


## ATIVOS INTANGÍVEIS INFLUENCIAM NO DESEMPENHO FINANCEIRO E NO VALOR DE MERCADO DE COMPANHIAS ABERTAS FAMILIARES?

### *INTANGIBLE ASSETS INFLUENCE FINANCIAL PERFORMANCE AND MARKET VALUE OF FAMILY PUBLICLY TRADED COMPANIES?*


#### **GEOVANNE DIAS DE MOURA**

Universidade Comunitária da Região de Chapecó. **Endereço:** Servidão Anjo da Guarda, 295 | Efapi | 89.809-900 | Chapecó/SC | Brasil.

 <http://orcid.org/0000-0003-0900-5249>  
[geomoura@terra.com.br](mailto:geomoura@terra.com.br)


#### **SUÉLEN APARECIDA BARBOSA**

Universidade Comunitária da Região de Chapecó. **Endereço:** Servidão Anjo da Guarda, 295 | Efapi | 89.809-900 | Chapecó/SC | Brasil.

 <http://orcid.org/0000-0003-3700-768X>  
[suelen.barbosa@unochapeco.edu.br](mailto:suelen.barbosa@unochapeco.edu.br)


#### **NATÁLIA DA SILVA SCHIO**

Universidade Comunitária da Região de Chapecó. **Endereço:** Servidão Anjo da Guarda, 295 | Efapi | 89.809-900 | Chapecó/SC | Brasil.

 <http://orcid.org/0000-0001-7901-3215>  
[n.schio@unochapeco.edu.br](mailto:n.schio@unochapeco.edu.br)

#### **SADY MAZZIONI**

Universidade Comunitária da Região de Chapecó. **Endereço:** Servidão Anjo da Guarda, 295 | Efapi | 89.809-900 | Chapecó/SC | Brasil.

 <http://orcid.org/0000-0002-8976-6699>  
[sady@unochapeco.edu.br](mailto:sady@unochapeco.edu.br)

### **RESUMO**

O estudo objetivou verificar a influência dos ativos intangíveis no desempenho financeiro e no valor de mercado das companhias abertas familiares, listadas na B3. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa. Os dados foram obtidos por meio do Formulário de Referência e do banco de dados Economatica, referentes ao período de 2010 a 2017. Para distinguir as companhias familiares, foi rastreada a cadeia de propriedade até identificar o último acionista controlador. Em relação aos ativos intangíveis, foi calculado, para cada empresa e em cada ano, o percentual em relação ao ativo total. O desempenho financeiro foi analisado por meio do ROA e ROE e o valor de mercado pelo índice *market-to-book* (MTB) e Q de Tobin. Em relação aos ativos intangíveis, os resultados revelaram que equivaliam a aproximadamente 6% do ativo total. Em relação ao desempenho financeiro, os testes de médias evidenciaram que as diferenças no ROA e ROE não são significativas entre as companhias familiares que possuíam maiores e menores

Submissão em 23/01/2019. Revisão em 19/11/2019. Aceito em 02/03/2020. Publicado em 22/04/2020.

investimentos em intangíveis. Todavia, confirmaram que o grupo com maiores percentuais de intangíveis apresentava as maiores médias de MTB e de Q de Tobin. Por fim, a análise multivariada revelou que o nível de intangibilidade é estatisticamente significativo apenas nos modelos referentes ao valor de mercado. Então, concluiu-se que em empresas familiares os intangíveis influenciavam apenas para um maior valor de mercado.

**Palavras-chave:** Ativos intangíveis. Desempenho financeiro. Valor de mercado. Companhias abertas familiares.

## ABSTRACT

*The study aimed to verify the influence of intangible assets on the financial performance and market value of the publicly traded companies listed in B3. For this, a descriptive, documental and quantitative research was carried out. The data were obtained through the Reference Form and the Economática database for the period from 2010 to 2017. To identify the family companies, the chain of ownership was traced until the last controlling shareholder was identified. In relation to intangible assets, the percentage of total assets was calculated for each company and in each year. Financial performance was analyzed through ROA and ROE and market value through the market-to-book (MTB) index and Tobin's Q. In relation to intangible assets, the results showed that they corresponded to approximately 6% of total assets. Regarding financial performance, the means tests showed that the differences in ROA and ROE were not significant among family companies that had larger and smaller investments in intangibles. However, they confirmed that the group with the highest percentages of intangibles had the highest averages of MTB and Q of Tobin. Finally, the multivariate analysis revealed that the level of intangibility was statistically significant only in the models referring to the market value. Then, it was concluded that in family businesses intangibles influenced only to a greater market value.*

**Keywords:** *Intangible assets. Financial performance. Market value. Family publicly traded companies.*

## 1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, tem ocorrido uma mudança fundamental na estrutura das organizações. Enquanto o processo de criação de valor em empresas mais tradicionais e conservadoras baseou-se principalmente em ativos físicos e fatores de produção tradicionais, como propriedade, matérias-primas, instalações de produção e de trabalho, a adição de valor em organizações mais modernas foi conseguida por meio de combinações de ativos físicos e intangíveis, tais como inovações, tecnologias da informação e comunicação e qualidade dos recursos humanos (Moeller, 2009).

Ativos intangíveis são os recursos imateriais que auxiliam no processo de produção, são necessários para a criação e venda de produtos e processos novos ou melhorados, representam vantagem competitiva e melhoram o desempenho financeiro. Eles podem ser gerados internamente (a exemplo de projetos, planos, marca de capital, software interno e projetos de construção) ou adquiridos externamente, na forma de licenças de tecnologia, patentes e direitos autorais, competências econômicas adquiridas por meio de compras e serviços de consultorias (Arrighetti, Landini, & Lasagni, 2014).

Ativos intangíveis como reputação, patentes ou *know-how* são difíceis de serem copiados ou imitados, pois, além de serem protegidos por direitos de propriedade legais, também são caracterizados por altos níveis de especificidade que impedem a compra fácil de ativos similares nos mercados (Andonova & Ruíz-Pava, 2016). Carmeli (2001) menciona que, ao contrário dos

ativos tangíveis, os intangíveis são muito difíceis de serem copiados e praticamente inimitáveis. Além disso, destaca que, à medida que a sociedade se torna uma coletividade de serviços, de crescente sofisticação, em que o conhecimento e a informação são os pilares do crescimento dos negócios, a importância dos recursos intangíveis será cada vez maior.

Autores como Carmeli e Tishler (2004), Galbreath e Galvin (2008) e Andonova e Ruíz-Pava (2016) destacam que a vantagem competitiva de uma empresa se baseia principalmente na posse de recursos raros e valiosos que não podem ser copiados pelos concorrentes. Salientam que os ativos intangíveis possuem essas características e por isso podem contribuir para um aumento substancial do desempenho financeiro e do valor de mercado das empresas.

Nesse sentido, no cenário atual, mais do que no passado, os gestores das empresas – públicas, familiares, não familiares, com ou sem fins lucrativos, por exemplo – estão encontrando dificuldades para lidar com um ambiente cada vez mais incerto. Por consequência, estão chegando à conclusão de que as regras mudaram e precisam de diferenciais, como ativos intangíveis, a fim de superar concorrentes e elevar o desempenho (Arrighetti *et al.*, 2014; Carmeli & Tishler, 2004).

A relação entre ativos intangíveis, desempenho e valor de mercado, segundo Arrighetti *et al.* (2014), tem sido investigada com maior intensidade em empresas de países mais desenvolvidos, como Estados Unidos, Japão, Itália, Reino Unido, Finlândia e Holanda. A maioria dessas pesquisas, tais como as de Hall, Jaffe e Trajtenberg (2005), Greenhalgh e Rogers (2006), Surroca, Tribó e Waddock (2010), Sandner e Block (2011), Arrighetti *et al.* (2014), Andonova e Ruíz-Pava (2016) e Barajas, Shakina e Fernández-Jardón (2017) têm apresentado provas empíricas de que os intangíveis realmente contribuem positivamente para o aumento do desempenho, bem como para uma maior valorização das empresas frente ao mercado de capitais.

No entanto, no caso particular dos países emergentes (ou em desenvolvimento), as evidências ainda são bastante controversas (Moura, Mecking, & Scarpin, 2013; Andonova & Ruíz-Pava, 2016). No Brasil, enquanto alguns estudos identificaram influência positiva dos ativos intangíveis no desempenho financeiro e no valor de mercado, como Perez e Famá (2006), Rojo, Sousa e Trento (2012), Decker, Ensslin, Reina e Reina (2013), Oliveira, Schossler, Campus e Luce (2014) e Medrado, Cella, Pereira e Dantas (2016), outros não encontraram relações, caso de Carvalho, Kayo e Martin (2010), Nascimento, Oliveira, Marques e Cunha (2012) e Miranda, Vasconcelos, Silva Filho, Santos e Maia (2013). Sendo assim, este assunto ainda apresenta lacunas que requerem investigações no cenário brasileiro.

Deste modo, o estudo contribui para esta lacuna de pesquisa constatada na revisão da literatura e, com base no exposto, a questão-problema que orienta este estudo é: Qual a influência dos ativos intangíveis no desempenho financeiro e no valor de mercado de companhias abertas familiares? Assim, o objetivo geral do estudo é verificar a influência dos ativos intangíveis no desempenho financeiro e no valor de mercado das companhias abertas familiares listadas na B3.

Ressalta-se também que o número de estudos empíricos sobre ativos intangíveis, desempenho financeiro e valor de mercado, especificamente em empresas familiares ainda é reduzido, apesar desse tipo de empresa desempenhar papel importante no desenvolvimento e crescimento econômico dos países. Nessa linha, Shim e Okamura (2011) destacam que, mesmo as empresas familiares sendo o tipo dominante em todo o mundo, poucas investigações são realizadas sobre elas.

Feito-Ruiz e Menéndez-Requeijo (2010) descrevem que empresas familiares têm, em comparação com as não familiares, distintos relacionamentos internos, diferenças de assimetrias de informação e uma mobilização diferente de recursos. Por um lado, a seleção adversa resultante e o oportunismo podem favorecer o lado ruim do altruísmo, permitindo nepotismo e entrincheiramento, o que agravaria problemas de gestão (Villalonga & Amit, 2006; Peng & Jiang, 2010; Liu, Yang & Zhang, 2012); mas, por outro, a propriedade familiar favorece relacionamentos fortes com diversos *stakeholders*, aplicação eficiente do capital, parcimônia em momentos de crise e escassez de recursos e cuidados com a reputação e visão de longo prazo, o que poderia reduzir problemas de gestão (Anderson & Reeb, 2003; Feito-Ruiz & Menéndez-Requeijo, 2010; Cai, Luo

& Wan, 2012; Liu, Yang & Zhang, 2012).

Portanto, analisar a influência dos ativos intangíveis no desempenho de companhias abertas familiares é relevante e original. Ademais, ao verificar a existência de relação entre essas variáveis, o estudo contribui, não apenas de maneira teórica, mas também de forma empírica.

## 2 ATIVOS INTANGÍVEIS, DESEMPENHO FINANCEIRO E VALOR DE MERCADO

É de suma relevância avaliar o desempenho financeiro e o valor de mercado, considerando que tal processo objetiva auxiliar os gestores na análise de estratégias tomadas, sendo possível medir o grau de eficiência da própria gestão e de todas as ações da empresa de modo geral (Nascimento *et al.*, 2012). Na busca por melhor desempenho e valorização de mercado, Perez e Famá (2015) destacam que a globalização e os avanços tecnológicos intensificam a concorrência entre as empresas, incentivando-as a se diferenciarem de seus concorrentes.

Nesse sentido, a vantagem competitiva, quando baseada apenas em ativos tangíveis, pode ser de curta duração. Isso ocorre porque os ativos tangíveis sempre estão sujeitos a ameaças de imitação e substituição. Então, se as empresas não forem capazes de criar capacidades específicas e competências exclusivas, ficarão sujeitas à perda de competitividade. Ou seja, a vantagem competitiva de uma empresa depende fundamentalmente da posse de recursos raros e valiosos, que sejam difíceis de imitar e substituir, características presentes nos ativos intangíveis (Andonova & Ruíz-Pava, 2016).

Assim, uma das principais razões para o crescimento da importância dos ativos intangíveis é que são diferenciados e muitas vezes exclusivos, enquanto os ativos tangíveis, de certa forma, são fáceis de serem obtidos. Por isso, os intangíveis são importantes garantidores de vantagens em negociações, valiosos, raros e inimitáveis, concedendo inclusive maiores benefícios econômicos futuros (Kayo, Kimura, Martin, & Nakamura, 2006).

Os ativos intangíveis frequentemente possuem muitos dos atributos necessários para se tornarem fonte de vantagem competitiva. Assim, ativos como reputação, licenças, marcas, patentes e concessões, além de serem protegidos por direitos legais de propriedade, são caracterizados por altos níveis de especificidade que dificultam a compra, por parte de concorrentes, de recursos similares nos mercados ou, então, a imitação (Arrighetti *et al.*, 2014).

Na literatura, o termo ativo intangível muitas vezes tem sido utilizado como sinônimo de recursos intangíveis, intelectuais, invisíveis, sem forma ou existência física, recursos incorpóreos, entre outros (Devalle, Rizzato & Busso, 2016; Moura, Dalchiavon, Scheren, & Zanin, 2018; Tsai, Lu & Yen, 2012). O CPC 04 (R1) (2010, p. 6) define ativo intangível como “um ativo não monetário identificável sem substância física”. Além disso, um intangível satisfaz a definição do Pronunciamento CPC 04 (R1) (2010) somente se for identificável, controlado pela empresa e gerador de benefício econômico.

O critério de identificação é aceito se o intangível for separável e se resultar de direitos contratuais ou outros direitos legais. No tocante ao controle, segundo o CPC 04 (R1) (2010, p. 7), a entidade o possui “quando detém o poder de obter benefícios econômicos futuros gerados pelo recurso subjacente e de restringir o acesso de terceiros a esses benefícios”. Quanto aos benefícios econômicos futuros, conforme o CPC 04 (R1) (2010, p. 8), “podem incluir a receita da venda de produtos ou serviços, redução de custos ou outros benefícios resultantes do uso do ativo pela entidade”.

De modo geral, os intangíveis são recursos imateriais que auxiliam nos processos produtivos e são necessários para a criação e venda de produtos. Podem ser gerados internamente, tais como projetos, marcas, softwares internos e projetos de construção, ou adquiridos externamente, como licenças de tecnologia, patentes e direitos autorais, concessões e competências econômicas adquiridas por meio de compras de serviços de gestão e consultorias (Arrighetti *et al.*, 2014; Devalle *et al.*, 2016).

Como exemplos de ativos intangíveis o CPC 04 (R1) (2010) descreve softwares, patentes, direitos autorais, listas de clientes, franquias, relacionamentos com clientes ou fornecedores, fidelidade de clientes, participação no mercado e direitos de comercialização. Todavia, alerta para o fato de que, se um item abrangido pelo Pronunciamento não atender à definição de ativo intangível, o gasto para sua aquisição ou geração interna deve ser reconhecido como despesa.

No Brasil, ao investigar um conjunto de companhias abertas que apresentaram informações financeiras à BM&FBovespa e à NYSE nos anos de 2006 e 2007, Ritta, Ensslin e Ronchi (2010) verificaram que dentre os intangíveis divulgados nas demonstrações contábeis destacaram-se o ágio presente em 74,94% delas, os softwares em 15% e os direitos contratuais em 8,66%. Cunha *et al.* (2011) investigaram 40 companhias abertas listadas na Bovespa e identificaram que nos anos 2005, 2007 e 2009 os ativos intangíveis mais evidenciados pelas companhias foram os softwares, presentes em 72% delas, o ágio em 37,5% e as marcas e patentes em 30%.

Moura e Varela (2014) demonstraram que no ano de 2009, dentre os intangíveis evidenciados pelas 260 companhias abertas da amostra, destacaram-se principalmente os softwares, divulgados por 85% delas, e o ágio sobre investimentos, evidenciado por 49% das empresas. Contratos de concessão e marcas e patentes também se mostraram relevantes, sendo evidenciados por 36% e 31% das empresas, respectivamente. Zittei, Moura e Hein (2015) investigaram 192 companhias abertas no ano de 2010 e demonstraram que, dentre os intangíveis evidenciados, se destacaram os softwares, evidenciados por 78%, as marcas e patentes por 39% delas, ágio sobre investimentos por 39% e contratos de concessão por 36%.

Esses estudos sinalizam que os intangíveis de maior destaque nas companhias abertas brasileiras são os *softwares* e o ágio, bem como marcas e patentes e contratos de concessão. Tais ativos são exemplos de intangíveis que possuem características únicas e podem auxiliar as empresas brasileiras a obter vantagens de mercado e aumento do desempenho e do valor de mercado no comparativo com outras empresas.

No que se refere à influência dos intangíveis no desempenho, enquanto algumas pesquisas evidenciaram que os intangíveis não influenciam o desempenho ou o valor de mercado das empresas, outras demonstraram que existe associação entre intangíveis, desempenho e valor de mercado.

Como exemplo de estudos que não identificaram essa relação, pode-se citar Carvalho *et al.* (2010), que investigaram 228 companhias abertas da Bovespa no período de 1996 a 2007, constatando que os ativos intangíveis das empresas não contribuíam para um desempenho superior e persistente.

St-Pierre e Audet (2011) pesquisaram 267 pequenas e médias empresas canadenses no período de 2000 a 2007 e constataram que nem todos os tipos de intangíveis influenciavam no desempenho. Outro exemplo é o estudo de Nascimento *et al.* (2012) que pesquisaram doze empresas brasileiras do setor de telecomunicações e cinco do setor de tecnologia da informação no ano de 2008 e também não encontraram desempenho superior em empresas com maiores investimentos em intangíveis.

Autores como Carvalho *et al.* (2010), Nascimento *et al.* (2012) e Miranda *et al.* (2013) descrevem que no Brasil a maioria das companhias abertas atuam em setores mais intensivos em capital tangível do que intangível. Também relatam que ainda há nas empresas brasileiras maior valorização dos tangíveis e menores investimentos em intangíveis, em comparação com empresas de outros países, como os Estados Unidos, por exemplo, o que justificaria a falta de relação entre intangibilidade e desempenho.

Como exemplo de estudos que identificaram relação entre intangíveis e desempenho, pode-se citar Oliveira, Rodrigues e Craig (2010), que pesquisaram empresas portuguesas no período de 1998 a 2008 e constataram que o ágio reportado e outros ativos intangíveis estavam altamente associados ao preço das ações. Decker *et al.* (2013) investigaram se existia relação entre os ativos intangíveis e a rentabilidade das empresas listadas no Índice Bovespa no período de 2006 a 2011

e os resultados encontrados evidenciaram que o grau de intangibilidade das empresas intangíveis-intensivas foi superior ao das empresas tangíveis-intensivas.

Durante o período de 2003 a 2008, Oliveira *et al.* (2014) compararam o desempenho de dois portfólios: um composto pelas empresas com elevada proporção de intangibilidade e o outro relativo às empresas que possuíam pequena proporção de intangibilidade. Os resultados demonstraram que o portfólio de empresas com maior proporção de intangibilidade apresentava desempenho superior na grande maioria dos períodos e indicadores avaliados.

Medrado *et al.* (2016) pesquisaram um conjunto de companhias abertas do índice IBrX 100 da BM&FBovespa no período de 2008 a 2014 e encontraram associação positiva e significativa entre o nível de intangibilidade e o grau de valorização das ações. Barajas *et al.* (2017) investigaram 1.600 companhias abertas europeias no período de 2004 a 2013 e verificaram que os intangíveis constituíam vantagens exclusivas para as empresas e as tornavam mais competitivas, contribuindo para maior velocidade de recuperação e obtenção de desempenho superior em períodos pós-crise.

Miranda *et al.* (2013) analisaram a influência dos intangíveis no desempenho e no valor de mercado de uma amostra composta por 174 empresas brasileiras compreendendo os anos de 2008 e 2009 e os resultados indicaram que os investimentos em intangíveis não apresentavam relação com o desempenho, mas, por outro lado, influenciavam no valor de mercado.

De modo geral, os autores alegam que os intangíveis são uma valiosa fonte de vantagem competitiva, contribuindo para o aumento do desempenho, e que o mercado valoriza empresas que apresentam dentre as suas características o investimento em conhecimento, marcas, novas tecnologias e outros intangíveis. De acordo com Medrado *et al.* (2016), a valorização advém da percepção de que os ativos tangíveis, pela sua disponibilidade no mercado, produzem o retorno pela média, enquanto que aos intangíveis fica a incumbência de gerar um retorno acima da média.

É possível identificar, na literatura, estudos que sugerem que os intangíveis contribuem para um maior desempenho e valor de mercado. No entanto, essa não é uma conclusão única, pois também existem pesquisas cujos achados evidenciam que não há efeito dos intangíveis sobre o desempenho e o valor de mercado. Assim, tal relação permanece uma lacuna que esta pesquisa pretende ajudar a preencher.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atender ao objetivo proposto, realizou-se pesquisa descritiva, análise documental e abordagem quantitativa dos dados. A população foi composta pelo conjunto de companhias abertas familiares listadas na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão. As companhias que exerciam atividades financeiras foram excluídas da amostra em razão das peculiaridades do setor, que poderiam causar vieses nos cálculos das variáveis de desempenho. Também foram excluídas as que não possuíam informações necessárias para o cálculo de todas as variáveis. Após esses procedimentos, a amostra final foi composta por 122 companhias abertas familiares.

Para identificar essas empresas na B3, foi utilizada a metodologia de La Porta, Lopez de Silanes e Shleifer (1999), que rastrearam a cadeia de propriedade até identificar o último acionista controlador. Os autores consideraram como último acionista controlador quem, de forma direta ou indireta, possuía o controle da companhia da amostra pesquisada. Foi considerada como familiar qualquer empresa em que uma família ou um indivíduo era o proprietário final (em termos de direitos de voto), com participação mínima de 10%. Os mesmos procedimentos foram adotados nesta pesquisa.

As informações sobre o acionista controlador foram coletadas manualmente em cada ano (2010-2017), para cada empresa da amostra, nos Formulários de Referência: Seção 6.3 – Breve histórico; Seção 8.1 – Descrição do grupo econômico; Seção 15.2 – Posição acionária; Seção 15.4 – Organograma dos acionistas; Seção 15.5 – Acordo de acionistas.

Em relação aos ativos intangíveis, foi calculado para cada empresa, em cada ano, o percentual dos ativos intangíveis em relação ao ativo total, assim como nos estudos de Oliveira *et*

al. (2010), Ritta *et al.* (2010), Moura *et al.* (2013), Arrighetti *et al.* (2014) e Medrado *et al.* (2016). Os dados foram obtidos por meio do banco de dados Economática e são referentes ao período de 2010 a 2017. Adotou-se como marco inicial o ano de 2010 por ele de constituir o período inicial de adoção plena das normas internacionais de contabilidade (IFRS) no Brasil.

Após o cálculo da intangibilidade, a exemplo do praticado nos estudos de Perez e Famá (2006), Decker *et al.* (2013) e Oliveira *et al.* (2014), as empresas foram divididas pela mediana em dois grupos: a) maiores percentuais de intangibilidade (61 companhias); b) menores percentuais de intangibilidade (61 companhias). Ou seja, um grupo de empresas que apresentavam percentuais de intangibilidade maiores que a mediana amostral e outro que apresentavam percentuais abaixo da mediana.

O desempenho foi analisado por meio do índice de retorno sobre os ativos (ROA), assim como nos estudos similares de Carvalho *et al.* (2010), St-Pierre e Audet (2011), Nascimento *et al.* (2012), Decker *et al.* (2013) e Andonova e Ruíz-Pava (2016), e do índice de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), conforme Nascimento *et al.* (2012), Decker *et al.* (2013) e Miranda *et al.* (2013). Para o cálculo do ROA, foi utilizado o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (Ebitda), para que seja possível avaliar o lucro apenas referente ao negócio (Ebitda/Ativo total). O ROE foi calculado pela divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido. Os dados foram obtidos por meio do banco de dados Economática e são referentes ao período de 2010 a 2017.

O valor de mercado foi analisado pelo índice *market-to-book* (MTB), procedimento utilizado nos estudos similares de Oliveira *et al.* (2010) e Medrado *et al.* (2016), e pelo Q de Tobin, conforme Carvalho *et al.* (2010) e Surroca *et al.* (2010). O MTB foi calculado por meio da razão entre o valor de mercado e o valor do patrimônio líquido (valor de mercado/patrimônio líquido). O Q de Tobin foi calculado pela razão entre o valor de mercado dos ativos e seu custo de reposição. O valor de mercado corresponde à soma do valor contábil do exigível mais o valor de resgate das ações preferenciais mais o valor de mercado das ações ordinárias; e o custo de reposição é substituído pelo valor dos ativos totais. Esses dados também foram obtidos por meio do banco de dados Economática e são referentes ao período de 2010 a 2017.

Em seguida, foram coletados os dados das variáveis de controle, ou seja, de outros fatores que também podem influenciar no desempenho das empresas. As variáveis, suas respectivas métricas e os autores de base são apresentados no Figura 1.

Variável	Métrica	Banco de dados	Autores de base
Endividamento	(Passivo circulante + Passivo não circulante)/ Ativo total	Economática	Surroca <i>et al.</i> (2010); Astawa, Sudika e Yuliarini (2015).
Liquidez geral	(Ativo Circulante + Realizável a Longo Prazo)/ (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante)	Economática	Arrighetti <i>et al.</i> (2014).
Tamanho da empresa	Logaritmo natural do valor contábil dos ativos totais da empresa	Economática	Surroca <i>et al.</i> (2010); Medrado <i>et al.</i> (2016).
Crescimento da empresa	Taxa de crescimento dos ativos	Economática	Arrighetti <i>et al.</i> (2014); Astawa <i>et al.</i> (2015).

**Figura 1.** Variáveis de controle da pesquisa

Fonte: Elaboração própria.

Observa-se no Figura 1 que as variáveis de controle utilizadas foram endividamento, liquidez geral, tamanho e crescimento da empresa:

a) Endividamento: pode exercer um efeito disciplinador, capaz de contribuir para a melhora do desempenho da empresa, por isso maiores níveis de endividamentos podem estar relacionados com maior desempenho (Surroca *et al.*, 2010; Astawa *et al.*, 2015);

b) Liquidez: também pode influenciar no desempenho da empresa, tendo em vista que pode refletir habilidades superiores na utilização de recursos, bem como para a obtenção de novos ativos vinculados a empreendimentos que geram maiores receitas (Arrighetti *et al.*, 2014);

c) Tamanho da empresa: variável importante que também pode influenciar no desempenho, pois grandes empresas têm maior capacidade de gerar caixa e explorar economias de escala, podendo ser mais eficazes na proteção de suas ações do que empresas menores. Além disso, grandes empresas também são capazes de suportar uma parcela maior de incerteza associada aos investimentos em comparação com empresas menores (Surroca *et al.*, 2010; Medrado *et al.*, 2016);

d) Crescimento: o desempenho das empresas pode ser influenciado por suas oportunidades de crescimento, haja vista que as empresas em crescimento poderão ter um desempenho melhor continuamente (Arrighetti *et al.*, 2014; Astawa *et al.*, 2015).

Após a coleta dos dados, realizou-se a análise, utilizando-se de estatística descritiva, Teste-t de Student, para comparação de médias do desempenho entre o grupo que possuía maiores percentuais de intangibilidade e com menores percentuais. Além disso, utilizou-se a regressão linear múltipla para verificar a influência dos ativos intangíveis no desempenho financeiro e no valor de mercado das companhias abertas familiares.

Ressalta-se que antes da aplicação do Teste-t foram observados os pressupostos descritos por Spiegel (1993) como necessários: normalidade dos dados, verificada por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov; e homogeneidade de variâncias, verificada por meio do teste de Levene. No caso da regressão linear, foram observados os pressupostos de normalidade, também por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov; multicolinearidade, por meio do fator de inflação de variância – VIF e Tolerance; homocedasticidade, por meio do teste de Pesarán-Pesarán; e ausência de autocorrelação serial, por meio do teste de Durbin-Watson.

#### 4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção apresenta a descrição e a análise dos dados. Inicialmente, realizou-se a análise dos percentuais médios dos ativos intangíveis em relação aos ativos totais das companhias familiares e não familiares do período de 2010 a 2017. Em seguida, apresentam-se os indicadores de ROA e ROE médios e os indicadores de *Market-to-book* e Q de Tobin médios. Por fim, são apresentados os coeficientes das regressões que possibilitam analisar a influência dos ativos intangíveis no desempenho e no valor de mercado das companhias da amostra.

Na Tabela 1 estão expostos os dados sobre a representatividade dos ativos intangíveis das companhias familiares da amostra no período de 2010 a 2017.

Tabela 1

#### Representatividade dos intangíveis das companhias familiares da amostra no período de 2010 a 2017

Período	Número de empresas da amostra	Valores médios dos ativos intangíveis	Percentuais médios dos intangíveis em relação aos ativos totais
2010	122	446.688,28	6
2011	122	440.824,86	6
2012	122	335.415,95	5
2013	122	430.319,29	6
2014	122	456.696,19	6
2015	122	509.153,25	6
2016	122	493.785,27	6
2017	122	510.698,47	5
<b>2010 a 2017</b>	<b>976</b>	<b>452.947,69</b>	<b>6</b>

Fonte: Dados da pesquisa.



Tabela 1 demonstra que, de maneira geral, os valores médios dos intangíveis nas companhias abertas familiares equivaliam a R\$ 452.947,69 no período de 2010 a 2017. Em 2010, primeiro ano da análise, o valor médio era R\$ 446.699,28, tendo reduzido em 2011 e 2012, elevando-se novamente em 2013 e 2014 e alcançando R\$ 509.153,25 em 2015. No ano de 2016, o valor médio reduziu outra vez e em seguida, em 2017, atingiu o valor médio mais elevado do período, equivalente a R\$ 510.698,47.

Quanto aos percentuais médios dos intangíveis em relação aos ativos totais, é possível verificar que não ocorreram grandes oscilações. O percentual médio, equivalente a 6% no ano de 2010 manteve-se até 2012, quando, então, reduziu para 5%. Elevou-se novamente para 6% em 2013 e manteve-se estável até 2017, último ano da análise, quando reduziu outra vez para 5%.

O percentual médio do período (6%) é inferior ao encontrado por Ritta *et al.* (2010), que investigaram a representatividade dos intangíveis no ativo total de um conjunto de empresas que apresentaram informações financeiras à BM&FBovespa e à NYSE nos anos de 2006 e 2007 e que obtiveram um índice médio de representatividade equivalente a 12%. Também é inferior ao de Medrado *et al.* (2016), que analisaram um conjunto de empresas participantes do índice IBrX 100 da BM&FBovespa no período de 2008 a 2014 e encontraram um percentual médio de 15,89%, e inferior ao de Moura *et al.* (2018), que investigaram uma amostra de companhias abertas listadas na B3 no período de 2010 a 2016 e constataram que a proporção dos intangíveis, de modo geral, equivalia a aproximadamente 12% dos ativos totais.

É importante destacar que a diferença de resultados pode ser decorrente dos critérios de formação da amostra, todavia, ao comparar os resultados, constata-se que as empresas familiares da amostra apresentaram percentuais médios de ativos intangíveis inferiores aos identificados em outros tipos de amostras. Sendo assim, acredita-se que as empresas familiares tendem a ser mais conservadoras quanto a esse tipo de investimento.

Para verificar se havia diferenças estatisticamente significativas entre o desempenho do grupo de empresas que possuíam maior proporções de intangíveis no ativo total e o grupo com menores proporções, calculou-se o Teste-t. Os resultados são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2

**Teste de médias para o desempenho associado às companhias familiares que possuíam maiores e menores percentuais de ativos intangíveis**

PERÍODO	ROA		Teste-t		ROE		Teste-t	
	> Intang	< Intang	t	Sig	> Intang	< Intang	t	Sig
2010	8,77	6,54	1,43	0,15	16,92	14,69	0,85	0,40
2011	7,39	6,16	1,17	0,24	15,31	12,54	1,37	0,17
2012	7,58	5,49	1,58	0,12	13,88	10,66	1,36	0,17
2013	6,35	8,07	-1,09	0,27	13,30	13,54	-0,09	0,93
2014	6,49	7,01	-0,35	0,72	12,19	12,93	-0,30	0,77
2015	6,63	6,57	0,04	0,97	14,68	14,71	-0,01	0,99
2016	6,62	7,48	-0,43	0,66	15,40	12,14	1,10	0,27
2017	6,53	7,38	-0,54	0,59	14,34	14,29	0,02	0,99
<b>2010-2017</b>	<b>7,04</b>	<b>6,85</b>	<b>0,36</b>	<b>0,72</b>	<b>14,51</b>	<b>13,18</b>	<b>1,37</b>	<b>0,17</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

No que se refere à média geral do período de 2010 a 2017, observa-se na Tabela 2 que o grupo de companhias familiares que possuíam maiores percentuais de ativos intangíveis se destacou com a maior média de ROA (7,04) e ROE (14,51). No entanto, os resultados do teste-t demonstram que tais diferenças nas médias não são estatisticamente significantes entre os dois grupos.

Especificamente em relação ao ROA, é possível perceber que, apesar da média geral ser superior no grupo com maiores percentuais de intangíveis, em quatro dos oito anos analisados, ou seja, em 2013, 2014, 2016 e 2017, as médias do ROA foram mais elevadas no outro grupo, aquele com menores percentuais de intangíveis. Então, no período investigado, o ROA de um grupo não foi superior ao ROA do outro de forma constante nem de forma significativa.

No caso do ROE, no período de 2010 a 2012 as médias foram superiores no grupo com maiores percentuais de intangíveis entre 2013 e 2015 as médias foram inferiores nesse grupo e de 2016 a 2017 voltaram a ser superiores. Portanto, outra vez, um grupo não superou o outro de forma constante e significativa.

Assim, em relação ao desempenho, os resultados foram similares aos de Carvalho *et al.* (2010) que investigaram 228 companhias abertas da Bovespa de 1996 a 2007 e constataram que os ativos intangíveis das empresas não contribuíam para um desempenho superior e persistente. Também estão alinhados aos de St-Pierre e Audet (2011), que pesquisaram 267 pequenas e médias empresas canadenses de 2000 a 2007 e constataram que nem todos os tipos de intangíveis influenciavam no desempenho

Achados equivalentes foram feitos ainda por Nascimento *et al.* (2012), que pesquisaram doze empresas brasileiras do setor de telecomunicações e cinco do setor de tecnologia da informação no ano de 2008 e também não encontraram desempenho superior em empresas com maiores investimentos em intangíveis, e por Miranda *et al.* (2013), que analisaram 174 empresas brasileiras, compreendendo os anos de 2008 e 2009, cujos resultados indicaram que os investimentos em intangíveis não apresentavam relação com o desempenho, somente com o valor de mercado.

Esses autores relatam que no Brasil a maioria das companhias abertas atuam em setores mais intensivos em capital tangível do que intangível. Além disso, ainda há, nas empresas brasileiras, maior valorização dos tangíveis e menores investimentos em intangíveis, quando se comparam empresas de outros países, como os Estados Unidos, o que justificaria as empresas que possuem maior intangibilidade não apresentarem desempenho superior.

Para verificar se havia diferenças estatisticamente significativas entre o valor de mercado do grupo de empresas que possuíam maiores proporções de intangíveis e o grupo com menores proporções, outra vez, calculou-se o Teste-t. Os resultados são descritos na Tabela 3.

Tabela 3

**Teste de médias para o valor de mercado associado às companhias familiares que possuíam maiores e menores percentuais de ativos intangíveis**

PERÍODO	MTB		Teste-t		Q de Tobin		Teste-t	
	> Intang	< Intang	t	Sig	> Intang	< Intang	t	Sig
2010	2,07	1,43	1,57	0,12	1,05	0,67	2,91	<b>0,00</b>
2011	1,61	1,10	1,91	<b>0,06</b>	0,93	0,61	2,59	<b>0,01</b>
2012	1,92	1,22	2,19	<b>0,03</b>	1,11	0,68	2,82	<b>0,01</b>
2013	1,68	1,34	1,09	0,28	1,04	0,68	2,52	<b>0,01</b>
2014	1,59	1,06	2,10	<b>0,04</b>	0,95	0,59	3,08	<b>0,00</b>
2015	1,43	0,91	2,01	<b>0,05</b>	0,83	0,50	3,01	<b>0,00</b>
2016	1,07	0,62	2,08	<b>0,04</b>	0,73	0,48	2,16	<b>0,03</b>
2017	1,03	0,81	0,97	0,34	0,79	0,55	1,83	<b>0,07</b>
<b>2010-2017</b>	<b>1,55</b>	<b>1,06</b>	<b>4,73</b>	<b>0,00</b>	<b>0,93</b>	<b>0,59</b>	<b>7,30</b>	<b>0,00</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 3, em relação à média geral do período de 2010 a 2017, que mais uma vez o grupo de companhias familiares que possuíam maiores percentuais de ativos intangíveis se destacou e apresentou a maior média de MTB (1,55) e de Q de Tobin (0,93). Porém, para os

indicadores de valor de mercado, os resultados do teste-t demonstram que as diferenças nas médias são estatisticamente significantes entre os dois grupos, confirmando que o valor de mercado realmente é superior.

Especificamente no tocante ao MTB, além da maior média geral, o grupo com maiores percentuais de intangíveis possuía maiores indicadores em todos os anos do período analisado, sendo que em cinco dos oito anos os coeficientes dos teste-t foram significativos, confirmando que as médias são superiores.

Quanto ao Q de Tobin, os resultados foram ainda mais expressivos, tendo em vista que o grupo com maiores percentuais de intangíveis possuía maiores indicadores e nos oito anos os coeficientes dos teste-t foram significativos, também confirmando que as médias são superiores.

Desse modo, outra vez, os resultados se assemelham aos de Miranda *et al.* (2013), que também constataram que os investimentos em intangíveis não apresentavam relação com o desempenho, mas que, por outro lado, apresentavam relação com o valor de mercado das empresas. Também se encontram alinhados aos de Medrado *et al.* (2016), que pesquisaram um conjunto de companhias abertas do índice IBrX 100 da BM&FBovespa de 2008 a 2014 e encontraram associação positiva e significativa entre o nível de intangibilidade e o grau de valorização das ações.

Esses autores descrevem que o mercado valoriza as empresas que apresentam dentre as suas características investimento em conhecimento, marcas, novas tecnologias e outros intangíveis de um modo geral. De acordo com Medrado *et al.* (2016), a valorização advém da percepção de que os ativos tangíveis, por sua disponibilidade no mercado, produzem o retorno pela média, enquanto que aos intangíveis fica a incumbência de gerar um retorno acima da média.

Na Tabela 4 apresentam-se os resultados da análise multivariada (regressões lineares múltiplas), que possibilitaram verificar o poder preditivo dos intangíveis no desempenho e no valor de mercado das companhias familiares da amostra.

Tabela 4

#### **Coefficientes da equação da influência dos intangíveis no desempenho e no valor de mercado das companhias da amostra**

<i>Variáveis</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>MTB</i>	<i>Q de Tobin</i>
(Constante)	<b>15,82*</b>	<b>18,18*</b>	<b>1,10**</b>	<b>0,37*</b>
Percent_Intang	0,07	0,14	<b>0,07**</b>	<b>0,05*</b>
Endividamento	<b>9,13*</b>	<b>3,21**</b>	0,07	<b>0,72*</b>
LiqGeral	<b>0,17***</b>	<b>0,62*</b>	0,03	<b>0,02**</b>
LogTam	<b>2,39*</b>	0,02	<b>0,40*</b>	<b>0,12*</b>
Crescim	0,02	0,01	<b>0,02***</b>	<b>0,01*</b>
R-quadrado ajustado	0,20	0,13	0,20	0,24
F-Anova	<b>51,08*</b>	<b>7,75*</b>	<b>13,94*</b>	<b>61,20*</b>
VIF/Tolerance	< 10	< 10	< 10	< 10
Durbin Watson	1,82	1,79	1,93	1,93

\* Significativo a 1%; \*\* Significativo a 5%; \*\*\* Significativo a 10%.

Fonte: dados da pesquisa.

Nota-se, na Tabela 4, que os R<sup>2</sup> ajustados ficaram entre 13% e 24%, sendo similares aos registrados em pesquisas anteriores da mesma natureza, como por exemplo a de Surroca *et al.* (2010), que apresentaram regressões com R<sup>2</sup> de 11%, 15% e 23%; St-Pierre e Audet (2011), que se basearam em regressões com R<sup>2</sup> de 12%, 17% e 26%; e Barajas *et al.* (2017), que apresentaram regressão com R<sup>2</sup> ajustado de 16%. Desse modo, o percentual explicado pelas variáveis independentes pode ser considerado aceitável.

Os testes F-Anova foram significantes (0,01), ou seja, o conjunto de variáveis independentes exercem influência sobre as variáveis dependentes. Os resultados da estatística de Durbin-Watson, entre 1,79 e 1,93, demonstram que não há problemas de autocorrelação dos

resíduos, já que o valor ficou próximo de dois. Por fim, verifica-se também que o fator de inflação de variância (VIF) e Tolerance apresentaram valores baixos. Portanto, nesse caso, não há problema de multicolinearidade entre as variáveis independentes do modelo. Conforme Hair Júnior, Anderson, Tatham & Black (2005), um VIF é considerado alto quando está acima de dez.

Também é possível perceber na Tabela 7 que a variável “Percent\_Intang”, que capta o percentual de ativos intangíveis no ativo total das empresas, apresentou coeficientes positivos em todos os modelos, no entanto revelou-se estatisticamente significativa apenas nos modelos referentes ao valor de mercado. Então, esses resultados indicam que os ativos intangíveis influenciam apenas para um maior valor de mercado das companhias abertas familiares, em linha com os achados de Miranda *et al.* (2013) e Medrado *et al.* (2016), que também encontraram associação positiva e significativa entre o nível de intangibilidade e o valor de mercado das empresas.

Todas as variáveis de controle apresentaram coeficientes positivos e revelaram-se estatisticamente significantes em pelo menos dois modelos. No caso da variável endividamento, os coeficientes foram significativos para o ROA, ROE e Q de Tobin, confirmando que o endividamento pode exercer um efeito disciplinador que contribui para melhorar o desempenho e o valor de mercado das empresas, conforme descreveram autores como Astawa *et al.* (2015) e Medrado *et al.* (2016).

Em relação à liquidez, os coeficientes também foram significativos para o ROA, ROE e Q de Tobin, denotando que maior liquidez sinaliza habilidades superiores na utilização de recursos, refletindo-se em melhor desempenho e maior valor de mercado (Arrighetti *et al.*, 2014).

Quanto ao tamanho, os coeficientes foram significativos para o ROA, MTB e Q de Tobin, confirmando que empresas maiores podem explorar economias de escala, serem mais eficazes em suas práticas de governança, suportar maiores parcelas de incerteza associadas aos seus investimentos, proteger melhor os acionistas e, conseqüentemente, apresentar melhor desempenho e maior valor de mercado (Arrighetti *et al.*, 2014; Medrado *et al.*, 2016).

Por fim, no que se refere à variável crescimento, os coeficientes foram significativos apenas para o MTB e o Q de Tobin, indicando que o crescimento dos ativos totais influencia apenas para um maior valor de mercado (Arrighetti *et al.*, 2014; Astawa *et al.*, 2015).

## 5 CONCLUSÕES

O estudo objetivou verificar a influência dos ativos intangíveis no desempenho e no valor de mercado de companhias abertas familiares. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa em uma amostra composta apenas por companhias abertas familiares que se encontravam listadas na B3. Os dados foram obtidos por meio do banco de dados Economática e referem-se ao período de 2010 a 2017. Para identificar as companhias familiares, foi rastreada a cadeia de propriedade até identificar o último acionista controlador. Em relação aos ativos intangíveis, foi calculado, para cada empresa e em cada ano, o percentual dos intangíveis em relação ao ativo total. O desempenho foi analisado por meio dos indicadores ROA e ROE e o valor de mercado pelos indicadores *market-to-book* (MTB) e Q de Tobin.

Os ativos intangíveis equivaliam a aproximadamente 6% do ativo total das companhias familiares no período. Esse percentual médio é inferior ao encontrado por outros pesquisadores, tais como Ritta *et al.* (2010), Moura *et al.* (2013) e Medrado *et al.* (2016), que não analisaram especificamente companhias abertas familiares. A diferença de resultados pode ser decorrente dos critérios de formação da amostra, todavia os resultados indicam que as companhias familiares da amostra apresentaram percentuais médios de ativos intangíveis inferiores aos identificados em outros tipos de amostra.

Em relação ao desempenho do grupo de empresas que possuíam maior proporções de intangíveis no ativo total e o desempenho do grupo com menores proporções de intangíveis, verificou-se, por meio do teste-t, que as diferenças entre os dois grupos não eram estatisticamente

significantes. Portanto, os resultados foram similares aos de Carvalho *et al.* (2010), St-Pierre e Audet (2011), Nascimento *et al.* (2012) e Miranda *et al.* (2013), que também não encontraram diferenças no desempenho de empresas com maiores e menores investimentos em intangíveis.

Uma justificativa para as empresas que possuem maior intangibilidade não apresentarem desempenho superior, segundo os autores descritos, seria que no Brasil a maioria das companhias abertas atuam em setores mais intensivos em capital tangível do que intangível. Além disso, ainda há, por parte das empresas brasileiras, maior valorização dos ativos tangíveis, quando se compara com as empresas de outros países, como dos Estados Unidos, por exemplo.

Quanto ao valor de mercado, constatou-se que o grupo de companhias familiares que possuía maiores percentuais de ativos intangíveis se destacou e apresentou as maiores médias de MTB e de Q de Tobin, em todos os anos. Os resultados do teste-t demonstraram que as diferenças nas médias eram estatisticamente significantes e que o valor de mercado realmente era superior no grupo que possuía maiores percentuais de intangíveis. Os resultados se assemelham aos de Miranda *et al.* (2013) e Medrado *et al.* (2016) que também encontraram maior valor de mercado entre as empresas que possuíam maiores percentuais de intangíveis.

Miranda *et al.* (2013) e Medrado *et al.* (2016) descrevem que o mercado valoriza as empresas que apresentam, dentre as suas características, o investimento em conhecimento, marcas, novas tecnologias e outros intangíveis de um modo geral. De acordo com Medrado *et al.* (2016), a valorização resulta da percepção de que os ativos tangíveis, pela sua disponibilidade no mercado, produzem o retorno pela média, enquanto que aos intangíveis fica a incumbência de gerar um retorno acima da média.

Atrelado ao objetivo principal do estudo, constatou-se que a variável “Percent\_Intang”, que capta o percentual de ativos intangíveis no ativo total das empresas, apresentou coeficientes positivos em todos os modelos. No entanto, revelou-se estatisticamente significativa apenas nos modelos referentes ao valor de mercado. Então, conclui-se que os ativos intangíveis influenciam apenas para um maior valor de mercado das companhias abertas familiares.

Os resultados, de modo geral, fornecem evidências adicionais sobre fatores que influenciam no desempenho e no valor de mercado das companhias abertas. De forma mais específica, contribui para a literatura relacionada às companhias familiares, fornecendo evidências empíricas relativas ao cenário brasileiro, ainda carente de pesquisas dessa natureza.

Apesar do rigor científico e dos cuidados metodológicos, a pesquisa apresenta limitações. Para identificar o tipo de estrutura de propriedade, por exemplo, utilizou-se a metodologia de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999). Desse modo, uma estrutura de propriedade foi considerada familiar quando o último acionista controlador possuía um percentual mínimo de 10% dos direitos de voto. Este percentual, de acordo com os autores, pode ser considerado o suficiente para ter o controle efetivo de uma empresa. No entanto, alguns autores, de forma mais conservadora, utilizam-se de outros percentuais superiores, como, por exemplo, King e Santor (2008), Pukthuanthong, Walker e Thiengtham (2013), Schmid (2013) e Leung, Richardson e Jaggi (2014), que consideraram um percentual mínimo de 20%. Outros utilizaram um percentual mínimo de 50%, é o caso de Chernykh (2008) e Steijvers e Voordeckers (2009). Essas alternativas podem ser consideradas em pesquisas futuras.

Recomenda-se ainda a ampliação do universo de pesquisa, inclusive para companhias familiares de capital fechado. Também seria interessante utilizar outros períodos de tempo e realizar investigações por setor econômico. Apesar das limitações deste estudo, o tema pesquisado é relevante e não invalida os resultados obtidos, que podem servir como referência para estudos posteriores, principalmente pela aplicação de novas técnicas.

## REFERÊNCIAS

Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The journal of finance*, 58(3), 1301-1328.

- 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.
- Arrighetti, A., Landini, F., & Lasagni, A. (2014). Intangible assets and firm heterogeneity: Evidence from Italy. *Research Policy*, 43(1), 202-213.
- Astawa, I. P., Sudika, I. P., & Yuliarmi, N. N. (2015). Intangible Capital and Leverage to Improve Financial Performance of LPG Agents in Bali. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 211, 149-156.
- 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.
- Cai, D., Luo, J. H., & Wan, D. F. (2012). Family CEOs: Do they benefit firm performance in China? *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4), 923-947.
- Carvalho, F. D. 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.
- Carmeli, A. (2001). High-and low-performance firms: do they have different profiles of perceived core intangible resources and business environment? *Technovation*, 21(10), 661-671.
- Carmeli, A., & Tishler, A. (2004). The relationships between intangible organizational elements and organizational performance. *Strategic management journal*, 25(13), 1257-1278.
- Chernykh, L. (2008). Ultimate ownership and control in Russia. *Journal of Financial Economics*, 88(1), 169-192.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) (2010). *Pronunciamento Técnico CPC 04 – Ativos Intangíveis*. Recuperado em dezembro, 2018, de [www.cpc.org.br](http://www.cpc.org.br)
- Cunha, A. G., Souza, A. A., Santana, L. F., Magalhães, V. G., Pelegrini, V. S., & Malaquias, R. F. (2011). Evidenciação de ativos intangíveis: um estudo com empresas brasileiras. *Revista Mineira de Contabilidade*, 3(43), 21-29.
- Decker, F., Ensslin, S. R., Reina, D. R. M., & Reina, D. (2013). A Relação entre os Ativos Intangíveis e a Rentabilidade das Ações: um estudo com empresas listadas no índice Bovespa. *Revista Reuna*, 18(4), 75-92.
- Devalle, A., Rizzato, F., & Busso, D. (2016). Disclosure indexes and compliance with mandatory disclosure – The case of intangible assets in the Italian market. *Advances in accounting*, 35, 8-25.
- Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2010). Family firm mergers and acquisitions in different legal environments. *Family Business Review*, 23(1), 60-75.
- Galbreath, J., & Galvin, P. (2008). Firm factors, industry structure and performance variation: New empirical evidence to a classic debate. *Journal of business research*, 61(2), 109-117.

- Greenhalgh, C., & Rogers, M. (2006). The value of innovation: The interaction of competition, R&D and IP. *Research Policy*, 35(4), 562-580.
- Hair Júnior, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (2005) *Análise multivariada de dados*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Hall, B. H., Jaffe, A., & Trajtenberg, M. (2005). Market value and patent citations. *RAND Journal of economics*, 16-38.
- Kayo, E. K., Kimura, H., Martin, D. M. L., & Nakamura, W. T. (2006). Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. *Revista de administração contemporânea*, 10(3), 73-90.
- King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423-2432.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- Leung, S., Richardson, G., & Jaggi, B. (2014). Corporate board and board committee independence, firm performance, and family ownership concentration: An analysis based on Hong Kong firms. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10(1), 16-31.
- Liu, W., Yang, H., & Zhang, G. (2012). Does family business excel in firm performance? An institution-based view. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4), 965-987.
- Medrado, F., Cella, G., Pereira, J. V., & Dantas, J. A. (2016). Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(28), 32-44.
- Miranda, K. F., de Vasconcelos, A. C., da Silva Filho, J. C. L., Santos, J. G. C. dos, & Maia, A. B. G. R. (2013). Ativos intangíveis, grau de inovação e o desempenho das empresas brasileiras de grupos setoriais inovativos. *Revista Gestão Organizacional*, 6(1), 4-17.
- Moeller, K. (2009). Intangible and financial performance: causes and effects. *Journal of intellectual capital*, 10(2), 224-245.
- Moura, G. D., Dalchiavon, A., Scheren, G., & Zanin, A. (2018). Influência da competitividade no nível de intangibilidade de companhias abertas. *Revista Reunir*, 8(2), 1-11.
- Moura, G. D., & Varela, P. S. (2014). Análise da conformidade das informações divulgadas sobre ativos intangíveis em empresas listadas na BM&FBovespa. *RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 13(2), 637-662.
- Moura, G. D. de., Viana Mecking, D., & 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.
- Nascimento, E. M., Oliveira, M. C. de., Marques, V. A., & Cunha J. V. A. (2012). Ativos intangíveis: análise do impacto do grau de intangibilidade nos indicadores de desempenho empresarial. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 31(1), 37-52.

- Oliveira, L., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange. *The British Accounting Review*, 42(4), 241-252.
- Oliveira, M. O. R de, Schossler, D. P., Campus, R. E., & Luce, F. B. (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.
- Peng, M. W., & Jiang, Y. (2010). Institutions behind family ownership and control in large firms. *Journal of management Studies*, 47(2), 253-273.
- Perez, M. M., & Famá, R. (2006). Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(40), 7-24.
- 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.
- Pukthuanthong, K., Walker, T. J., Thiengtham, D. N., & Du, H. (2013). Does family ownership create or destroy value? Evidence from Canada. *International Journal of Managerial Finance*, 9(1), 13-48
- Ritta, C. O. de., Ensslin, S. R., & Ronchi, S. H. (2010). A evidenciação dos ativos intangíveis nas empresas brasileiras: empresas que apresentaram informações financeiras à bolsa de valores de São Paulo e Nova York em 2006 e 2007. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa*, 9(1), 62-75.
- Rojo, C. A., Sousa, A. F. de, & Trento, F. (2012). O reflexo dos ativos intangíveis no valor de mercado de Small Caps da construção civil que compõem o índice SMLL da BM&FBovespa. *CAP Accounting and Management*, 6(6), 155-168.
- Sandner, P. G., & Block, Joern. (2011). The market value of R&D, patents, and trademarks. *Research Policy*, 40(7), 969-985.
- Schmid, T. (2013). Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 257-272.
- Shim, J., & Okamuro, H. (2011). Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms. *Journal of Banking & Finance*, 35(1), 193-203.
- Spiegel, M. R., & Stephens, L. J. (1993). *Estatística*. Coleção Schaum. 3ª Edição, Editora Afiliada, São Paulo.
- St-Pierre, J., & Audet, J. (2011). Intangible assets and performance: Analysis on manufacturing SMEs. *Journal of Intellectual Capital*, 12(2), 202-223.
- Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009). Private family ownership and the agency costs of debt. *Family Business Review*, 22(4), 333-346.
- Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic management journal*, 31(5), 463-490.



Tsai, C. F., Lu, Y. H., & Yen, D. C. (2012). Determinants of intangible assets value: The data mining approach. *Knowledge-Based Systems*, 31(1), 67-77.

Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.

Zittei, M. V. M., Moura, G. D., & Hein, N. (2015). Análise da relação entre ativos intangíveis e os níveis de governança corporativa em que se encontram listadas as empresas na BM&FBovespa. *Revista Científica Hermes*, 14(1), 91-117.