>
- Arrighetti, A., Landini, F., & Lasagni, A. (2014). Intangible assets and firm heterogeneity: Evidence from Italy. *Research Policy*, 43(1), 202–213. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2013.07.015>
- Arruda, A. T. F. F. P., & Mazzei, U. S. (2014). Grau de intangibilidade e desempenho econômico-financeiro em empresas do setor de transporte listadas na BM&FBovespa [Anais de evento]. 28º Congresso De Pesquisa E Ensino Em Transportes, Curitiba, ANPET.
- Barajas, A., Shakina, E., & Fernández-Jardón, C. (2017). Acceleration effect of intangibles in the recovery of corporate performance after-crisis. *Research in International Business and Finance*, 42, 1115-1122. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.046>
- Bhaumik, S. K., Estrin, S., & Mickiewicz, T. (2017). Ownership identity, strategy and performance: Business group affiliates versus independent firms in India. *Asia Pacific Journal of Management*, 34(2), 281–311. <https://doi.org/10.1007/s10490-016-9477-9>
- Bomfim, P. R. C. M., Lemos, G. S., & Queiroz, T. P. (2011). Utilização de análise multivariada na avaliação do desempenho econômico-financeiro de curto prazo: uma aplicação no setor de distribuição de energia elétrica. *Revista ADM. MADE*, 15(1), 75-92. <http://revistaadmmade.estacio.br/index.php/admmade/article/view/75>
- Braune, E., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2020). Intangible capital, governance and financial performance. *Technological Forecasting and Social Change*, 154, 119934. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.119934>

Bravo-Urquiza, F., & Moreno-Ureba, E. (2021). Corporate governance and firm performance: A meta-analytic review. *Corporate Governance: An International Review*, 29(1), 10-27. <https://doi.org/10.1111/corg.12345>

Caggese, A., & Pérez-Orive, A. (2022). How stimulative are low real interest rates for intangible capital? *European Economic Review*, 142, 103987. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2021.103987>

Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). The influence of the ownership and control structure on corporate market value in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142-153. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005>

Carvalho, F. M., Kayo, E. K., & Martin, D. M. L. (2010). Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 14(5), 871-889. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552010000500007>

Chen, X., Guo, S., Lin, Y., Feng, N., Song, C., & Wan, H. (2019). Attention-based spatial-temporal graph convolutional networks for traffic flow forecasting. *Proceedings of the AAAI Conference on Artificial Intelligence*, 33(1), 922-929. <https://doi.org/10.1609/aaai.v33i01.3301922>

Chen, N., Goergen, M., & Leung, W. S. (2019). Corporate governance and firm performance: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 56, 293-312. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.02.003>

Claessens, S., & Fan, J. P. H. (2002). Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of Finance*, 3(2), 71-103. <https://doi.org/10.1111/1468-2443.00034>

Crisóstomo, V. L., Brandão, I. F., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Corporate governance, ownership structure, and cash holdings: Evidence from Brazil. *Journal of Business Research*, 110, 136-147. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.017>

Dal Magro, C. B., Dani, A. C., & Klann, R. C. (2019). Remuneração variável no tempo de mandato é a causa do oportunismo dos CEOs? Evidências do gerenciamento de resultados no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(3), 77-92. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i3.42193>

Dancey, C. P., & Reidy, J. (2007). *Statistics without maths for psychology* (5ª ed.). Pearson Education.

Decker, F., Lima, M. A. S., Soares, A. L. V., & Cardoso, T. R. (2013). A relação entre os ativos intangíveis e a rentabilidade das empresas listadas no índice Bovespa. *Revista REUNA*, 18(4), 75-92. <https://revistas.una.br/reuna/article/view/561>

Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177. <https://doi.org/10.1086/261354>

- Devos, Y., Mommaerts, V., & Smets, G. (2022). Risk management recommendations for environmental releases of gene drive modified insects. *Biotechnology Advances*, 54, 107807. <https://doi.org/10.1016/j.biotechadv.2021.107807>
- Dias, V. F. M. B., Nogueira, F. D. M., & Santos, J. G. C. (2021). Concentração acionária e conselho de administração impactam as exportações? *Revista de Administração Mackenzie*, 22(3), 1-29. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF210009>
- Ensslin, S. R., Ritta, C. D. O., & Ensslin, L. (2009). Grau de intangibilidade e retorno sobre investimentos: um estudo entre as 60 maiores empresas do índice Bovespa. *Revista Ciências Sociais em Perspectiva*, 8(14), 101-118. <https://doi.org/10.48075/revistacsp.v8i14.1740>
- Faria, G. G., Alves, R. F., & Ferreira, M. R. (2020). Governança corporativa e a intangibilidade: um estudo em empresas brasileiras não financeiras da B3. *Iberoamerican Journal of Strategic Management*, 19(4), 58-75. <https://doi.org/10.5585/riae.v19i4.16591>
- Ferla, R., Muller, S. H., & Klann, R. C. (2019). Influência dos ativos intangíveis no desempenho econômico de empresas latino-americanas. *Revista Brasileira de Finanças*, 17(1), 35-50. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v17n1.2019.63869>
- Gu, F., & Lev, B. (2011). Overpriced shares, ill-advised acquisitions, and goodwill impairment. *The Accounting Review*, 86(6), 1995-2022. <https://doi.org/10.2308/accr-10131>
- Guo, S., Lin, Y., Feng, N., Song, C., & Wan, H. (2019). Attention-based spatial-temporal graph convolutional networks for traffic flow forecasting. *Proceedings of the AAAI Conference on Artificial Intelligence*, 33(1), 922-929. <https://doi.org/10.1609/aaai.v33i01.3301922>
- Herculano, H. A., & Moura, G. D. (2015). Informação contábil e concentração acionária: análise sob a ótica da persistência e da oportunidade. *Revista Ambiente Contábil*, 7(2), 231-247. <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/5693>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>

Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, measurement, and reporting*. Brookings Institution Press.

Lima, A., Gasparetto, V., Silva, J. R., & Santos, C. D. (2016). Capital structure of behavior in tangible-intensive and intangible-intensive companies valdirene gasparetto. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 8(3), 110-125. <http://doi.org/10.5380/rcc.v8i3.42616>

Luca, M. M. M., Silva, F. A., Oliveira, D. T., & Siqueira, F. S. (2014). Intangible assets and superior and sustained performance of innovative Brazilian firms. *BAR - Brazilian Administration Review*, 11(4), 407-440. <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2014130012>

Machado, J. H., & Famá, R. (2011). Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89-109. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2011v8n16p89>

Machado, E. A., Silva, J. A., Carvalho, F. A., & Santos, V. M. (2009). Destinação de riqueza aos empregados no Brasil: comparação entre empresas estatais e privadas do setor elétrico (2004-2007). *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 110-122. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200008>

Medrado, F., Souza, M. A., Ramos, L. C., & Prado, A. M. (2016). Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(28), 32. <https://doi.org/10.11606/rco.v10i28.119480>

Miranda, K. F., Arruda, F. T., Carvalho, J. S., & Medeiros, P. A. (2013). Ativos intangíveis, grau de inovação e o desempenho das empresas brasileiras de grupos setoriais inovativos. *Revista Gestão Organizacional*, 6(1), 4-17. <https://doi.org/10.22277/rgo.v6i1.1823>

Moura, G. D., Mecking, D. V., & Scarpin, J. E. (2013). Competitividade de mercado, ativos intangíveis e eficiência na combinação dos ativos fixos em companhias abertas listadas na BM&Fbovespa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 32(3), 19-35. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v32i3.18406>

Nascimento, E. M., Santos, A. J., Martins, P. T., & Costa, L. G. (2012). Ativos intangíveis: análise do impacto do grau de intangibilidade nos indicadores de desempenho empresarial. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 31(1), 37-52. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v31i1.10586>

Okimura, R. T., Silveira, A. M., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 1(1), 119-135.

Oliveira, M. O. R., Carvalho, A. S., Santos, M. C., & Arruda, L. S. (2014). Ativos intangíveis e o desempenho econômico-financeiro: comparação entre os portfólios de empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração da UFSM*, 7(4), 678-699. <https://doi.org/10.5902/1983465913552>

Park, K., & Jang, S. (2021). A study of value-relevance and reliability of intangible assets: What do we know from the restaurant industry? *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 47, 104-113. <https://doi.org/10.1016/j.jhtm.2021.03.002>

- Peixoto, F. M., & Buccini, A. R. A. (2013). Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(18), 48-67. <https://doi.org/10.11606/rco.v7i18.55613>
- Peng, M., Sun, S., Pinkham, B., & Chen, H. (2021). The institution-based view as a third leg for a strategy tripod. *Academy of Management Perspectives*, 23(3), 63-81. <https://doi.org/10.5465/amp.2008.32625974>
- Peng, M., Zhang, Z., Zhong, J., & Li, H. (2021). Governance and firm innovation: Evidence from China. *Research Policy*, 50(4), 104071. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2020.104071>
- Perez, M. M., & Famá, R. (2015). Características estratégicas dos ativos intangíveis e o desempenho econômico da empresa. *Unisantia Law and Social Science*, 4(2), 107-123.
- Perez, M. M., & Famá, R. (2006). Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(40), 7-24. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000100002>
- Pinheiro, L. E. T., Ferraz, D. P. R., Rocha, C. S., & Couto, A. P. (2020). Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(41), 3-22. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n41p3>
- Ritta, C. D. O., & Ensslin, S. R. (2010). Investigação sobre a relação entre ativos intangíveis e variáveis financeiras: um estudo nas empresas brasileiras pertencentes ao Índice Ibovespa nos anos de 2007 e 2008 [Anais de evento]. *10º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, USP.
- Roos, G., Pike, S., & Fernstrom, L. (1997). Intellectual capital: Navigating in the new business landscape. *Journal of Intellectual Capital*, 1(1), 12-36.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Sandner, P. G., & Block, J. (2011). The market value of R & D, patents, and trademarks. *Research Policy*, 40(7), 969-985. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2011.04.004>
- Santos, J. G. C. (2015). Evidências dos ativos intangíveis no contexto brasileiro: representatividade, caracterização, percepção de mercado e desempenho. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 7(3), 85-105. <http://doi.org/10.5380/rcc.v7i3.38931>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva Junior, E. A., Fagundes, M. B. B., & Figueiredo, A. M. R. (2021). Economic complexity: A systematic review of literature. *Desafio Online*, 9(1), 116-137. <https://doi.org/10.55028/don.v9i1.10863>

- Silva, A., Souza, T. R., & Klann, R. C. (2017). A Influência dos Ativos Intangíveis na Relevância da Informação Contábil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31), 26-45. <http://doi.org/10.5007/2175-8069.2017v14n31p26>
- Sprenger, K. B., Klann, R. C., Machado, D. A., & Cardoso, S. P. (2017). Intensidades das intangibilidades e desempenhos econômico-financeiros em empresas dos países do GLENIF. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 121-148. <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p121-148>
- Teece, D. J. (2007). Explicando o valor dos ativos intangíveis. *Journal of Intellectual Capital*, 8(1), 123-138. <https://doi.org/10.1108/14691930710715019>
- Tristão, P. A., & Sonza, I. B. (2021). Incremento na alavancagem impulsionado pela adoção do padrão internacional contábil. *Revista de Administração Contemporânea*, 25(4), 1-17. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2021200157.en>
- Villalonga, B. (2004). Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 54(2), 205–230. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2003.07.001>
- Vogt, M., et al. (2016). Relação entre intangibilidade, desempenho econômico e social das empresas listadas na BM&FBovespa. *Gestão & Regionalidade*, 32(95). <https://doi.org/10.13037/gr.vol32n95.2741>
- Yang, J., et al. (2021). Governance and firm innovation. *Research Policy*, 50(4), 104071. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2020.104071>