



**RÔMULA KELI MARINO**

**O PAPEL DO BNDES NO DESENVOLVIMENTO DO  
CAPITAL INTANGÍVEL: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS PÚBLICAS E PRIVADAS NA B3**

**LAVRAS – MG  
2025**

**RÔMULA KELI MARINO**

**O PAPEL DO BNDES NO DESENVOLVIMENTO DO CAPITAL INTANGÍVEL:  
UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS PÚBLICAS E PRIVADAS NA B3**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Estratégia de Negócios Globais e Finanças, para obtenção do título de Mestre.

Prof. Dra. Juciara Nunes de Alcântara  
Orientadora

Prof. Dr. Marco Túlio Dinali Viglioni  
Coorientador

**LAVRAS - MG  
2025**

**RÔMULA KELI MARINO**

**O PAPEL DO BNDES NO DESENVOLVIMENTO DO CAPITAL INTANGÍVEL:  
UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS PÚBLICAS E PRIVADAS NA B3**

**THE ROLE OF BNDES IN THE DEVELOPMENT OF INTANGIBLE CAPITAL: AN  
ANALYSIS OF PUBLIC AND PRIVATE BRAZILIAN COMPANIES LISTED ON B3**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Estratégia de Negócios Globais e Finanças, para obtenção do título de Mestre.

APROVADA em 26 de fevereiro de 2025

Dr. Renato Silverio Campos – Universidade Federal de Lavras (UFLA)

Dr. Gabriel Rodrigo Gomes Pessanha – Universidade Federal de Alfenas (UNIFAL)

Prof. Dra. Juciara Nunes de Alcântara  
Orientadora

Prof. Dr. Marco Túlio Dinali Viglioni  
Coorientador

**LAVRAS - MG  
2025**

**Ficha Catalográfica elaborada pelo Sistema de Geração  
de Ficha Catalográfica da Biblioteca Universitária da UFLA, com  
dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).**

Marino, Rômula Keli.

O papel do BNDS no desenvolvimento do capital intangível: uma análise das  
empresas brasileiras públicas e privadas na b3 / Rômula Keli Marino. - 2025.  
101 p.

Orientadora: Juciara Nunes de Alcântara  
Coorientador: Marco Túlio Dinali Viglioni

Dissertação (Mestrado Acadêmico) - Universidade Federal de Lavras, 2025.  
Bibliografia.

1. resource-based view. 2. ativos intangíveis. 3. apoio do governo. 4. BNDES. 5.  
Estado. I. de Alcântara, Juciara Nunes . II. Viglioni, Marco Túlio Dinali . III.  
Universidade Federal de Lavras. IV. Título.

## AGRADECIMENTOS

Neste momento de conclusão de mais uma etapa importante da minha vida, sinto-me profundamente grata por tudo que vivi e pelas pessoas que caminharam comigo ao longo dessa jornada.

Primeiramente, agradeço a Deus, por me conceder força, sabedoria e a graça de chegar até aqui, permitindo-me aproveitar intensamente cada momento dessa experiência. No âmbito espiritual, dedico esta dissertação à Nossa Senhora, à Paróquia São Judas Tadeu e a Paróquia Auxiliadora.

Com todo o amor, agradeço aos meus pais, Jacinto Marino Zarate (in memoriam) e Marilda de Oliveira Marino, por todo carinho, apoio e por sempre acreditarem em mim. Minha gratidão também se estende aos meus irmãos – Simon, Marcos, Diego, Aline e Jacinto – por sua amizade e confiança constante. Aos meus anjinhos Valentina e José (in memoriam), que torcem por mim lá do céu (estrelinhas) que levarei para sempre em meu coração. A toda minha família, meu sincero agradecimento pelo apoio incondicional, com destaque especial à minha avó Maura, que sempre torceu por mim com entusiasmo e carinho. Expresso também meu profundo agradecimento ao meu parceiro de vida, Willians Douglas de Souza. Companheiro das horas difíceis, dos momentos de estresse e também das alegrias, esteve ao meu lado em cada passo deste percurso. Seu apoio e presença tornaram essa jornada mais leve e significativa.

Sou imensamente grata à minha orientadora, Prof.<sup>a</sup> Juciara Nunes de Alcântara, por todos os ensinamentos, orientações e pela constante disponibilidade em me ajudar. Agradeço também ao Prof. Marco Túlio, pelo suporte prestado, pela atenção à temática escolhida e pelo auxílio essencial ao desenvolvimento desta pesquisa.

À Universidade Federal de Lavras, minha gratidão por toda estrutura, oportunidades e acolhimento oferecidos ao longo desses dois anos. Ao Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA), agradeço pelo suporte contínuo, assim como aos professores e demais colaboradores do departamento. Aos colegas do mestrado e doutorado, meu sincero obrigado pela parceria, em especial ao grupo GEINI, com destaque ao meu amigo Frank, que me ajudou com a base de dados do trabalho.

Por fim, um agradecimento mais que especial aos meus filhos – Camilly, Gustavo, Davi e Sophia – que me acompanharam nessa fase desafiadora e enriquecedora.

Este trabalho foi realizado com o apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), a quem também expresso minha gratidão.

## RESUMO

Os bancos estatais de desenvolvimento (BDs) têm o potencial de influenciar a alocação de recursos às empresas, promovendo o desenvolvimento econômico e social do país. A teoria da visão baseada em recursos ou *Resource-Based View* (RBV) explica que os ativos intangíveis proporcionam vantagens únicas para as empresas. Isso possibilita que novas estratégias sejam desenvolvidas reutilizando recursos intangíveis críticos para construir uma vantagem competitiva sustentável no mercado. Neste sentido, o apoio governamental, através de desembolsos financeiros, pode auxiliar as empresas a promoverem o crescimento financeiro e inovação. Portanto, esta pesquisa aprofunda a ligação entre os ativos intangíveis das empresas e o efeito dos bancos de investimento estatais, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Desse modo, este trabalho de pesquisa tem como objetivo analisar o efeito do BNDES no desenvolvimento de capital intangível nas empresas públicas e privadas brasileiras. A pesquisa foi conduzida utilizando a análise descritiva, e estimadores de regressão em painel com efeito moderador. A amostra da pesquisa inclui 108 empresas no período de 2008 a 2023 que utilizaram os desembolsos financeiros através dos programas específicos, FINEM e FINAME. Esta pesquisa busca contribuir com a literatura sobre investimento em empresas privadas e estatais, demonstrando a importância do apoio governamental em investimentos intangíveis e desempenho. O primeiro artigo investiga o efeito financeiro do Estado, via desembolsos do BNDES, sobre os Ativos Intangíveis e o desempenho de empresas destacadas na B3. A abordagem quantitativa e descritiva utiliza dados financeiros do BNDES e da Economática®, o estimador Feasible Generalized Least Squares (FGLS) para testes estatísticos, com robustez avaliada através do teste Two-Stage Least Squares (2SLS) com atraso na variável dependente em 1 ano. Os resultados apontam que o BNDES teve um impacto positivo no desempenho empresarial e na valorização de ativos intangíveis, reforçando a importância do apoio estatal aos investimentos de alto valor. O segundo artigo examina a relação entre o financiamento do BNDES e o grau de intangibilidade das empresas envolvidas na B3, com foco nos ativos intangíveis. Utilizando a mesma abordagem metodológica, a pesquisa revela que o impacto do BNDES foi positivo para empresas privadas, mas negativo para empresas públicas. A análise sugere que a alocação de recursos para ativos intangíveis envolve conflitos de interesse entre os setores público e privado, exigindo uma investigação mais aprofundada. Esta pesquisa contribui para a literatura ao demonstrar como o financiamento estatal influencia a valorização de ativos intangíveis, essenciais para inovação, estratégia e crescimento sustentável das empresas brasileiras listadas na B3.

**Palavras-chave:** resource-based view; ativos intangíveis; apoio do governo; BNDES.

## ABSTRACT

State-owned development banks (DBs) have the potential to influence the allocation of resources to companies, promoting the economic and social development of the country. The Resource-Based View (RBV) theory explains that intangible assets provide unique advantages to companies. This allows new strategies to be developed by reusing critical intangible resources to build a sustainable competitive advantage in the market. In this sense, government support, through financial disbursements, can help companies promote financial growth and innovation. Therefore, this research deepens the link between companies' intangible assets and the effect of state-owned investment banks, such as the National Bank for Economic and Social Development (BNDES). Thus, this research paper aims to analyze the effect of BNDES on the development of intangible capital in Brazilian public and private companies. The research was conducted using descriptive analysis, and panel regression estimators with moderating effect. The research sample includes 108 companies from 2008 to 2023 that used financial disbursements through the specific programs, FINEM and FINAME. This research seeks to contribute to the literature on investment in private and state-owned companies, demonstrating the importance of government support in intangible investments and performance. The first article investigates the financial effect of the State, via BNDES disbursements, on Intangible Assets and the performance of companies highlighted in B3. The quantitative and descriptive approach uses financial data from BNDES and Economática®, the Feasible Generalized Least Squares (FGLS) estimator for statistical tests, with robustness assessed through the Two-Stage Least Squares (2SLS) test with a 1-year delay in the dependent variable. The results indicate that BNDES had a positive impact on business performance and the appreciation of intangible assets, reinforcing the importance of state support for high-value investments. The second article examines the relationship between BNDES financing and the degree of intangibility of companies listed on B3, focusing on intangible assets. Using the same methodological approach, the research reveals that the impact of BNDES was positive for private companies, but negative for public companies. The analysis suggests that the allocation of resources to intangible assets involves conflicts of interest between the public and private sectors, requiring further investigation. This research contributes to the literature by demonstrating how state financing influences the appreciation of intangible assets, essential for innovation, strategy and sustainable growth of Brazilian companies listed on B3.

**Keywords:** resource-based view; intangible assets; government support; BNDES.

## **INDICADORES DE IMPACTO**

A presente pesquisa analisou o papel do BNDES no desenvolvimento do capital intangível em empresas públicas e privadas listadas na B3, evidenciando os efeitos dos financiamentos sobre ativos como inovação, tecnologia e capital humano. Os resultados indicam impacto positivo do BNDES no desempenho das empresas privadas, mas efeitos negativos nas públicas, sugerindo desafios na gestão dos recursos estatais. O impacto social da pesquisa se reflete na melhoria das políticas públicas de fomento e no incentivo à inovação. Economicamente, aponta-se para o uso mais eficiente dos recursos públicos, contribuindo para o fortalecimento de setores estratégicos e a geração de empregos. Além de seu valor acadêmico, a pesquisa possui caráter extensionista, ao oferecer subsídios para programas de capacitação e gestão estratégica. Alinha-se aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) 8, 9, 10 e 12, ao promover crescimento econômico, inovação, redução das desigualdades e uso responsável de recursos. Dessa forma, o estudo reforça a importância do financiamento estatal na construção de um ambiente empresarial mais competitivo e sustentável.

## **IMPACT INDICATORS**

This research analyzed the role of BNDES in the development of intangible capital in public and private companies listed on B3, highlighting the effects of funding on assets such as innovation, technology, and human capital. The results indicate a positive impact of BNDES on the performance of private companies, but negative effects on public ones, suggesting challenges in the management of state resources. The social impact of the research lies in the improvement of public support policies and the promotion of innovation. Economically, it points to more efficient use of public resources, contributing to the strengthening of strategic sectors and job creation. Beyond its academic value, the study also has an extensionist character by providing input for training programs and strategic management. It aligns with the United Nations Sustainable Development Goals (SDGs) 8, 9, 10, and 12 by promoting economic growth, innovation, reduced inequalities, and responsible resource use. Thus, the study reinforces the importance of state financing in building a more competitive and sustainable business environment.

## LISTAS DE QUADROS

Quadro 1 - Proposta dos artigos, objetivos e métodos utilizados.....	22
Quadro 1 - Resultado das Hipóteses.....	57
Quadro 1 - Resultados das hipóteses.....	88

## LISTAS DE TABELAS

Tabela 1 - Amostra da pesquisa.....	27
Tabela 1 - Variáveis do modelo.....	52
Tabela 2 - Matriz de correlação.....	53
Tabela 3 - Resultado da estimativa FGLS variável dependente (lag 1 ano).....	55
Tabela 4 - Resultado da estimativa Two-Stage Least Squares (2SLS) (lag 1 ano)....	57
Tabela 1 - Variáveis do modelo.....	82
Tabela 2 - Matriz de correlação.....	84
Tabela 3 - Resultado da estimativa FGLS variável dependente (lag 1 ano).....	86

## LISTA DE SIGLAS

ADF	Agence Française de Développement
AGE	Idade
ALAV	Alavancagem
B3	Brasil, Bolsa e Balcão
BD	Banco de Desenvolvimento
BDC	Banco de Desenvolvimento do Canadá
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BNDES	Banco de Desenvolvimento Econômico e Social
CDB	China Development Bank
CAF	Banco de Desenvolvimento do Chile
DFC	Demonstrativo do Fluxo de Caixa
EBIT	Lucro antes de juros e impostos
EF	Efeito Fixo
ER	Efeito Aleatório
FINAME	Financiamento de Máquinas e Equipamentos
FINEM	Financiamento a Empreendimentos
FGLS	Feasible Generalized Least Squares
GI	Grau de intangibilidade
GLENIF	Grupo Latinoamericano de Emisores de Normas de Información Financiera
B3	Brasil, Bolsa e Balcão
IFRS	Normas Internacionais de Contabilidade
INTAG	Intangíveis
ENV	Environmental
KDB	Banco de Desenvolvimento da Coreia
KFW	Banco de Desenvolvimento da Alemanha
INSE	Institute of New Structural Economics
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
POE	Empresas Privadas
PPPs	Parcerias Público-Privadas
RBV	Visão Baseada em Recursos
ROA	Retorno sobre os Ativos
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
ROS	Retorno sobre as Vendas
SOE	Empresas Estatais
2SLS	Two-Stage Least Squares
VIF	Variance inflation factor

## SUMÁRIO

<b>PRIMEIRA PARTE</b> .....	14
<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	14
1.1 Introdução geral.....	14
1.2 Problema de pesquisa .....	18
1.3 Objetivos geral.....	19
1.4 Objetivos específico.....	19
1.5 Justificativa .....	20
1.6 Estrutura do trabalho.....	21
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	22
2.1 Revisão de literatura: Resource-Based View (RBV).....	22
2.2 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).....	23
<b>3. METODOLOGIA</b> .....	25
3.1 Tipo de pesquisa.....	26
3.2 Natureza, fonte e coleta de dados, amostra.....	26
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	30
<b>SEGUNDA PARTE – ARTIGOS</b> .....	39
<b>ARTIGO 1: ANÁLISE DOS DESEMBOLSOS DO BNDES SOBRE O DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO</b> .....	39
<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	40
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO E HIPÓTESES DE PESQUISA</b> .....	42
2.1 A visão baseada em recursos e os ativos intangíveis no Brasil.....	42
2.2 O Papel do financiamento estatal no Brasil.....	44
2.3 Hipóteses de pesquisa.....	46
2.3.1 Os Ativos Intangíveis e o desempenho das empresas brasileiras.....	46
2.3.2 O BNDES como catalisador de investimentos em ativos intangíveis.....	48
<b>3. METODOLOGIA</b> .....	49
3.1 Variáveis.....	50
3.1.1 Variáveis dependentes.....	50
3.1.2 Variáveis independentes.....	50
3.1.3 Variáveis de Controle.....	52
3.3 Modelo.....	52
<b>4. RESULTADOS</b> .....	53
4.1 Análise descritiva.....	53
4.2 Resultados da regressão.....	54
4.3 Teste de Robustez .....	57
4.4 Discussões dos resultados .....	59
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	60
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	62
<b>ARTIGO 2: EFEITOS DOS FINANCIAMENTOS SOBRE O GRAU DE INTANGIBILIDADE DAS EMPRESAS</b> .....	70
<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	71
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	73
2.1 Intangibilidade nas empresas.....	73
2.2 Intangibilidade e apoio do Estado nas empresas.....	76
2.3 A intangibilidade em empresas privadas e públicas.....	77
2.4 O papel do BNDES e o acesso ao crédito as empresas.....	79

2.5	Modelo conceitual.....	80
3.	<b>METODOLOGIA.....</b>	81
3.1	Descrição das variáveis.....	82
3.2	Modelo Econométrico .....	83
<b>4</b>	<b>RESULTADOS.....</b>	84
4.1	Análise descritiva.....	84
4.2	Resultado da regressão.....	86
4.3	Discussão.....	88
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	91
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	92
	<b>TERCEIRA PARTE.....</b>	100
	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	100

## PRIMEIRA PARTE

### 1.INTRODUÇÃO

#### 1.1 Introdução geral

O cenário econômico é marcado por uma competição intensa pelo avanço contínuo da tecnologia (Brandão, 2011; Falaster, 2021; Novaes, 2004). Isso tem feito as empresas reformularem significativamente a maneira como são avaliadas e como desenvolvem as suas estratégias para alavancar seus negócios (Martinez; Martins, 2016). Anteriormente, o valor das empresas estava fortemente vinculado aos seus ativos tangíveis, visando o crescimento físico e expansão da firma (Brito, 2002; Nascimento, 2012). Entretanto, com a ascensão dos ativos intangíveis, tais como, tecnologia, patentes, marcas, considerados como os principais impulsionadores de valor no mercado, novas condutas estão sendo direcionadas para esse mercado de intangibilidade (Albuquerque Filho, 2024; Carvalho 2024; Moeller, 2009).

No caso do Brasil, Vaz et al. (2014) demonstraram que a produtividade total dos fatores no setor industrial está positivamente associada aos investimentos em ativos intangíveis, destacando a relevância desses ativos para a competitividade das empresas brasileiras. Dagostini (2020) evidenciaram essa tendência em seu estudo sobre empresas listadas no Novo Mercado da B3, demonstrando que a evidenciação contábil desses ativos ainda apresenta desafios, especialmente no que se refere à mensuração e reconhecimento. Medeiros (2017) menciona a interação entre elementos tangíveis e intangíveis que motiva as empresas a estruturar, coordenar e otimizar a utilização de seus recursos. Apesar da relevância dos ativos tangíveis, são exatamente os recursos intangíveis que se geram um diferencial para a empresa, resultando em uma vantagem considerada competitiva e sustentável (Crisóstomo, 2009; Villalonga, 2004).

Nesse sentido, Penrose (1959), destaca a importância da gestão dos recursos internos da empresa, como fontes de vantagem competitiva. Posteriormente, a literatura econômica da Visão Baseada em Recursos (Resource-Based View - RBV), formulada por Barney (1991) traz as implicações sobre investir em ativos intangíveis como fontes de vantagem competitiva. A RBV ressalta os recursos internos de uma organização como fonte de vantagem competitiva, sustentando que as empresas podem obter e manter uma vantagem duradoura através da aquisição e gestão eficaz de recursos, raros, difíceis de serem imitados e não substituíveis, com destaque para os recursos intangíveis (Fama; Perez, 2006; Teece, 1998). Os ativos intangíveis, tais como pesquisa, desenvolvimento (P&D), propriedade intelectual (patentes), capital

humano, entre outros são componentes diferenciados para o crescimento estratégico das empresas (Lipparini, 2020; Viglioni, 2021).

O estudo de Kayo et al. (2006) destaca a crescente importância dos ativos intangíveis, na dinâmica organizacional e na criação de valor, ao explorar o ciclo de vida desses ativos, desde sua criação até seu declínio, ressaltando a necessidade de uma gestão estratégica eficaz para maximizar seu valor e valorização nos resultados organizacionais. Amaral et al. (2011) concentra na avaliação específica do valor das patentes, explorando modelos alternativos para essa finalidade. O trabalho de Kayo et al. (2005) enfatiza a importância de estratégias de gestão que promovam a inovação, a proteção e a valorização contínua dos ativos intangíveis ao longo do tempo. Pessanha (2014) analisa o impacto financeiro das fusões e aquisições, fornecendo informações relevantes sobre como esses eventos influenciam a valorização da marca das empresas, o estudo quantifica as mudanças no valor das instituições financeiras e identifica os principais fatores que contribuem para esse fenômeno. Observa-se que, frequentemente, a fusão fortalece a marca, o que reforça seus ganhos financeiros e a valorização das empresas por meio da intangibilidade.

Desse modo, a literatura tem demonstrado, ainda, um crescente interesse na relação entre tangibilidade e intangibilidade e o desempenho das empresas. Estudos como o de Miyagawa e Hisa (2013) sugerem que a priorização de investimentos em ativos intangíveis pode estar associada a ganhos de produtividade. Por sua vez, Carvalho, Kayo e Martin (2010) investigam o impacto da tangibilidade no desempenho persistente de empresas brasileiras. Almeida (2017), explora a influência da tangibilidade na velocidade de ajuste da estrutura de capital, adicionando outra dimensão à compreensão do papel dos ativos tangíveis e intangíveis na gestão empresarial.

Nesse sentido, a avaliação do Grau de intangibilidade (GI), torna-se importante para complementar o estudo sobre intangibilidade e sua mensuração (Kayo, 2002). Isso ocorre, pois permite uma comparação relativa entre empresas do mesmo setor, para avaliação de resultados. Kayo e Famá (2004) propõem uma abordagem mais precisa ao considerar o valor de mercado dos ativos tangíveis empresas com maior GI tendem a apresentar desempenhos superiores. Outras pesquisas, tal como a de Perez e Famá (2006), também evidenciaram os efeitos positivos dos ativos intangíveis na geração de valor para as empresas. Belém, e Marques (2012) abordam a avaliação de ativos intangíveis, explorando métodos como o fluxo de caixa descontado e os múltiplos, destacando os desafios na quantificação desses ativos e ressaltando sua influência no valor das organizações.

No caso brasileiro, de acordo com Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976), os ativos intangíveis não estavam propriamente especificado, contudo toda movimentação financeira estabelece a obrigatoriedade do Demonstrativo do Fluxo de Caixa (DFC) como parte das demonstrações contábeis, na qual identifica, registrar e acompanhar as transações financeiras que envolve os ativos intangíveis no balanço patrimonial, a promulgação da Lei Nº 11.638/2007 e o Pronunciamento Técnico CPC 04 de 2010, que trata dos ativos intangíveis se baseia na IAS 38, tem como propósito principal estabelecer as diretrizes contábeis para o tratamento desses ativos (Santos, 2010). Em geral, esses ativos podem representar uma parte significativa do valor de uma empresa, mesmo que não estejam representados fisicamente no balanço patrimonial, pois à intangibilidade pode envolver diferentes medidas e valores (Kayo, 2006). Portanto, entender à intangibilidade é essencial para compreender o valor total de uma organização e tomar decisões estratégicas eficazes com base nesse reconhecimento (Almeida, 2013).

Desse modo, à avaliação e gestão dos ativos intangíveis ainda é um tema relevante na gestão empresarial devido a sua mensuração e aquisição (Carvalho, & Martin, 2010). Isso, porque as empresas podem expandir através do desenvolvimento e utilização eficiente de seus recursos internos, porém nem sempre as empresas dispõem de recursos internos (Copeland, 1991). Esses ativos regularmente exigem investimentos de longo prazo e apresentam riscos elevados, o que os torna menos atrativos para o financiamento privado a curto prazo (Copeland, Koller, & Murrin, 1991).

Diante disso, Pan (2014) destaca que as empresas devem impulsionar a inovação e a competitividade, reconhecendo como um diferencial no mercado e para que isso aconteça as instituições devem buscar parcerias estratégicas entre as empresas e o Estado. Souza (2017) reforça essa ideia, mencionando que a colaboração entre o Estado e as empresas estimula a criação e difusão de novas tecnologias e práticas de gestão inovadoras. Além disso, Brito e da Motta (2002) ressaltam que o Estado, ao incentivar parcerias estratégicas, busca desenvolver parcerias industriais nos quais empresas compartilham conhecimento e recursos, fortalecendo a competitividade em níveis nacional e internacional.

Diante desse contexto, os bancos de desenvolvimento exercem influência significativa sobre as empresas, tanto no fornecimento de recursos quanto na alavancagem esperada (Torres Filho, & Costa, 2012). No caso da China, Lu Zhu e Zhang (2012) destacaram que o Estado também disponibiliza recursos financeiros por meio do Banco de Desenvolvimento, conhecido como *China Development Bank* (CDB). O CDB é amplamente reconhecido na China por fornecer não apenas apoio ao setor privado, mas também por financiar projetos de infraestrutura

e desenvolvimento econômico de interesse público. Essa abordagem estratégica do banco governamental contribui significativamente para o crescimento do país, levando a China a se destacar entre as principais economias emergente por utilizar ativos estratégicos impulsionado pelo CDB na construção de um diferencial no mercado interno e externo (Zhang, et al., 2023).

No Brasil, o Banco de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), foi criado em 1952, com a finalidade de dar suporte as empresas e impulsionar o crescimento econômico do país, incentivando à inovação e estimulando as empresas a atingirem objetivos específicos, ele vem realizando diversas operações ao longo de sua criação (Barboza, 2019; Hermann, 2011). A participação do estado através do BNDES se dá pelos desembolsos financeiros, que podem ser mencionados como doações diretas, indiretas, programas, isenções fiscais, estímulos para contratações, aquisição de equipamentos, adoção de tecnologia, entre outros, trata-se da movimentação do fluxo de caixa, em termos conceituais, é um instrumento que conecta as entradas e saídas de recursos financeiros dentro de uma organização durante determinado período específico (Neto; Silva, 2006).

A intervenção do Estado não se limita apenas a oferecer empréstimos financeiros, essa abordagem colaborativa entre o Estado e as empresas é vista como uma estratégia eficaz para estimular a criação e difusão de novas tecnologias, métodos de produção mais eficientes e práticas de gestão inovadoras (Souza, 2017). Ao incentivar a formação de parcerias estratégicas, o Estado busca catalisar o desenvolvimento de clusters industriais, nos quais as empresas compartilham conhecimentos, recursos e experiências, ampliando as oportunidades de crescimento e fortalecendo a competitividade do país em um contexto internacional cada vez mais desafiador e volátil (Brito, & Motta, 2002).

Observa-se, ainda, que tanto as empresas privadas quanto públicas recebem aporte do BNDES, porém ambas têm objetivos específicos diferentes (Prates, 2000). Enquanto as empresas privadas buscam maximizar à eficiência e a rentabilidade financeira, orientadas pelo lucro e pela competitividade do mercado (Eclache, 2021), as empresas públicas estão mais voltadas para o interesse público, considerando aspectos como a prestação de serviços essenciais, a promoção do bem-estar social e a criação de empregos (Pereira, 2018). Embora, a literatura demostre debates positivo referentes aos desembolsos do BNDES, sua propriedade pode acarretar efeitos adversos, reforçando o estudo proposto.

## 1.2 Problema de pesquisa

Diante, do exposto, os ativos intangíveis têm se destacado frente os ativos tangíveis por serem considerados um diferencial na vantagem competitiva da empresa (Belém, 2012). A RBV reforça que esse tipo de recurso desenvolve vantagem competitiva que pode beneficiar as empresas a longo prazo, e atrair parcerias públicas e privado de acordo com (Thamer, 2015). Assim, o seu reconhecimento e mensuração reflete aos investidores investimento a longo prazo que vem crescendo substancialmente frente a nova demanda da sociedade (Medeiros 2017; Medrado, 2016; Moeller, 2019). Entretanto, ainda existam controvérsia sobre a mensuração e à aquisição dos ativos intangíveis, pois são considerados, investimentos que demandam elevado aporte de recursos financeiros (Kayo, 2020; Lockett, 2009).

Paralelo aos investimentos das empresas, observa-se que nem todas as empresas possuem condições de investir em capital intangível, sendo necessária à ampliação do papel dos bancos de fomento (Wang et al., 2012). No caso brasileiro, o BNDES tem como papel incentivar à intangibilidade para essas instituições ao financiar projetos que promovem à aquisição de tecnologia, P&D, pesquisa e inovação tecnológica além de capacitação de recursos humanos (Mariuzzo, 2007). Esses investimentos contribuem para elevar o nível de ativos intangíveis das empresas brasileiras, fortalecendo sua competitividade no mercado nacional e internacional (Medrado, 2016).

Todavia, a relação entre o apoio do BNDES e à intangibilidade das empresas pode ser complexa, especialmente quando se trata de empresas públicas, pois estas não se limitam apenas à busca pelo lucro e criação de valor para os acionistas, mas também têm obrigações e responsabilidades sociais (Farah, 2011; Guo, 2021). Além disso, muitas empresas estatais realizam a prestação de serviços essenciais à população, o desenvolvimento regional e a promoção do bem-estar social, nem sempre o governo pode alocar seus recursos na obtenção de retorno financeiro (Macedo, 2020). Embora estudos tenham demonstrado a relevância dos ativos intangíveis no caso brasileiro (Kayo, 2005), pouco se sabe como os bancos de fomento, tal como o BNDES, atuam no desenvolvimento de ativos intangíveis em empresas brasileiras e como se dá essa interação (Barboza, 2018).

Diante desse contexto, analisar os aspectos da intangibilidade dos ativos e sua relevância é fundamental, pois não se trata apenas de criar valor financeiro, mas também a capacidade de gerar valor para a sociedade como um todo (Dowbor, 1994). Assim, os ativos intangíveis nas empresas podem incluir aspectos como reputação, confiança do público, imagem institucional e impacto socioambiental positivo (Alcântara 2018; Almeida, 2017). Dessa forma, o BNDES,

ao financiar projetos e iniciativas de empresas públicas, precisa considerar não apenas a capacidade dessas empresas de gerar lucro, mas também seu impacto social e a gestão eficaz de seus ativos intangíveis para cumprir suas funções sociais de maneira sustentável e responsável (Da Silva, 2011).

Percebe-se, portanto, que as estratégias de investimento em ativos intangíveis também fortalecem a posição das empresas brasileiras no mercado nacional e sua expansão internacional, permitindo que elas se destaquem em setores estratégicos e se tornem referências em inovação de qualidade (Medeiros, 2017). Portanto, é necessário entender melhor sobre o papel do BNDES no contexto das empresas brasileiras, e como esse banco de desenvolvimento econômico e social influencia os ativos intangíveis de empresas públicas e privadas (Barboza, 2019; Kayo 2020). Portanto, esse trabalho busca lançar as seguintes perguntas de pesquisa:

Qual o efeito do BNDES no desenvolvimento de ativos intangíveis para as empresas brasileiras e no seu desempenho e como o tipo de capital, público ou privado, afeta a relação entre os financiamentos do BNDES e o grau de intangibilidade das empresas?

### **1.3 Objetivo geral**

O objetivo geral deste trabalho é analisar o efeito dos investimentos realizados pelo BNDES na aquisição dos ativos intangíveis e geração de valor em empresas brasileiras de capital público e privado.

### **1.4 Objetivos específico**

- a) Realizar um panorama sobre o uso de financiamento do BNDES adquirido por empresas brasileiras de capital aberto entre os períodos de 2008 a 2023, caracterizando-as empresas quanto aos investimentos em ativos intangíveis e sua composição acionária;
- b) Investigar os efeitos dos financiamentos do BNDES sobre os ativos intangíveis e como influenciam o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto;
- c) Analisar o efeito do tipo de propriedade, público ou privado, sobre a relação entre os financiamentos do BNDES e ativos intangíveis das empresas brasileiras.

## 1.5 Justificativa

Esta pesquisa se justifica por vários motivos. Um deles está na necessidade de obter uma melhor compreensão sobre o papel do Estado, tal como os desembolsos financeiros do BNDES no financiamento de atividades das empresas brasileiras (Madeira, 2013). É importante continuar investigando quais os principais fatores e sua explicação para o retorno dos ativos intangíveis (Silva, 2017; Wang, 2024), considerando, ainda, como a intangibilidade das empresas públicas e privadas são avaliadas. A literatura sobre o papel do Estado e bancos de desenvolvimento abordam a sua atuação em setores estratégicos (Caseiro, 2013). No entanto, ainda há uma carência de trabalhos que adotam os ativos intangíveis na discussão dos efeitos destes recursos para as empresas públicas e privadas. Por isso, pesquisas ainda demandam melhor entendimento sobre a função do governo como agente financiador de atividades que envolvem ativos intangíveis (Wang, 2012).

No âmbito social, os ativos intangíveis fornecem novas informações para gestores, empreendedores, pesquisadores e formuladores de políticas públicas, permitindo o desenvolvimento de novas estratégias para promover e financiar atividades tecnológicas, contribuindo assim para o avanço e inovação em diversos setores (Kayo, et al., 2020). Portanto, avaliar o efeito do BNDES na estrutura de ativos intangíveis das empresas brasileiras pode ampliar a compreensão sobre a atividade do estado ao financiar atividades inovadoras em economias em desenvolvimento, tal como o Brasil.

No âmbito público os gestores podem utilizar os resultados para avaliar a eficácia dos investimentos, promover a transparência na alocação de recursos e contribuir para o desenvolvimento econômico e social do país (Godoy, 2011). A abordagem dos ativos intangíveis no setor público traz perspectiva única no modo de compreender a importância desses ativos, e como é alocado, oferecendo informações valiosas para tomadas de decisão embasadas em estratégias inovadoras contribuindo para a gestão pública contemporânea (Arbix, 2000).

No âmbito das empresas privadas, ao compreender melhor essa dinâmica, os gestores podem tomar decisões mais informadas sobre como aproveitar oportunidades de financiamento, avaliar os riscos associados a esses fundos (Do Valle, 2012). Desse modo, os gestores podem utilizar os resultados desta pesquisa para desenvolver estratégias de captação de recursos mais eficazes, identificar áreas de melhoria na gestão financeira e fortalecer a reputação e a confiança dos stakeholders ao demonstrar responsabilidade e boa governança corporativa (Arbix, 2000; Kreuzberg, 2019; Meinert, 2008). Portanto, essa pesquisa oferece aos gestores de empresas

públicas e privadas informações relevantes para melhorar a gestão financeira, aumentar as oportunidades de financiamento e tomar decisões estratégicas que impulsionem o crescimento e a competitividade no mercado através do BNDES (Yeyati, 2004).

No que se refere à relevância gerencial, essa pesquisa amplia a compressão sobre os fatores que influenciam os retornos dos ativos das empresas. Isso é fundamental, pois a alocação eficiente de recursos na economia, tais como os intangíveis, favorece o crescimento de setores e empresas com potencial de crescimento significativo. A compressão de tais fatores influencia o capital intangível, pode elevar a transparência nos mercados financeiros, fornecendo informações e reduzindo a assimetria de informações entre investidores institucionais e individuais, favorecendo uma participação mais equitativa no mercado acionário.

A pesquisa contribui, ainda, para o Estado e gestores públicos, que são os financiadores das atividades de desenvolvimento econômico e social por meio dos bancos de investimento como o BNDES. A pesquisa possibilita uma avaliação empírica dos resultados dos empréstimos e financiamentos concedidos às empresas públicas e privadas. Essa análise permite a realização de ajustes e melhorias nas políticas públicas relacionadas ao financiamento público, contribuindo para uma gestão mais isonômica, eficiente e responsável dos recursos públicos, alinhada aos objetivos de desenvolvimento econômico e social do país (Torres Filho, 2012).

Essa relação é muitas vezes justificada como estratégia para fomentar à inovação e estimular as empresas na geração de empregos, para que cumpram com sua responsabilidade social (Barboza, 2019). No entanto, ainda há críticas significativas em relação ao uso de recursos públicos para beneficiar empresas privadas, levantando questões sobre o favorecimento de setores ou empresas específicas. Por isso, surgem debates sobre a eficiência no uso dos recursos por parte das empresas públicas, referente a falta de transparência na alocação desses recursos e a necessidade de assegurar que os benefícios gerados se revertam em benefícios tangíveis para a sociedade como um todo (Costa, 2016). Portanto, o financiamento por meio do BNDES para iniciativas tanto públicas quanto privadas é um assunto complexo que envolve considerações éticas, econômicas e sociais, demandando uma análise minuciosa e um debate aberto sobre os ativos intangíveis das empresas (Crisóstomo, 2009).

## **1.6 Estrutura do trabalho**

Este trabalho está dividido duas partes. A primeira parte é composta pelos tópicos de introdução geral, justificativa, descrição da amostra, cronograma de execução e estrutura do trabalho. A segunda parte é composta pela proposta de dois artigos que serão desenvolvidos.

O Artigo 1 é intitulado por “Análise dos desembolsos do BNDES sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras de capital aberta”. Este artigo tem como objetivo investigar, por meio de dados secundários, disponibilizados nos relatórios financeiros das empresas brasileiras de capital aberto, a relação entre o capital obtido pelo BNDES e intangibilidade de cada empresa e o seu desempenho.

O segundo Artigo 2 é intitulado como “Efeitos dos financiamentos sobre o grau de intangibilidade das empresas”. Esta pesquisa busca discutir a relação entre financiamento e ativos intangíveis para empresas públicas e privadas.

O Quadro 1 esquematiza a parte II deste trabalho, onde se pode observar o título do artigo, bem como a metodologia a ser empregada para o alcance dos objetivos.

Quadro 1 - Proposta dos artigos, objetivos e métodos utilizados.

Artigos	Objetivo	Metodologia
Artigo 1 - Análise dos desembolsos do BNDES sobre o desempenho das empresas brasileiras de capital aberta	Analisar os ativos intangíveis das empresas brasileiras e o seu desempenho financeiro segundo o nível de financiamento do BNDES.	Regressão múltipla de dados em painel.
Artigo 2 - Efeitos dos financiamentos sobre o grau de intangibilidade das empresas	Investigar se os financiamentos do BNDES impulsionam a intangibilidade das empresas brasileiras, e se a propriedade estatal fortalece essa relação.	Regressão múltipla de dados em painel.

Fonte: Elaboração própria (2025).

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Revisão de literatura: Resource-Based View (RBV)

A Teoria RBV emergiu como uma das principais perspectivas teóricas na área da estratégia empresarial, ao contrário das abordagens tradicionais que enfatizam o ambiente externo como principal determinante da vantagem competitiva, nessa perspectiva, a RBV direciona o foco para os recursos internos da organização (Fama; Perez, 2006; Teece, 1998). A premissa central da RBV é que os recursos e capacidades únicos e valiosos de uma empresa são os principais determinantes de sua performance e de sua capacidade de gerar vantagens competitivas sustentáveis para as empresas (Braga, 2023).

As empresas que conseguem desenvolver uma compreensão profunda de seus recursos intangíveis podem tomar decisões estratégicas mais informadas, investindo na ampliação desses ativos valiosos e alinhando-os com os objetivos organizacionais. A RBV destaca a importância da dinâmica organizacional na criação e sustentação desses recursos intangíveis ao longo do tempo (Tidd et al., 2005). Isso implica que a capacidade de adaptação, aprendizado contínuo e inovação constante são essenciais para manter a relevância e a competitividade em um ambiente de negócios que está em constante mudança. Ao reconhecer a importância desses ativos invisíveis e desenvolver estratégias eficazes para gerenciá-los, as organizações podem fortalecer sua posição no mercado e prosperar a longo prazo (Madhani, 2010).

Kramer (2011), relata que os recursos intangíveis são essenciais, uma vez que muitos deles se enquadram como únicos esses recursos incluem ativos intangíveis, como conhecimento organizacional, capital intelectual, reputação da marca, relacionamentos com clientes, P&D, inovação, máquinas, tecnologia, patentes entre outros. Carvalho et al. (2010) enfatiza que a aplicação da RBV no contexto do setor financeiro brasileiro. Os autores informam que a relação entre ativos intangíveis e desempenho financeiro de empresas listadas na B3 são de suma relevância de diferentes tipos de ativos intangíveis, como marcas e capital humano, para a geração de valor que podem auxiliar gestores financeiros a identificar e valorizar os recursos intangíveis que mais impactam o desempenho de suas empresas.

Kayo e Famá (2004) oferecem uma contribuição significativa para a literatura sobre finanças corporativas ao aprofundar a compreensão da relação entre a estrutura de capital e o risco das empresas, com foco na distinção entre empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. Ao demonstrar que empresas com maior proporção de ativos intangíveis tendem a apresentar maior risco e uma estrutura de capital mais conservadora, e destaca a importância de considerar a natureza dos ativos ao analisar a decisão de financiamento. Em consonância com a RBV, a pesquisa enfatiza a importância de considerar o custo e o tempo de retorno dos investimentos em ativos intangíveis ao tomar decisões estratégicas. Assim, RBV destaca que os ativos intangíveis, embora valiosos, possuem características únicas como alto custo e retorno a longo prazo, exigindo uma análise cuidadosa das implicações financeiras e estratégicas dessas decisões.

## **2.2 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)**

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ocupa um lugar central na história do desenvolvimento econômico do Brasil. Fundado em 1952, durante o

governo de Getúlio Vargas, o banco nasceu com a missão de fomentar o crescimento industrial do país. Nas décadas seguintes, o BNDES desempenhou um papel fundamental na expansão da infraestrutura, no apoio a setores estratégicos da economia e na promoção da industrialização e modernização tecnológica do país, sua trajetória, adaptou-se aos desafios e oportunidades de cada época (BNDES,2024). Durante o período de grande crescimento econômico do Brasil, o banco atuou como principal agente de financiamento de grandes projetos, como a construção de hidrelétricas e a expansão da indústria automobilística (Além, 2010). Esta instituição é estabelecida como uma empresa pública federal, vinculada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços, atuando como o principal instrumento do Estado, sendo seu único acionista, no qual tem como objetivo promover à alavancagem financeira de empresas brasileiras que necessitam de suporte financeiro para o seu crescimento e desenvolvimento (BNDES, 2024).

Estudos indicam que, desde sua criação, o BNDES contribuiu de forma significativa para o crescimento das empresas brasileiras (Ottaviano, 2008; Pezzin, 2015; Villar, 2020; Aparecida 2021). Os recursos financeiros destinados a pequenas, médias e grandes empresas tiveram um impacto relevante no fortalecimento da economia nacional. Assim, o BNDES desempenha um papel estratégico ao alinhar sua atuação com as políticas governamentais, consolidando-se como um dos principais instrumentos para viabilizar o planejamento estratégico do país (Fingerl, 2002; Pires, 2014).

Fingerl (2002), menciona que o Estado, através do BNDES, torna-se um instrumento para o financiamento de ativos inovadores no Brasil. As instituições reconhecem a importância de avaliar o valor econômico desses ativos, especialmente quando possuem características peculiares, como proteção legal e transferibilidade de propriedade.

O estudo, De Além (1997), mostrou que o BNDES é reconhecido como uma fonte alternativa para que as empresas possam criar estratégia na busca de vantagem competitiva, devido à sua capacidade de fornecer desembolsos financiamento em condições favoráveis, que muitas vezes não estão disponíveis no mercado financeiro tradicional. Ao ter acesso a recursos do BNDES, as empresas podem investir em estratégias de longo prazo, modernização tecnológica, expansão de capacidade produtiva e ativos intangíveis. Essa capacidade de investimento impulsionada pelo BNDES pode ajudar as empresas a melhorarem sua eficiência operacional, reduzir custos, inovar em produtos e processos, e conseqüentemente ganhar vantagem competitiva tanto no mercado nacional quanto internacional quando investem em ativos intangíveis (Fingerl, 2002; Aparecida 2021).

Barboza, (2023) recentemente conduziu uma pesquisa com 48 estudos acadêmicos que

avaliam os efeitos dos desembolsos financeiros do BNDES em diferentes áreas. De maneira geral, seu trabalho reforçou as evidências que apontam que os bancos de desenvolvimento podem ser uma ferramenta eficaz para impulsionar o investimento, e alavancar o desempenho das empresas.

A crescente adesão das empresas em expandir suas operações levou o banco a criar suas subsidiárias, BNDES Participações S.A. (BNDESPAR), como uma estratégia eficiente para atender às variadas demandas do mercado brasileiro (BNDES, 2024). Ao ampliar sua atuação e oferecer serviços especializados em diferentes áreas da economia, o banco se tornou uma força motriz para o mercado nacional (Najberg; Sheila, 2002).

Alves, (2023) menciona que nos últimos anos, o BNDES tem se dedicado a apoiar setores estratégicos da economia, como a indústria, a infraestrutura e a inovação, no qual tem buscado promover desenvolvimento econômico mais sustentável e inclusivo, com foco em projetos que gerem empregos e contribuam para a redução das desigualdades sociais.

Diante dos desafios atuais, e a busca por um crescimento mais sustentável, o BNDES continua sendo um dos principais instrumentos do governo federal para promover o desenvolvimento econômico do país, que ao longo de sua história desenvolveu uma série de programas e linhas de financiamento para atender às diversas demandas da economia brasileira. Dentre os programas, estão o Financiamento a Empreendimentos - FINEM que é uma linha de crédito específica para financiar estudos, projetos, aquisição de equipamentos e capacitação, com foco em inovação e modernização, fortalecendo a competitividade das empresas brasileiras, e o Financiamento de Máquinas e Equipamentos – FINAME, programa voltado para financiar a aquisição de máquinas, equipamentos, veículos e bens de informática e automação, preferencialmente de fabricação nacional. O crédito facilita a modernização e expansão da capacidade produtiva das empresas, promovendo a indústria e reduzindo a dependência de importações, com financiamento direto e indireto por agentes credenciados (BNDES, 2025; Lemos, 2023; Ottaviano, 2008).

### **3.METODOLOGIA**

A metodologia desta pesquisa é apresentada nesta seção, descrevendo o tipo de pesquisa, a natureza dos dados, os métodos de coleta e as fontes de informação. Visando garantir a precisão e o rigor científico da investigação, cada etapa foi cuidadosamente planejada e executada. Serão também delineados a população e a amostra investigadas, fornecendo o contexto necessário para a interpretação dos resultados.

### **3.1 Tipo de pesquisa**

A presente pesquisa tem como objetivo principal explicar as relações entre as variáveis adotando uma abordagem quantitativa. Seguindo os preceitos de Creswell e Creswell (2021), o estudo formulou hipóteses que estabelecem relações precisas entre os construtos teóricos. A análise quantitativa, por meio de técnicas estatísticas, permitirá testar empiricamente essas hipóteses, possibilitando identificar os fatores que influenciam significativamente o fenômeno em estudo. Além da explicação causal, a pesquisa também possui um caráter descritivo, conforme sugerido por Gil (2002), permitindo caracterizar detalhadamente a amostra e as relações existentes entre as variáveis, contribuindo para um entendimento mais completo do contexto investigado.

### **3.2 Natureza, fonte e coleta de dados, amostra**

A amostra do estudo é composta por 108 empresas, incluindo 10 empresas estatais brasileiras. Para fins deste estudo, considerou-se como empresa estatal aquela em que o Estado detém, direta ou indiretamente, mais de 51% do capital social com direito a voto. Essa definição permite uma análise mais precisa do impacto da propriedade estatal nas decisões estratégicas e no desempenho das empresas, uma vez que garante o controle acionário do Estado sobre a companhia.

As empresas foram selecionadas e obtidas por meio das relações das operações contratadas na forma direta e indireta e automática do BNDES, que representam um conjunto específico de mecanismos de financiamento dos programas FINEM e FINAME. Nesse contexto, as operações contratadas referem-se aos acordos firmados entre o BNDES e empresas ou entidades que buscam apoio financeiro para projetos específicos, voltados para tecnologia e inovação (BNDES, 2024). Vale ressaltar que a distinção entre forma direta e indireta está na forma como o financiamento foi concedido, se diretamente pelo BNDES aos solicitantes, enquanto na forma indireta, podem estar envolvidos intermediários financeiros, como bancos comerciais, bancos de desenvolvimento local ou agências estaduais de fomento (Barboza, 2019; BNDES, 2024; Silva, 2017)

O BNDES é considerado um banco nacional que mantém parcerias com outros bancos de desenvolvimento regional, no qual realiza repasses na manutenção dos seus programas. Assim, a seleção da amostra inicial consiste em empresas que realizaram algum tipo de desembolso junto ao BNDES, resultou em um total de 2297 empresas. Para desenvolver a

pesquisa, foi realizado um filtro, excluindo as empresas que não estavam listadas na Bovespa, instituições financeiras e mantendo apenas as empresas ativas no mercado acionário, que utilizaram desembolsos financeiros dos programas FINEM e FINAME de 2008 a 2023 através do BNDES.

A escolha em selecionar as empresas a partir de 2008 se deve ao fato que em 2007 o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) fez menção a Lei 11.638/2007, referente aos lançamentos de ativos intangíveis e seu reconhecimento no balanço patrimonial. Essa lei representou um avanço significativo na contabilidade brasileira, ao estabelecer um marco regulatório mais preciso e abrangente para a contabilização dos ativos intangíveis. Essa mudança contribuiu para uma maior transparência e confiabilidade das informações contábeis, fortalecendo o mercado de capitais brasileiro.

Além disso, em 2010 o CPC 04, a primeira revisão (R1) representou um marco significativo na evolução da contabilidade no Brasil, impulsionada pela crescente importância dos ativos intangíveis no cenário econômico global (Dagostini, 2020). A norma, alinhada com as Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS), veio trazendo maior precisão e rigor na mensuração e reconhecimento desses ativos, que antes eram subvalorizados ou até mesmo ignorados nas demonstrações financeiras. Essa mudança refletiu a necessidade de as empresas proporcionarem informações mais transparentes e relevantes aos seus stakeholders, como investidores, credores e órgãos reguladores (Mazzioni, 2017).

A tabela abaixo apresenta a amostra de pesquisa e suas principais informações, nome da empresa, e setor de atuação.

Tabela 1 – Amostra da pesquisa.

#	Empresa	Setor econômico Bovespa	#	Empresa	Setor econômico Bovespa
1	Azeris	Bens industriais	56	JBS	Consumo não cíclico
2	AES Brasil	Utilidade pública	57	Josapar	Consumo não cíclico
3	All Norte	Bens industriais	58	JSL	Bens industriais
4	Alpargatas	Consumo cíclico	59	Karsten	Consumo cíclico
5	Alupar	Utilidade pública	60	Kepler Weber	Bens industriais
6	Ambev S/A	Consumo não cíclico	61	Lifemed	Saúde
7	Americanas	Consumo cíclico	62	Locaweb	Tecnologia
8	Ampla Energ	Utilidade pública	63	Log-In	Bens industriais
9	Azul	Bens industriais	64	Lojas Renner	Consumo cíclico

10	Bardella	Bens industriais	65	Lupatech	Petróleo gás e biocombustíveis
11	Baumer	Saúde	66	Marcopolo	Outros
12	Biommm	Saúde	67	Marfrig	Consumo não cíclico
13	Boa Safra	Consumo não cíclico	68	Mater Dei	Saúde
14	Braskem	Materiais básicos	69	Metal Leve	Consumo cíclico
15	BRF SA	Consumo não cíclico	70	Minerva	Consumo não cíclico
16	Brq	Tecnologia	71	Mrs Logist	Bens industriais
17	Camil	Consumo não cíclico	72	Multiplan	Consumo não cíclico
18	Ceg	Utilidade pública	73	Neoenergia	Utilidade pública
19	Celesc	Utilidade pública	74	Oceanpact	Petróleo gás e biocombustíveis
20	Cemig	Utilidade pública	75	Oderich	Consumo não cíclico
21	Coelba	Utilidade pública	76	Oi	Comunicações
22	Comgas	Utilidade público	77	Padtec	Materiais básicos
23	Copasa	Utilidade pública	78	PagueMenos	Saúde
24	Copel	Utilidade pública	79	Paraapanema	Materiais básicos
25	Cosan	Petróleo gás e biocombustíveis	80	Petrobras	Petróleo gás e biocombustíveis
26	Cosern	Utilidade pública	81	Positivo Tec	Tecnologia
27	Coteminas	Consumo cíclico	82	Pratica	Bens industriais
28	CPFL Energia	Utilidade pública	83	Quality Soft	Tecnologia
29	Cristal	Materiais básicos	84	Raizen	Consumo não cíclico
30	Dexco	Materiais básicos	85	Rede Energia	Utilidade pública
31	Dimed	Saúde	86	Romi	Bens industriais
32	Dohler	Consumo cíclico	87	Sabesp	Utilidade pública
33	Ecorodovias	Bens industriais	88	Sanepar	Utilidade pública
34	Elektro	Utilidade pública	89	Santanense	Consumo cíclico
35	Eletrobras	Utilidade pública	90	Sao Martinho	Consumo não cíclico
36	Eletropar	Utilidade pública	91	Saraiva Livr	Consumo cíclico
37	Emae	Utilidade pública	92	Schulz	Bens industriais
38	Embraer	Bens industriais	93	Sinqia	Tecnologia
39	Energisa	Utilidade pública	94	SLC Agricola	Consumo não cíclico
40	Engie Brasil	Utilidade pública	95	Sudeste S/A	Outros
41	Equatorial	Utilidade pública	96	Suzano S.A.	Materiais básicos
42	Estrela	Consumo cíclico	97	Taurus Armas	Bens industriais
43	Ferbasa	Materiais básicos	98	Tegma	Bens industriais
44	Fras-Le	Bens industriais	99	Tenda	Consumo cíclico
45	Gerdau	Materiais básicos	100	Tim	Comunicações

46	Gerdau Met	Materiais básicos	101	Totvs	Tecnologia
47	Gol	Bens industriais	102	Triunfo Part	Bens industriais
48	Grupo Natura	Consumo não cíclico	103	Tupy	Bens industriais
49	Guararapes	Consumo cíclico	104	Unipar	Materiais básicos
50	Hercules	Consumo cíclico	105	Usiminas	Materiais básicos
51	Hidroviás	Bens industriais	106	Vale	Materiais básicos
52	Hypera	Saúde	107	Vamos	Consumo cíclico
53	Igua SA	Utilidade pública	108	Vibra	Petróleo gás e biocombustíveis
54	Intelbras	Tecnologia			
55	Irani	Materiais básicos			

Fonte: Elaborada pela autora (2025).

Analisar vários setores em uma amostra é fundamental para garantir a representatividade e a robustez dos resultados de uma pesquisa, especialmente quando se busca compreender fenômenos organizacionais ou econômicos de forma mais abrangente. Setores diferentes apresentam características estruturais, dinâmicas competitivas e contextos regulatórios distintos, o que pode influenciar significativamente o comportamento das empresas, suas estratégias e seus resultados (Yin, 2018). Ao incluir uma diversidade setorial, é possível capturar essas variações e evitar generalizações indevidas baseadas em um único segmento, além de permitir a identificação de padrões mais amplos ou de efeitos específicos que só se manifestam em determinados contextos.

## REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE FILHO, Antônio Rodrigues; DE VASCONCELOS, Alessandra Carvalho; DA ROCHA GARCIA, Editinete André. Análise da relação entre os ativos intangíveis e o disclosure de risco de empresas financeiras da B3. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 18, n. 1, 2024.

ALCÂNTARA, Jessica Nunes; Silva, Sabrina Soares; De melo Carvalho, Francisval. À influência da estratégia de Patrocínio no desempenho. **Revista de Administração FACES Journal**, 2018.

ALMEIDA-DA-SILVA, José Milton; NAKAMURA, Wilson Toshiro; VIEIRA, Elaine. Há Influência da Tangibilidade na Velocidade de Ajuste da Estrutura de Capital? Does Tangibility Influence Capital Structure Adjustment Speed? **Contabilidade, Gestão e Governança**, [s. l.], v. 20, n. 1, p. 55-71, 2017.

ALMEIDA, Mário Sérgio de. Impacto das externalidades geradas pelas multinacionais na intangibilidade de empresas brasileiras: **um estudo no setor de veículos e peças**. 2013.

ALEM, Ana Claudia; Cavalcanti, Carlos Eduardo de Siqueira. BNDES e o apoio à internacionalização das empresas brasileiras: **algumas reflexões**. 2005.

ALÉM, Ana Cláudia; GIAMBIAGI, Fabio. **O BNDES em um Brasil em transição**. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2010.

ALVES, Tamires Spier. O papel do BNDES na internacionalização de empresas como política de desenvolvimento entre 2003-2020. 2023.

AMARAL, D. C., Conforto, E. C., Benassi, J. L. G., & Araujo, C Gerenciamento ágil de projetos: aplicação em produtos inovadores São Paulo: **Saraiva**, (2011).

ARBIX, Glauco. Guerra fiscal e competição intermunicipal por novos investimentos no setor automotivo brasileiro. **Dados**, [s. l.], v. 43, p. 5-43, 2000.

BAQUER, Sebastián Martín-Retortillo. Las empresas públicas: reflexiones del momento presente. **Revista de administración pública**, n. 126, p. 63-132, 1991.

BARBOZA, Ricardo de Menezes; Furtado, Mauricio; Gabrielli, Humberto. The historical performance of BNDES: what does the data have to tell us? **Brazilian Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 39, p. 544-560, 2019.

BARNEY, JB (1991). Recursos firmes e vantagem competitiva sustentada. **Revista de Gestão**, 17(1), 99-120.

BELÉM, Vinícius Cintra; Marques, Matheus de Mendonça. À influência dos ativos intangíveis na rentabilidade do patrimônio líquido das empresas brasileiras. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. 2012.

BIN, Adriana et al. Da P&D à inovação: desafios para o setor elétrico brasileiro. **Gestão &**

**Produção**, [s. l.], v. 22, p. 552-564, 2015.

BNDES (2023). Relatório de administração – sistema BNDES. Unpublished manuscript, Rio de Janeiro

BNDES, 2024 - <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/>. Acesso em: 30/03/2024.

BNDES, 2024 - <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/>. Acesso em: 15/04/2024.

BRAGA, Laís; DE FARIAS AIRES, Renan Felinto. VANTAGENS COMPETITIVAS SOB A ÓTICA DO VRIO: Um Estudo de Caso no Setor Contábil. **Pensamento & Realidade**, v. 38, n. 1, p. 1-13, 2023.

BRANDÃO, Vanessa Cardozo. Communication and marketing in the digital age: To the internet as a media and sales channel. **Intercom**, 2011.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Casa Civil, 1976.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Da administração pública burocrática à gerencial. **Revista do Serviço Público**, [s. l.], v. 73, n. b, p. 53-87, 2022.

BRITO, Jorge et al. Clusters industriais na economia brasileira: uma análise exploratória a partir de dados da RAIS. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 32, n. 1, p. 71-102, 2002.

CALDEIRA, Alessandro Aurélio et al. Sustentabilidade da dívida estadual brasileira: uma análise da relação dívida líquida e resultado primário. **Revista de Administração Pública**, [s. l.], v. 50, p. 285-306, 2016.

CARVALHO, Francisval de Melo; Kayo, Eduardo Kazuo; Martin, Diógenes Manoel Leiva. Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 14, p. 871-889, 2010.

CARVALHO, Luciana; RESENDE, Pedro Henrique Mansour; PIMENTA, Marcio Lopes. A Relação Entre a Intangibilidade e o Desempenho: Um Estudo Comparativo entre Empresas do Brasil e dos Estados Unidos. **Pensar Contábil**, v. 25, n. 88, 2024.

CASEIRO, Luiz Carlos Zalaf. **Novas estratégias de internacionalização de empresas brasileiras: expansão geográfica, determinantes e alternativas de política industrial**. 2013. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

CHEN, S.-F. (2008). The Reasons for International Acquisitions: Capacity Acquisitions, Strategic Considerations, and the Role of Ownership Structures. **Jornal de Estudos de Negócios Internacionais**, [s. l.], v. 39(3), 454-47

CRISÓSTOMO, Vicente Lima. Difficulties of Brazilian companies to finance their investments in physical capital and innovation. **Revista de Economia Contemporânea**, [s. l.], v. 13, p. 259-280, 2009.

CPC - COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico. **CPC 04(R1)-Ativos Intangíveis**. 2010.

COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Valuation: measuring and managing the value of companies. **New York: John Wiley & Sons**, [s. l.], 2. ed. (University edition). 1996.

COPELAND, Thomas E. et al. Valuation: medir e gerenciar o valor das empresas. 1991.

COSTA, Caio César de Medeiros. **O dinheiro público pelo ralo: ensaios em gestão e corrupção**. 2016. Tese de Doutorado.

CZARNITZKI, Dirk; TOOLE, Andrew A. Patent protection, market uncertainty, and R&D investment. **The Review of Economics and Statistics**, [s. l.], v. 93, n. 1, p. 147-159, 2011.

DA SILVA, Minelle Enéas; GÓMEZ, Carla Regina Pasa. O papel do governo e a prática do consumo sustentável: como esse stakeholder atua no setor elétrico? **RECADM**, [s. l.], v. 10, n. 2, p. 107-123, 2011.

DAGOSTINI, Luciane; Da Rosa Dionizio, Cristiane Lins; MUSIAL, Nayane Thais Krespi. Evidenciação dos ativos intangíveis das empresas listadas no novo mercado da B3 em conformidade com CPC 04 (R1). **Revista Gestão Organizacional**, [s. l.], v. 13, n. 2, p. 142-161, 2020.

DIERICKX, I., & Cool, K. (1989). **Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage**. **Management Science**, 35(12), 1504-1511. DOI: 10.1287/mnsc.35.12.1504

DO VALLE, Mauricio Ribeiro; Albanez, Tatiana. Juros altos, fontes de financiamento e estrutura de capital: o endividamento de empresas brasileiras no período 1997-2006. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [s. l.], v. 6, n. 16, p. 49-72, 2012.

DOWBOR, Ladislau. Reinventando o governo: como o espírito empreendedor está transformando o setor público. **Revista do Serviço Público**, v. 45, n. 1, p. 197-198, 1994.

DUNNING, J., Kim, C. e Park, D. (2008), "Old Wine in New Bottles: A Comparison Between Transnational Corporations in Emerging Markets Today and Transnational Corporations in Developed Countries", in Sauvant, K. (Ed), **The Ascensão das Corporações Transnacionais dos Mercados Emergentes**, Edward Elgar, Cheltenham, pp.

DUARTE, Luciano; NABARRO, Wagner. Círculos financeiros e circuito do petróleo: instrumentos financeiros para investimento em atividades e fornecedores da Petrobras. **GEOUSP**, v. 25, p. e174581, 2021.

ECLACHE DA SILVA, Walter; KAYO, Eduardo; MARTELANC, Roy. BNDES loans and the financial constraints of Brazilian publicly traded companies. **RAUSP Management Journal**, [s. l.], v. 55, p. 567-582, 2021.

FALASTER, Christian; Da Costa, Priscila Rezende. Esforços de inovação de pequenos

negócios na América Latina. **Revista de Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas**, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 3, 2021.

FAMA, E.F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**. Cambridge, v. 25, p.383-417, 1970.

FARAH, Marta Ferreira Santos. Administração pública e políticas públicas. **Revista de Administração Pública**, [s. l.], v. 45, p. 813-836, 2011.

FAVRO, Jackelline; ALVES, Alexandre Florindo. Efeito do crédito do BNDES para a geração de empregos agroindustriais no Brasil. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, v. 60, n. 4, p. e229587, 2021.

FLEURY, A. E FLEURY, M. (2009), "The Evolution of Global Production Systems and the Emergence of Brazilian Multinationals", in Ramsey, J. and Almeida, A. (Eds), *The Rise of Brazilian Multinationals*, **Elsevier**, Rio de Janeiro.

GODOY, Tarcísio José Massote de. Influência do nível de investimento do setor público sobre o crescimento econômico e a produtividade total dos fatores. 2011.

GOMES PESSANHA, Gabriel Rodrigo et al. The Impact of Mergers and Acquisitions on the Market Value of Acquiring Banks in Brazil. **CONTABILIDADE GESTAO E GOVERNANCA**, [s. l.], v. 17, n. 3, p. 145-158, 2014.

HERMANN, J. (2011). Bancos públicos em sistemas financeiros de natureza. **Revista de Economia Política**, 31(3), 397–414, Kaplan, SN e Zingales, L. (1995).

HOU, Kewei; XUE, Chen; ZHANG, Lu. Digesting Anomalies: An Investment Approach. **Review of Financial Studies**, [s. l.], v. 28, n. 3, p. 650–705, 2015.

KAYO, Eduardo Kazuo et al. The Determinants of Intangibility. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, [s. l.], v. 7, p. 112-130, 2020.

KAYO, Eduardo Kazuo; FAMÁ, Rubens. A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 2, 2004.

KAYO, E. K., & Famá, R. (2004). À estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, [s. l.], v. 39(2), 164-176.

KAYO, E. K., Kimura, H., Basso, L. F. C., & Krauter, E. (2006). The Determinants of Intangibility. **Revista de Administração Mackenzie**, [s. l.], v 7(3), 112-130. <https://doi.org/10.1590/1678-69712006/administracao.v7n3p112-130>

KAYO, Eduardo Kazuo; TEH, Chang Chuan; Basso, Leonardo Fernando Cruz. Intangible assets and capital structure: the influence of trademarks and patents on indebtedness. **Revista de Administração-RA USP**, [s. l.], v. 41, n. 2, p. 158-168, 2006.

KREUZBERG, Fernanda; Vicente, Ernesto Fernando Rodrigues. Where are we headed? An

analysis of corporate governance research. **Journal of Contemporary Administration**, [s. l.], v. 23, p. 43-66, 2019.

LAZZARINI, Sergio G. et al. What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002–09. **World Development**, [s. l.], v. 66, p. 237-253, 2015.

LI, J., XIA, J. E ZAJAC, EJ (2018), "On the Duality of Political and Economic Stakeholder Influence on Firms' Innovation Performance: Theory and Evidence from Chinese Firms", **Strategic Management Journal**, [s. l.], vol. 39 No. 1, pp.

LIPPARINI, Andrea; CAZZOLA, Fabrizio; PISTARELLI, Paolo. Como sustentar o crescimento com base nos recursos e nas competências distintivas: a experiência da Illycaffè. **Revista de Administração de Empresas**, [s. l.], v. 40, p. 16-25, 2000.

LIU, N., WANG, L. E ZHANG, M. (2013). Corporate Ownership, Political Connections, and Mergers and Acquisitions: Empirical Evidence from China. **Artigos Econômicos Asiáticos**, [s. l.], v12(3), 41–57.

LOCKETT, Andy; Thompson, Steve; Morgenstern, Uta. The Development of the Resource-Based Vision of the Company: A Critical Evaluation. **Revista internacional de análises de gestão**, [s. l.], v. 1, pág. 9-28, 2009.

LU, ZHENGFEI, ZHU, JIGAO E ZHANG, WEINING (2012). Bank Discrimination, Ownership of Bank Property and Economic Consequences: Evidence from China. **Journal of Banking and Finance**, [s. l.], v 36(2), 341–354.

MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva. Political Connections and Credit Operations with BNDES. In fashion: **XIX USP International Conference in Accounting**. 2020.

MADEIRA, Rodrigo Ferreira. Restrições financeiras nas empresas brasileiras de capital aberto: a relevância da estrutura de capital para o investimento. 2013.

MARION, J. C. Contabilidade Empresarial. 17. ed. São Paulo: **Atlas**, 2015.

MARTINEZ, Antonio Lopo; MARTINS, Victor Anisio Merchid. Alavancagem financeira e agressividade fiscal no Brasil. **Revista de Contabilidade da UFBA**, [s. l.], v. 10, n. 3, p. 4-22, 2016.

MARTÍN-DE-CASTRO, G., Delgado-Verde, M., Lopez-Saez, P. e Navas-Lopez, JE (2011), "Rumo a 'uma visão da empresa baseada no capital intelectual': origens e natureza", **Jornal de Ética Empresarial**, [s. l.], vol. 98 No. 4, páginas 649-662.

MAZZIONI, Sady et al. Fatores determinantes da evidenciação de ativos intangíveis nas companhias brasileiras de utilidade pública. **Contabilometria**, v. 4, n. 2, 2017.

MATHEWS, John A. Lagging Company Competitive Advantages: A Resource-Based Reporting of Industrial Recovery Strategies. **Jornal de gestão da Ásia-Pacífico**, [s. l.], v. 467-488, 2002.

MEDEIROS, Ayron Wanderley; MOL, Anderson Luiz Rezende. Tangibility and intangibility

in the identification of persistent performance: evidence in the Brazilian market. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 21, p. 184-202, 2017.

MEDRADO, Franciele et al. Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [s. l.], v. 10, n. 28, p. 32-44, 2016.

MEINERT, Maria Helena. **Estudo sobre a confiança dos stakeholders nas informações não-financeiras dos relatórios de sustentabilidade das empresas**. 2008. Tese de Doutorado.

MOELLER, K. Intangible and financial performance causes and effects. **Journal of Intellectual Capital**, Bradford, [s. l.], v. 10, n. 2, p. 224-245, 2009.

MOTA, Jorge Falagán. Análisis de una generalización del modelo de crecimiento cíclico de Goodwin. **Cuadernos de economía: Spanish Journal of Economics and Finance**, v. 25, n. 70, p. 359-382, 2002.

MUGERA, Amin W.; BITSCH, Vera. Managing labor on dairy farms: a resource-based perspective with evidence from case studies. **International Food and Agribusiness Management Review**, [s. l.], v. 8, n. 3, p. 79-98, 2005.

MARIUZZO, Patrícia. BNDES: pronto para alavancar investimentos em inovação no país. **Inovação Uniemp**, [s. l.], v. 3, n. 6, p. 6-9, 2007.

NASCIMENTO, Eduardo Mendes et al. Ativos intangíveis: análise do impacto do grau de intangibilidade nos indicadores de desempenho empresarial. **Enfoque: Reflexão Contábil**, [s. l.], v. 31, n. 1, p. 37-52, 2012.

NELSON, Richard R. As fontes do crescimento econômico. **Unicamp**, 2006.

NETO, Alexandre Assaf; Silva, César Augusto Tibúrcio. **Administração do Capital de Giro**. 3. ed. São Paulo: **Atlas**, 2006.

NOVAES, Henrique Tahan; Dagnino, Renato. O fetiche da tecnologia. **Org & Demo**, [s. l.], v. 5, n. 2, p. 189-210, 2004.

OTTAVIANO, Gianmarco; DE SOUSA, Filipe Lage. O efeito do BNDES na produtividade das empresas. **Inovação e Crescimento das empresas. Brasília: IPEA**, 2008.

PAN, Y., Teng, L., Supapol, A., Lu, X., Huang, D., & Wang, Z. (2014). Corporate Ownership of FDI: The Influence of Government Ownership and Legislative Connections. **Jornal de Estudos de Negócios Internacionais**, [s. l.], v 45(8), 1029–1043.

PEREIRA, Thiago Rabelo; Miterhof, Marcelo Trindade. O Papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro Nacional e a criação da TLP. **Economia e Sociedade**, [s. l.], v. 27, p. 875-908, 2018.

PEREZ, Marcelo Monteiro; Famá, Rubens. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 17, p. 7-24, 2006.

PEZZIN, Dante Chiavareto. Financiamentos do BNDES para concessões em transportes no Brasil: uma análise a partir da ótica do desenvolvimento regional. **Revista Política e Planejamento Regional**, v. 2, n. 1, p. 173, 2015.

PICININI, Elieser Fernando; Dias, Tiago Farias. Project schedule management as a success factor for their execution: a case study in a footwear company in the Paranhana valley/RS. **Revista de Administração de Empresas Eletrônica-RAEE**, [s. l.], v 16, p. 59-85, 2022.

PRATES, Daniela Magalhães; Cintra, Marcos Antonio Macedo; FREITAS, Maria Cristina Penido. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. **Economia e Sociedade**, [s. l.], v. 2, pág. 85-116, 2000.

RAMAMURTI, R. e Singh, J. (2009), *Multinacionais Emergentes em Mercados Emergentes*, Cambridge Imprensa da Universidade, **Cambridge**.

RIBAS, Felipe Santos; BLANCHET, Luiz Alberto. The impacts of Law 13,303, of June 30, 2016, on the performance of state-owned companies in the financial and capital markets. An analysis from the perspective of corporate governance. **Scientia Iuris**, [s. l.], v. 24, n. 1, p. 10-24, 2020.

RIBEIRO, Beatriz Guimarães. **O Estado empreendedor brasileiro: uma análise das políticas de concessão de crédito do BNDES para o fomento da inovação no Brasil**. 2022. Tese de Doutorado. [sn].

SANTOS, Aliane Oliveira; Carneiro, A. de F.; Santana, Alex Fabiano Bertollo. Percepção e Grau de Conhecimento de Graduandos em Ciências Contábeis sobre Ativo Intangível (CPC 04) e Estrutura Conceitual Básica (CPC 00). **Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Paraná, Curitiba**, [s. l.], v. 40, n. 171, p. 24-34, 2015.

SANTOS, E. S.; Calixto, L. Impacts of the beginning of international accounting harmonization (Law 11.638/07) on the results of publicly-held companies. **Journal of Electronic Administration**, São Paulo, [s. l.], v. 9, n. 1, p. 01-26.

SCRIPTORE, Juliana Souza; Toneto júnior, Rudinei. À estrutura de provisão dos serviços de saneamento básico no Brasil: uma análise comparativa do desempenho dos provedores públicos e privados. **Revista de Administração Pública**, [s. l.], v. 46, p. 1479-1504, 2012.

SILVA, Sandro Pereira. **Capacidades estatais para o financiamento do investimento no Brasil: uma análise da relação institucional de complementaridade entre FAT e BNDES**. Texto para Discussão, 2019.

SILVA, Sandro Pereira. complementaridades institucionais para o financiamento do investimento no Brasil: Análise da relação entre FAT e BNDES. **Desenvolvimento em Debate**, v. 9, n. 2, p. 51-75, 2021.

SILVA, Walter Eclache da. **Empréstimos do BNDES e a restrição financeira das empresas brasileiras de capital aberto**. 2017. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SOUZA, Janice Janissek de. Teoria implícita de organização inovadora em empresas com padrões diferenciados de adoção de práticas de gestão. 2017.

TEECE, D. J. Capturing value from knowledge assets: the new economy, markets for knowhow, and intangible assets. **California Management Review**, Berkeley, [s. l.], v. 40, n. 3, p. 55-79, 1998.

THAMER, Rogério; Lazzarini, Sérgio Giovanetti. Projetos de parceria público-privada: fatores que influenciam o avanço dessas iniciativas. **Revista de Administração Pública**, [s. l.], v. 49, p. 819-846, 2015.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; Costa, Fernando Nogueira da. BNDES e o financiamento do desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, [s. l.], v. 21, p. 975-1009, 2012.

VAZ, Janderson Martins et al. Relação entre investimentos em intangíveis e produtividade total de fatores: um estudo do setor industrial brasileiro. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [s. l.], v. 11, n. 24, p. 43-64, 2014.

VIGLIONI, M.T.D., & Calegario, C.L.L. (2021). How firm size moderates the knowledge and affects the innovation performance? Evidence from Brazilian manufacturing firms. Iberoamerican **Journal of Strategic Management**, 01–20. <https://doi.org/10.5585/riae>. [s. l.], v. 20 il.15567

VILLAR, Larissa Marrocos Resende et al. A participação do BNDES no mercado de crédito brasileiro. 2020.

VILLALONGA, B. (2004), “Recursos intangíveis, q de Tobin e sustentabilidade das diferenças de desempenho”, **Journal of Economic Behavior and Organization**, [s. l.], vol. 54 N° 2, pp.

WANG, Chengqi. Explore the role of government involvement in FDI outflows from emerging economies. **Revista de Estudos de Negócios Internacionais**, [s. l.], v. 655-676, 2012.

WANG, Chengqi et al. Explore the role of government involvement in FDI outflows from emerging economies. **Journal of International Business Studies**, [s. l.], v. 655-676, 2012.

WANG, Hu. ESG investment preference and fund vulnerability. **International Review of Financial Analysis**, [s. l.], v. 91, p. 103002, 2024.

WANG, Ching Ping; HUANG, Hung Hsi; HU, Jin Sheng. Reverse-Engineering and Real Options–Adjusted CAPM in the Taiwan Stock Market. **Emerging Markets Finance and Trade**, [s. l.], v. 53, n. 3, p. 670–687, 2017.

WU, J., WANG, C., Hong, J., Piperopoulos, P. e Zhuo, S. (2012), "Internationalization and Innovation Performance of Emerging Market Firms: The Role of Host Country Institutional Development", **Journal of Negócios Mundiais**, [s. l.], vol. 51 N° 2, pp.

YIN, Robert K. *Case study research and applications: design and methods*. 6. ed. Thousand Oaks: Sage Publications, 2018.

YEYATI, Eduardo Levy; MICCO, Alejandro; PANIZZA, Ugo. Should the government be in the banking business? **The Role of State and Development Banks**. 2004.

ZHANG, J. (2020), "The Incentive Effect of Government Subsidies on Chinese Firms' Innovation – An Explanation Based on the U-Shaped Relationship," **Economic Perspectives**, [s. l.], vol. 6 N° 6, pp.

ZHANG, Chenyan et al. The role of government policies in explaining the internationalization of Chinese firms. **Journal of Business Research**, [s. l.], v. 141, p. 552-563, 2022.

## SEGUNDA PARTE – ARTIGOS

### ARTIGO 1: ANÁLISE DOS DESEMBOLSOS DO BNDES SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

#### RESUMO

Este estudo teve como objetivo analisar o efeito financeiro do Estado através dos desembolsos do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), para alavancar ativos intangíveis e desempenho das empresas brasileiras que estão listadas na B3. A abordagem foi quantitativa e descritiva, para mensurar os dados, foram analisados o período de 2008 a 2023, utilizando as demonstrações financeiras disponibilizadas no site do BNDES e pela base de dados Economática®. A amostra foi conduzida com 108 empresas, listadas no mercado acionário. Sendo utilizado o estimador Feasible Generalized Least Squares (FGLS) para realizar os testes estatísticos. Para confirmação dos modelos utilizados, foi feito um teste de robustez por meio do atraso da variável dependente com um atraso de 1 ano para verificar se as estimativas se mantêm robustas ao longo do tempo. Os resultados mostraram que, a influência do BNDES foi positiva para as empresas, o BNDES foi significativo para o desempenho e obteve resultados positivos influenciando ativos intangíveis. Portanto, é necessário aprofundar a análise da literatura, pois os ativos intangíveis estão ligados a investimentos de alto valor, especialmente em inovação e tecnologia. Além disso, o incentivo a essas atividades muitas vezes depende do apoio do Estado.

**Palavras-Chave:** estado; BNDES; desempenho; ativos intangíveis.

#### ABSTRACT

This study aimed to analyze the financial effect of the State through disbursements from the BNDES (National Bank for Economic and Social Development), to leverage intangible assets and the performance of Brazilian companies that are listed on B3. The approach was quantitative and descriptive, to measure the data, the period from 2008 to 2023 was analyzed, using the financial statements available on the BNDES website and through the Economática® database. The sample was conducted with 108 companies, listed on the stock market. The Feasible Generalized Least Squares (FGLS) estimator was used to perform the statistical tests. To confirm the models used, a robustness test was carried out by delaying the dependent variable with a delay of 1 year to verify whether the estimates remain robust over time. The results showed that the influence of BNDES was positive for companies, BNDES was significant for performance and obtained positive results influencing intangible assets. Therefore, it is necessary to deepen the analysis of the literature, as intangible assets are linked to high-value investments, especially in innovation and technology. Furthermore, encouraging these activities often depends on State support.

**Keywords:** state; BNDES; performance; intangible assets.

## 1.INTRODUÇÃO

A crescente complexidade do ambiente de negócios, marcada pela globalização e intensificação da competição, tem exigido das empresas uma adaptação e aprimoramento em suas estratégias (Guo & Huang, 2024; Hu et al., 2023). Essa dinâmica tem impulsionado cada vez mais o investimento em ativos intangíveis (Moeller, 2009; Moura, 2014). Alguns exemplos de ativos intangíveis, tais como marca, patentes, know-how entre outras tecnologias, são notoriamente difíceis de replicar ou imitar, devido à proteção legal oferecido pelos direitos de propriedade intelectual e alto grau de especificidade desses recursos, o que os torna ativos valiosos e insubstituíveis (Albuquerque, 2024). Isso ocorre, pois ao contrário dos ativos tangíveis, os intangíveis apresentam características únicas que os tornam praticamente inimitáveis (De Araújo, 2022).

Nesse sentido, a teoria da Visão Baseada em Recursos (RBV) na qual apresenta uma abordagem teórica que redefine a compreensão da vantagem competitiva nas organizações (Madhani, 2010). Diferentemente das perspectivas que priorizam fatores externos, a RBV concentra-se nos recursos internos, argumentando que a singularidade e o valor desses recursos são os principais motores do desempenho superior e sustentável de uma empresa (Fama; Perez, 2006; Teece, 1997). Essa teoria sugere que as empresas capazes de identificar, desenvolver e proteger seus recursos estratégicos têm maior probabilidade de manter uma posição competitiva no mercado, garantindo melhores resultados (Da, Michael et al.2017; Schiavo, 2020; Silva, 2010). No entanto, esses ativos regularmente exigem investimentos de longo prazo e apresentam riscos elevados, o que os torna menos atrativos para o financiamento privado a curto prazo (Copeland, 1991).

Entretanto, nem todas as empresas possuem capacidade de investir em ativos intangíveis, tendo em vista que esses investimentos demandam significativos apoios financeiros e um longo período de maturação (Viglioni & Calegario, 2021). Nesse sentido, estudos destacam a relevância dos bancos governamentais no financiamento das empresas e no estímulo às suas atividades de inovação (Lin et al., 2012). Na China, o Estado também desempenha um efeito fundamental no apoio financeiro às empresas, utilizando o Banco de Desenvolvimento da China (CDB) como principal instrumento. De acordo com Lu, Zhu e Zhang (2012), o CDB não apenas apoia o setor privado, mas também financia projetos de infraestrutura e iniciativas de desenvolvimento econômico de interesse público. Essa abordagem abrangente tem contribuído significativamente para o crescimento econômico do país, destacando a China como uma das principais economias emergentes, graças à utilização estratégica de ativos

intangíveis como diferencial no mercado interno e externo, impulsionada pelo CDB (Ramamurti, 2009; Zhang et al., 2012).

No caso do Brasil, essa função é desempenhada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que ocupa uma posição central na promoção do crescimento econômico, fornecendo suporte a empresas públicas e privadas. Desde sua fundação em 1952, o BNDES tem como missão fomentar o desenvolvimento econômico nacional, incentivar a inovação e viabilizar que as empresas alcancem metas estratégicas específicas (Barbosa, 2019; Hermann, 2011). Enquanto algumas nações investem diretamente em inovação e capacitação tecnológica, outras optam por políticas de financiamento indireto, criação de ambientes desenvolvidos ao empreendedorismo ou incentivos fiscais, esses modelos de intervenção refletem as particularidades de cada contexto econômico, histórico e institucional (Amsden, 1989; Armendariz de Aghion, 1999).

De fato, o efeito dos bancos de desenvolvimento se revela como uma inovação essencial no fortalecimento das empresas locais, contribuindo para o desenvolvimento sustentável e a integração competitiva no cenário global (Batista, 2016; Guedes, 2018). No entanto, ainda pouco se sabe sobre o efeito da participação financeira de bancos de investimento e fomento, tal como o BNDES, nas atividades das empresas. Essa lacuna aumenta, principalmente em relação aos ativos intangíveis, pois além de demandar um maior aporte de recursos, demanda tempo de maturação (Viglioni & Calegario, 2021). Nesse sentido, é fundamental compreender o efeito do Estado através do BNDES no desempenho financeiro das empresas, especialmente na forma como ele influencia o direcionamento de recursos para a aquisição de ativos intangíveis, considerados estratégicos para a competitividade no mercado global. A partir disso, é fundamental realizar a seguinte pergunta: Como o Estado, através dos desembolsos do BNDES, influencia a aquisição de ativos intangíveis e o desempenho financeiro das empresas brasileiras de capital aberto?

Desse modo, os investidores continuam incertos em relação ao acúmulo de investimentos em ativos intangíveis, devido ao alto valor do investimento e à complexidade na avaliação da transparência desses ativos ao longo do tempo, em comparação com os ativos tangíveis (Moreira, Alves, Andreassi & Braga 2020). Além disso, é fundamental que os bancos de investimento, como o BNDES, compreendam melhor a importância do financiamento de atividades que geram valor não apenas para os acionistas, mas também para a economia. Para isso, é essencial compreender como os BNDES influencia a aquisição de ativos intangíveis e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. Portanto, o objetivo desse estudo é analisar o impacto dos ativos intangíveis e do financiamento do BNDES no desempenho financeiro das

empresas brasileiras listadas na B3. Para entender essa relação, a pesquisa considera uma ampla variedade de empresas de capital privado e a disponibilidade de recursos financiados pelo BNDES para verificar os efeitos nos ativos intangíveis dessas empresas, assim como seu desempenho financeiro.

Esta pesquisa é considerada relevante, uma vez que visa obter uma compreensão mais abrangente e clara das intrincadas relações entre o efeito do Estado através do BNDES, o desempenho financeiro e a influência nos recursos de ativos intangíveis para os investidores do mercado (Sanches, 2013). Este trabalho segue a literatura anterior que analisa empresas e setores governamentais tendo o Brasil como exemplo dos países em desenvolvimento da América Latina, conforme descrito por Lazzarini (2015). Entretanto, como fator único, incorporamos os efeitos do BNDES sobre as atividades de investimento em capital intangível para verificar a sua contribuição sobre o desempenho financeiro das empresas. Isso é relevante pois, no âmbito social, os ativos intangíveis fornecem novas informações essenciais para gestores, pesquisadores e formuladores de políticas, permitindo o desenvolvimento de novas estratégias, contribuindo assim para o avanço e inovação em diversos setores (Medeiros, 2017).

Ademais, os resultados desta pesquisa poderão contribuir para ampliar o conhecimento junto aos órgãos de classe e à comunidade acadêmica sobre os construtos desenvolvidos, fortalecendo o campo de estudos em estratégia, financiamento e ativos intangíveis. Essas contribuições também geram resultados positivos no mercado acionário brasileiro, ao oferecer subsídios teóricos e práticos para a tomada de decisão. Para os gestores de empresas privadas e públicas, as descobertas do estudo podem servir como uma base para compreender melhor a dinâmica do financiamento e da utilização de ativos intangíveis, permitindo-lhes identificar oportunidades, avaliar os riscos associados a diferentes fontes de recursos e elaborar estratégias mais eficientes para transferência o desempenho de recursos financeiros.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO E HIPÓTESES DE PESQUISA**

### **2.1 A visão baseada em recursos e os ativos intangíveis no Brasil**

Os ativos intangíveis, por serem difíceis de imitar, representam uma fonte de vantagem competitiva sustentável. Arrighetti et al. (2014), menciona que ativos intangíveis como reputação, marcas, patentes e concessões, por sua natureza, apresentam características que os tornam fontes de vantagem competitiva sustentável. Para Stefano (2014), ativos intangíveis não só refletem o esforço contínuo da empresa em buscar regulamentação, inovação e

competitividade no mercado, mas também se tornam ferramentas essenciais para sua sustentabilidade e crescimento a longo prazo.

De acordo com Kaio (2006), os ativos intangíveis ganharam destaque devido às suas características diferenciadas e exclusivas, enquanto os ativos tangíveis são mais facilmente adquiridos e substituídos, os intangíveis possuem qualidades como raridade e inimitabilidade, tornam-se essenciais para garantir vantagens em negociações do mercado, gerando vantagem competitiva conforme aponta a RBV. A RBV é considerada uma perspectiva estratégica que coloca em destaque os recursos e as capacidades internas da empresa como os principais determinantes de sua vantagem competitiva. Em outras palavras, a VBR sugere que o sucesso de uma organização não depende apenas das condições externas do mercado, mas também, e principalmente, de seus recursos internos únicos e valiosos (Barney 1991; Edith Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984).

Os ativos intangíveis frequentemente possuem muitos dos atributos necessários para se tornarem fonte de vantagem competitiva, porém é necessário conhecê-los e classificá-los. No contexto brasileiro, os ativos intangíveis inicialmente não eram especificamente especificados pela Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976). Contudo, a obrigação do Demonstrativo do Fluxo de Caixa (DFC) nas projeções contábeis passou a desempenhar um papel fundamental ao identificar, registrar e monitorar as transações financeiras relacionadas a esses ativos no balanço patrimonial. Com a promulgação da Lei nº 11.638/2007 e o Pronunciamento Técnico CPC 04, em 2010, que segue as diretrizes da IAS 38, foram estabelecidos parâmetros contábeis específicos para o tratamento de ativos intangíveis, proporcionando maior clareza e padronização em seu registro.

Para atender aos critérios estabelecidos pelo CPC 04 (R1), um ativo intangível precisa ser identificável, controlado pela entidade e capaz de gerar benefícios econômicos futuros. A identidade é garantida se o ativo for separável ou derivado de direitos contratuais ou legais. De acordo com o CPC 04 (R1) (2010, p. 6), um ativo intangível é definido como um ativo não identificável sem substância física. Reforçando, o conceito de ativo intangível que é frequentemente utilizado como sinônimo de recursos intangíveis, intelectuais, invisíveis, sem forma física ou incorporados (Moura et al., 2018; Tsai, Lu & Yen, 2012).

Além disso, o controle sobre o ativo ocorre, segundo o CPC 04 (R1) (2010, p. 7), quando uma entidade possui o poder de obter os benefícios econômicos gerados pelo recurso e de restringir o acesso de terceiros a esses benefícios, CPC 04 (R1) (2010, p. 8), que podem incluir receitas da venda de produtos ou serviços, redução de custos ou outros ganhos do uso do ativo. Portanto, de maneira geral, os ativos intangíveis podem ser internos, como marcas, softwares e

projetos de construção, ou adquiridos externamente, como licenças, patentes, concessões e serviços especializados (CPC 04). Essas definições são essenciais para compreender a relação entre ativos intangíveis e o desempenho organizacional (Albuquerque Filho, 2024; Carvalho, 2024; De Souza, 2022; Hu et al., 2023; Lipparini, 2020).

A literatura apresenta resultados divergentes enquanto algumas pesquisas indicam que os ativos intangíveis não exercem influência significativa sobre o desempenho financeiro, outros, estudos apontam uma associação direta entre intangíveis o desempenho financeiro da empresa, indicando que tais ativos podem contribuir positivamente para os resultados das empresas (Aparecida et al.2021; Dagostini, 2020; De Moura, 2020; Schiavo, 2020).

## **2.2 O Papel do financiamento estatal no Brasil**

Os bancos de desenvolvimento (BDs) desempenham um papel relevante no apoio às empresas, tanto por meio do fornecimento de capital quanto pela expectativa de contribuições de seu crescimento (Torres, 2012). Na China, Lu, Zhu e Zhang (2012) ressaltam que o governo disponibiliza recursos financeiros através do BDs da China (CDB). No caso da China, esse banco é extremamente reconhecido por seu suporte ao setor privado e por financiar projetos de infraestrutura e iniciativas de desenvolvimento econômico de interesse público. A atuação estratégica do CDB tem sido essencial para o crescimento da China, destacando o país entre as principais economias emergentes ao utilizar ativos estratégicos que fortalecem sua posição tanto no mercado interno quanto no externo (Zhang, et al., 2023).

No Chile, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e o Banco de Desenvolvimento do CAF são instituições que apoiam o desenvolvimento econômico estimulando a inovação e o desenvolvimento de novos negócios, no Canadá o BDs de Negócios (BDC) também se dedica a apoiar pequenas e médias empresas, na Alemanha, (KfW) é um banco de fomento que apoia o governo federal alemão e projetos de desenvolvimento no exterior assim como o BDs da Coreia (KDB) que foca em promover o crescimento industrial e tecnológico (Xu et al., 2021).

No Brasil, o BNDES é uma instituição estabelecida para o desenvolvimento do setor produtivo brasileiro. Desde sua criação em 1952, o BNDES tem como objetivo estimular a inovação e a competitividade das empresas, oferecendo recursos financeiros e não financeiros. Barboza (2019) e Hermanto (2021), mencionam que o BNDES desempenha um papel central na viabilização de projetos de longo prazo, que são essenciais para a geração de novos produtos, processos e serviços. De acordo com sua trajetória, sua formação se deu com base em sugestões

de uma comissão que envolveu o Banco Mundial, além de engenheiros e técnicos brasileiros e norte-americanos. Lazzarini et al., 2015, menciona que o BNDES é uma instituição que foi concebida para apoiar o processo de industrialização do Brasil, oferecendo financiamentos de longo prazo para projetos essenciais de infraestrutura, como a construção de hidrelétricas e a modernização da rede ferroviária.

A partir dos anos 2000, especialmente após a crise financeira global de 2008, observou-se um renovado interesse pela atuação dos BDs, nesse contexto, o *Institute of New Structural Economics* (INSE) e a Agence Française de Développement (AFD) se uniram para suprir a lacuna de dados sobre o tema, desenvolvendo uma base de dados sobre a atuação dos BDs (Xu et al., 2021). Entre 2009 e 2011, o governo federal, por meio do BNDES, usou o sistema público de crédito como uma ferramenta essencial para garantir liquidez no cenário pós-crise. A expansão das operações de crédito dos bancos oficiais ajudou a mitigar os impactos da queda do crédito privado. Um dos principais instrumentos desse período foi a criação do BNDES PSI em 2009, que permaneceu ativo até 2011, com o objetivo de financiar a aquisição de máquinas e equipamentos fabricados no Brasil, oferecendo condições mais favoráveis, como taxas de juros fixas e baixas (Machado, 2015). De acordo com Bonomo et al. (2015), as políticas de ampliação do crédito público tiveram um impacto positivo, permitindo a rápida recuperação do mercado de crédito brasileiro, que havia sido gravemente afetado no segundo semestre de 2008, com a drástica redução da oferta de linhas de crédito de capital de giro, especialmente para pequenas e médias empresas. A literatura demonstra que os desembolsos do BNDES foram essenciais principalmente para o desempenho das empresas (Alves et al., 2018; Medrado et al. 2016).

O BNDES, conta vários programas para a alocação dos desembolsos financeiros, contudo os programas desenvolvidos para a inovação é o BNDES FINEM e o BNDES FINAME, o FINEM uma linha de crédito que financia desde estudos e projetos até a aquisição de equipamentos e capacitação de pessoal, estimulando a criação de novos produtos, processos e modelos de negócio. Focado em inovação, o programa ajuda a modernizar maquinários, aumentar a eficiência e reduzir custos, fortalecendo a competitividade das empresas brasileiras no mercado internacional. Já o FINAME, também oferecido pelo BNDES, financia a aquisição de máquinas, equipamentos e bens de informática e automação. Essa linha de crédito promove a modernização do parque industrial brasileiro, contribuindo para a produtividade, a geração de empregos e a diversificação da economia, além de reduzir a dependência de importações e aumentar o desempenho das empresas (BNDES, 2025).

## **2.3 Hipóteses de pesquisa**

### **2.3.1 Os Ativos Intangíveis e o desempenho financeiro das empresas brasileiras**

Carvalho et al. (2010) e Miranda et al. (2015) apontam que, no Brasil, a maior parte das empresas de capital aberto são técnicas em setores que dependem mais de capital tangível do que intangível. Esses estudos destacam que as empresas brasileiras tendem a valorizar mais os ativos tangíveis e realizar investimentos menores em intangíveis, os resultados demonstram a importância dos ativos intangíveis para o sucesso das empresas brasileiras. Desse modo, ao investir em conhecimento, marcas e outras formas de capital intelectual, as empresas podem alcançar um desempenho superior e mais sustentável a longo prazo.

Nesse sentido, Medrado et al. (2016) evidencia em seu estudo com empresas envolvidas no índice da BM&FBovespa entre 2008 e 2014, e observaram uma relação positiva e significativa entre o nível de ativos intangíveis e a valorização das ações. De Moura et al. (2020) destacam que fatores como o ambiente de negócios e a governança corporativa exercem influência significativa sobre o desempenho das empresas familiares. Os autores identificaram uma relação positiva entre os ativos intangíveis e o valor dessas empresas de mercado, indicando que organizações com maior intensidade de ativos intangíveis tendem a ser mais valorizadas pelos acionistas. Essa descoberta sugere que os investidores valorizam as empresas com maior intensidade de ativos intangíveis, reconhecendo o potencial de crescimento e geração de valor a longo prazo na utilização desses ativos.

De Souza, (2022) destaca a relação entre ativos intangíveis e desempenho financeiro no setor financeiro. Os autores concluíram que, elementos, tais como marcas, patentes e capital humano influenciam positivamente os indicadores financeiros das empresas listadas na B3. Carvalho et al. (2024) investigam como os ativos intangíveis envolvendo como marca, patentes e conhecimento, afetam o desempenho das empresas, comparando empresas do Brasil e dos Estados Unidos. Os resultados demonstraram que, em ambos os países, os ativos intangíveis têm um impacto positivo no desempenho das empresas.

No entanto, as diferenças nos mercados dos dois países influenciam a forma como esse impacto ocorre. Por exemplo, no Brasil, um fator importante é o papel do Estado, especialmente por meio do BNDES, que ajuda as empresas a investir em inovação e outras áreas que envolvem envolvimento ativo intangível. Isso cria uma relação entre os ativos intangíveis e o apoio estatal, o que não ocorre da mesma forma nos Estados Unidos. Visando entender a relação direta entre ativos intangíveis e o desempenho das empresas brasileiras, a priori, propomos a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Os ativos intangíveis têm efeito positivo sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras listadas na B3.

### **2.3.2 O BNDES como catalisador de investimentos em ativos intangíveis**

O papel do estado no financiamento das atividades e suporte às empresas tem se destacado em todo o mundo (Xu et al., 2021). O financiamento estatal, passa a ser uma alternativa interessante para as empresas de capital, fechado ou aberto, inclusive familiares, visto que tais financiamentos e créditos de longo prazo possuem menor taxa de juros, voltados para o longo prazo e investimento das empresas (Barbosa, 2020; De Moura et al. 2020;). Isso tem se demonstrado como um facilitador para que as empresas possam ampliar suas atividades, e expansão, contribuindo para o desempenho financeiro (Figueredo, 2024; Medeiros, 2017).

Aparecida et al. (2021) analisou o desempenho financeiro do mercado de debêntures no Brasil, com foco nas transformações recentes desse mercado, especialmente após 2017. O estudo destaca a evolução do mercado, evidenciando os fatores que impulsionaram o crescimento das empresas, fontes de financiamentos do BNDES e a redução das taxas de juros no Brasil, a crescente demanda por investimentos mais seguros, e a atuação de políticas públicas favoráveis. Além disso, o trabalho também observa o impacto desses fatores no desempenho das empresas e no financiamento de grandes projetos de infraestrutura no país, sendo favoráveis para seu desenvolvimento.

Lazzarini et al. (2015) aborda a relação entre os recursos financeiros alocados pelo BNDES e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. De acordo com os autores, as alocações do banco não exercem uma influência direta sobre o desempenho operacional das empresas ou sobre suas decisões de investimento. Esse argumento pode ser visto como uma crítica à percepção de que o financiamento estatal seria um fator determinante para o sucesso ou para a melhoria no desempenho das empresas, especialmente em um cenário em que o BNDES é frequentemente citado como um impulsionador da competitividade e da inovação. Os autores sugerem ainda, que apesar da importância do banco estatal como agente de financiamento, os recursos não têm um impacto claro e imediato nas operações diárias ou nas escolhas estratégicas das empresas.

Barboza, (2018) menciona sobre o BNDES e sua evolução ao longo do tempo, adaptando-se às necessidades e prioridades de cada período. Guedes, (2018) destaca a influência do BNDES no desempenho das empresas, evidenciando seu papel estratégico no financiamento de projetos que impulsionam a inovação, a modernização e a expansão das

atividades empresariais. Ao suprir lacunas de financiamento de longo prazo, muitas vezes não atendidas pelo mercado privado, o banco atua como um evento de desenvolvimento econômico, promovendo melhorias na competitividade e na geração de valor das empresas. Com base no exposto, e nessa discussão podemos propor as seguintes hipóteses:

H2: Os recursos financeiros do BNDES têm efeito positivo no desempenho financeiro das empresas brasileiras listadas na B3.

Os ativos intangíveis são apresentados como uma potente forma de gerar valor para empresa (Aguiar, 2021; De Moura, 2020; Ferla, 2019; Nascimento, 2012; Ritta, 2018;). Isso pode ocorrer aumento o valor financeiro da empresa, uma vez que essas passam a aprimorar e a desenvolver novos produtos (Viglioni & Calegario, 2021). Entretanto, nem todas as empresas conseguem alavancar essa atividade por conta própria. Conforme destacado anteriormente, os bancos de investimentos em vários países, apresentam uma solução para esse problema ao tentar alavancar tais atividades envolvendo o capital intangível, visando geração de valor e expansão das empresas.

Ferla, (2019) contribuiu para a compreensão da importância dos ativos intangíveis para o desempenho das empresas latino-americanas, a pesquisa encontra uma relação positiva entre ativos intangíveis e indicadores de desempenho como ROA e ROE, considerando as particularidades de cada país e setor. A autora também menciona que empresas em diferentes estágios de desenvolvimento podem ter diferentes relações entre ativos intangíveis e desempenho. Empresas mais maduras podem ter uma base de ativos intangíveis mais sólida e, conseqüentemente, um desempenho mais consistente.

Carvalho, (2024) contribui para o debate sobre a relevância dos ativos intangíveis na competitividade empresarial e na compreensão das diferenças entre os sistemas empresariais brasileiro e americano. O autor destaca que, quanto maior o investimento nesses ativos, melhor tende a ser o desempenho e a rentabilidade das empresas, ainda que essa relação seja mais sutil e apresente menos resultados no Brasil. O estudo evidencia um crescimento dos investimentos em ativos intangíveis, sendo mais expressivo em países desenvolvidos, como os Estados Unidos, e mais moderado em economias emergentes, como o Brasil. Essa análise reforça a importância dos ativos intangíveis e os possíveis benefícios que podem gerar para o desenvolvimento econômico, onde empresas com mais ativos intangíveis tendem a ser mais lucrativas (De Araújo 2022).

Apesar dessa relação ser discutida em alguns estudos, ainda pouco se sabe sobre como o financiamento do BNDES modera a relação entre os ativos intangíveis e o desempenho das empresas. O apoio do Estado no financiamento de atividades envolvendo o capital intangível

ainda é uma incógnita, demandando maior análise (Lazzarini et al., 2015). Seguindo isso, é necessário entender como os intangíveis e o apoio do banco Estatal, tal como o BNDES, influencia o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. Dessa maneira, espera-se que o financiamento do Estado possa impactar positivamente essa relação. Portanto, propomos a seguinte hipótese de pesquisa:

H3: Os recursos financeiros do BNDES moderam positivamente a relação entre os ativos intangíveis e o desempenho financeiro das empresas listadas na B3.

### **3. METODOLOGIA**

Esta pesquisa adota uma abordagem quantitativa, seguindo as diretrizes de Richardson (1999), por meio da utilização de técnicas estatísticas tanto na coleta quanto no tratamento dos dados. Tal abordagem permite uma análise precisa e objetiva dos resultados obtidos durante a pesquisa. No que diz respeito ao tema, o estudo também se enquadra no âmbito descritivo, conforme indicado por Gil (2019). Isso implica que o foco principal está na descrição das características de uma determinada população, bem como na análise das relações entre variáveis relevantes, visando à um entendimento mais profundo do fenômeno em estudo. Gil (2019), também menciona que a pesquisa deve conduzir a propor soluções práticas para questões sociais específicas, buscando uma aplicação direta dos resultados para melhorar as condições e processos sociais, reforçando esse estudo.

O BNDES, fortalece o posicionamento competitivo das empresas brasileiras, promovendo maior eficiência produtiva, desenvolvimento de novos produtos, melhoria no desempenho empresarial e geração de valor econômico e social para o país (BNDES,2025). Nesse contexto, a análise inicial baseou-se nos tomadores de desembolsos financeiros, disponível na plataforma do BNDES. Entre os programas analisados, consideramos apenas os programas FINEM e FINAME (BNDES, 2025). Durante o processo de coleta e análise, realizando um cruzamento de dados foram excluídas as empresas inativas com registro baixado Instituições Financeiras e aquelas que não estavam listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) que é a bolsa de valores oficial do Brasil e uma das principais bolsas de valores do mundo. Ela foi criada em 2017 após a fusão entre a BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros) e a CETIP (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos. A amostra final considerou apenas empresas ativas que mantinham vínculo tanto com o BNDES quanto com a Bovespa, e os programas FINEM e FINAME a partir das quais foram extraídos todos os dados a serem analisados.

A amostra final abrange um total de 108 empresas, representando uma parcela de entidades públicas e privadas, cujas análises foram conduzidas no período de 2008 a 2023. Esses dados foram disponibilizados pela Economática, proporcionando uma visão abrangente e atualizada do desempenho e das tendências observadas no ambiente empresarial ao longo desse período. A inclusão de empresas tanto do setor público quanto do setor privado enriquece a amostra permitindo uma análise comparativa que contempla a variedade de dinâmicas e desafios enfrentados por organizações com diferentes propriedades e contextos de atuação durante esse intervalo temporal.

### **3.1 Variáveis**

#### **3.1.1 Variáveis dependentes**

Para avaliar a variável dependente, foi utilizada a lucratividade das empresas como indicador de desempenho, representada pelo Retorno sobre Vendas ou *Return on Assets* (ROS), que corresponde à razão entre o lucro operacional líquido e a receita de vendas. Segundo Borges (2024), essa métrica fornece uma visão precisa da habilidade da empresa em gerar lucros a partir de suas atividades principais. Além disso, Lima et al. (2013) destacam, ainda, que o ROS permite uma comparação objetiva do desempenho financeiro entre empresas que atuam no mesmo setor. O ROS em análises comparativas desempenha uma função estratégico, orientando decisões gerenciais e contribuindo para a otimização das operações. O uso do ROS facilita a avaliação de mercado quanto a identificação de ajustes necessários para aprimorar a eficiência operacional (Andrade, 2006). Portanto, o ROS fornece informações que apoiam a tomada de decisões, permitindo uma compreensão aprofundada do desempenho empresarial.

#### **3.1.2 Variáveis independentes**

As variáveis explicativas, incluem ativos intangíveis, como ativos intelectuais, patentes, marcas registradas e conhecimento especializado. Foram mensurados todos os ativos intangíveis detalhados pelas empresas em seus balanços patrimoniais, abrangendo marcas, patentes, capital humano, software e propriedade intelectual (Kayo, 2020). Investimentos em recursos intangíveis são frequentemente associados à busca por vantagens competitivas sustentáveis e à promoção da inovação (Borges et al., 2024). Avaliar esses recursos é essencial para compreender como as empresas os gerenciam e os utilizam para impulsionar seu desempenho e fortalecer sua competitividade.

A segunda variável independente envolve o aporte dos desembolsos financeiros do BNDES, no qual tem a função estratégica no desenvolvimento econômico do Brasil, impulsionando setores essenciais como infraestrutura, inovação e sustentabilidade. Por meio de linhas de crédito, financiamentos e programas específicos, o banco fomenta investimentos de longo prazo, especialmente em empresas que buscam expandir suas operações, modernizar sua estrutura produtiva ou fortalecer seu capital intangível.

A análise ganha relevância ao considerar que os desembolsos financeiros provenientes do BNDES podem apresentar uma correlação significativa com a rentabilidade e o desempenho das empresas. Além disso, o BNDES tem o papel fundamental no financiamento de ativos intangíveis (Barboza, 2020). A variável foi coletada na plataforma do banco através das informações disponibilizadas no portal de transparência, na aba Consulta a Operações do BNDES, onde a variável desembolsos financeiros do BNDES foi dividida em duas, sendo Projetos financiados pelo FINAME que financia a aquisição de máquinas, equipamentos e bens de informática e automação. A segunda envolve os projetos financiados pelo FINEM que é uma linha de crédito que financia desde estudos e projetos até a aquisição de equipamentos e capacitação de pessoal, estimulando a criação de novos produtos, processos e modelos de negócio. Ambos os programas estão ligados em inovação, os programas ajudam a modernizar maquinários, aumentar a eficiência e reduzir custos, fortalecendo a competitividade das empresas brasileiras. O total de aportes FINEM E FINAME compõe a variável desembolsos financeiros do BNDES. Essa abordagem possibilita uma compreensão mais profunda do efeito do Estado através do BNDES nas empresas, levando em conta as especificidades do contexto brasileiro (Ribeiro, 2022; Silva 2021).

### **3.1.3 Variáveis de Controle**

Foram utilizadas variáveis de controle que impactam diretamente o desempenho da empresa. A inclusão dessas variáveis possibilita uma análise mais abrangente do desempenho financeiro e estratégico das organizações. O tamanho da empresa, considerado um fator determinante do ROS, foi avaliado com base no ativo total, expresso em milhares de reais e transformado em logaritmo. Essa abordagem metodológica justifica-se pela influência do porte empresarial na estrutura de custos, na capacidade de investimento e na eficiência operacional.

O EBIT, indicador do lucro antes de juros e impostos, foi adotado para mensurar a eficiência operacional e a capacidade da empresa de gerar recursos a partir de suas atividades principais. Já a idade da empresa fornece informações sobre sua maturidade no mercado,

influenciando fatores como experiência acumulada, resiliência em cenários adversos e capacidade de adaptação (Silva, 2024). A Tabela 1 apresenta a composição das variáveis analisadas.

Tabela 1 – Variáveis do modelo

Variáveis	Abreviação	Descrição	Sinal esperado	Autores
Dependente				
Desempenho	ROS	Lucro líquido / Receita líquida	+	Ferla et al.; Silva (2019)
Explicativas				
Intangível	INTG	Logaritmo natural dos ativos intangíveis da empresa	+	Kaio et al. (2002)
Financiamento	BNDES	Total de empréstimos realizados pelo BNDES (FINEM e FINAME)	+	Lazzarini et al. (2015)
Controle				
Lucratividade	EBIT	Lucro operacional / Ativo total	+/-	Santos (2012)
Tamanho	TAM	Tamanho da Empresa=ln ( Ativo Total )	+/-	Long et al. (2020)
Idade da empresa	Idade	Logaritmo natural do ano de fundação – Ano atual	+/-	Long et al. (2020)

Fonte: Elaboração própria (2025).

### 3.3 Modelo

O modelo elaborado é expresso pela equação a seguir. A variável dependente, desempenho financeiro, é representada pelo ROS como função de diferentes variáveis explicativa. A variável capital intangível das empresas é dada por Intang, enquanto os financiamentos do BNDES são representados por BNDES. O efeito moderador da variável BNDES sobre o capital intangível é expresso por  $BNDES \times Intang$ . O termo controle envolve as variáveis de controle: Alavancagem (ALV); idade da empresa (Age) e EBIT. Por fim, o termo  $\varepsilon$  envolve o resíduo da regressão.

$$ROS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Intang_{i,t} + \beta_2 BNDES_{i,t} + \beta_3 BNDES \times Intang_{i,t} + \beta_4 Controle_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

## 4. RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva

A aplicação da matriz de correlação neste estudo é fundamentada em sua capacidade de analisar as relações lineares entre variáveis dentro de um conjunto de dados, sendo uma ferramenta estatística essencial. Essa matriz oferece uma visão aprofundada das interações e dependências entre as variáveis, o que facilita a interpretação dos dados. Na Tabela 2, são exibidas as variáveis associadas à média e ao desvio padrão.

Tabela 2 - Matriz de correlação

Variáveis	Média	Desvio	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) ROS	73.725	3907.2 7	1.0000					
(2) INTG	12.447	3.2710	0.0203	1.0000				
(3) BNDES	88130	32351	0.0077***	0.0400**	1.0000			
(4) EBIT	-8.976	990.57 5	0.2612	0.0038***	-0.0005	1.0000		
(5) IDADE	3.578	87873	-0.0064	0.0279*	0.2209**	0.0153	1.0000	
(6) TAM	15.343	1.982	0.0294	0.8051	0.1213	0.0410	0.0982	10000

Nota: significância \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Fonte: Elaborado pela Autora (2025).

Na Matriz de correlação entre as variáveis consideradas no estudo, o ROS apresenta uma correlação positiva, embora fraca, com intangíveis (0,0203) e com o financiamento do BNDES (0,0077), sendo este último estatisticamente significativo a um nível de 1% ( $p < 0,01$ ). O EBIT, por sua vez, exibe a maior correlação positiva com o ROS (0,2612), indicando uma relação mais forte entre o desempenho operacional e o retorno sobre as vendas, sem problemas de significância estatística. A Idade apresenta correlações estatisticamente significativas com intangíveis a 10% (0,0279,  $P < 0.10$ ) e BNDES a 5% (0,2209,  $p < 0,05$ ), sugerindo que empresas mais antigas tendem a ter maior exposição ao financiamento do BNDES e acumulam mais ativos intangíveis, todos os valores observados estão abaixo de 0,70, o que sugere que não há preocupações significativas relacionadas à multicolinearidade entre as variáveis (Kim, 2020).

Para garantir a confiabilidade dos dados, foi aplicado o teste de Variance Inflation Factor (VIF), uma técnica estatística amplamente utilizada em análises de regressão para identificar a presença de multicolinearidade entre variáveis independentes. A multicolinearidade ocorre quando duas ou mais variáveis independentes apresentam alta correlação, o que pode

comprometer a interpretação dos coeficientes e a precisão das estimativas do modelo. Em nossa análise, o VIF calculado é de 1,77, bem abaixo do limite máximo recomendado de 10 (Hair et al., 2010).

O teste de autocorrelação dos erros foi conduzido utilizando o método de Wooldridge (2018), que trata de uma questão central na modelagem estatística, especialmente em análises de séries temporais e regressões. A autocorrelação nos erros ocorre quando há padrões sistemáticos nas diferenças entre os valores observados e os previstos pelo modelo, o que pode comprometer a validade das estimativas. A metodologia proposta por Wooldridge inclui a introdução de termos defasados no modelo ou a aplicação de técnicas de estimação robustas, que levam em conta a estrutura temporal dos dados. Essa abordagem tem como objetivo minimizar os vieses gerados pela autocorrelação, resultando em estimativas mais consistentes e confiáveis dos parâmetros do modelo (Wooldridge, 2018). No entanto o teste de Wooldridge para autocorrelação em dados em painel indicam que existe autocorrelação de primeira ordem nos resíduos do modelo. A hipótese nula do teste ( $H_0$ ) afirma que não há autocorrelação de primeira ordem nos erros. No entanto, o valor  $F(1,107) = 10273,420$  e a probabilidade associada (p-valor) menor que 0,0000 fornecem evidências estatisticamente significativas para rejeitar  $H_0$  a qualquer nível de significância comum (como 1%, 5% ou 10%).

Os resultados para o teste de Wald para verificar a heterocedasticidade do modelo em efeitos fixos indicam a presença de heterocedasticidade nos dados, pois os mesmos também apresentaram resultados menor que 0,0000. Por fim realizamos o teste de Hausman, utilizado para determinar o modelo de efeitos fixos (FE) ou o modelo de efeitos aleatórios (RE) a ser utilizado, e qual deles seria o mais recomendado para nossa amostra, confirmando a utilização do RE pois o teste de Hausman não rejeita a hipótese nula de que as diferenças nos coeficientes entre os modelos de efeitos fixos (FE) e aleatórios (RE) não são sistemáticas ( $p > 0,05$ ), o RE é preferido, pois é mais eficiente. O resultado testado na nossa amostra apresentou o p-valor de 0,5235 para o teste de Hausman o que indica que não há evidências suficientes para rejeitar a hipótese nula, no qual que afirma que os coeficientes estimados pelo modelo de RE são consistentes e eficientes.

## 4.2 Resultados da regressão

Quanto aos resultados, foi selecionado o estimador Feasible Generalized Least Squares (FGLS). A decisão de adotar esse modelo baseia-se em sua eficácia em situações com um

número restrito de empresas, além de sua habilidade em corrigir problemas de autocorrelação e heterocedasticidade, conforme apontado nos testes preliminares realizados (Menke, 2021). A Tabela 3 apresenta todos os quatro modelos realizados para nossa pesquisa. O modelo 1 descreve apenas o efeito das variáveis de controle no desempenho da empresa. O modelo 2 indica o intangível e o efeito das variáveis de controle, enquanto o modelo 3 denota o apoio do BNDES e as variáveis de controle. Por fim, o modelo 4 destaca o efeito moderador entre intangíveis e apoio do governo no desempenho financeiro da empresa, para assim verificar as hipóteses propostas.

Tabela 3: Resultado da estimativa FGLS variável dependente (lag 1 ano).

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
INTG		-2.853 (13.543)		-45.617 (30.748)
BNDES			185.700** (79.507)	-513.471 (439.293)
BNDES x INTG				49.687* (30.216)
TAM	57.234*** (18.661)	72.222** (28.481)	66.143*** (17.657)	0.74.034** (28.969)
EBIT	0.333 (0.142)	0.339** (.149)	0.330** (0.140)	0.338** (0.150)
IDADE	-95.334*** (31.889)	-115.246*** (30.072)	-113.722*** (30.340)	-136.901*** (31.691)
Constante	-265.179 (351.461)	-321.030 (372.952)	-503.782 (344.904)	145.886 (562.513)
Efeito do tempo	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído
Número de observações	1,466	1,369	1,466	1,369
Número de empresas	108	108	108	108
Prob > chi2	379.84***	873.60***	586.19***	772.73***

Nota: Painel: Heteroskedastic; Correlation: panel-specific AR (1) p-valor de cada resultado \* 10%, \*\* 5% e \*\*\* 1%

Fonte: Elaborado pela Autora (2025).

Os resultados obtidos por meio do modelo FGLS, demonstram importantes relações entre o desempenho financeiro das empresas, medido pelo ROS, e as variáveis explicativas analisadas. O Modelo 2 (H1) considera os efeitos dos ativos intangíveis (INTG) sobre o ROS,

no qual apresentou um coeficiente não significativo, portanto nada se pode inferir sobre a hipótese H1. Além disso, o valor estatístico significativo sugere que essa relação é robusta. No entanto, ao incluir outras variáveis, esse efeito é reduzido. Essa redução significativa sugere que o impacto positivo dos ativos intangíveis sobre o desempenho financeiro das empresas pode estar superestimado quando analisado isoladamente. Além disso, a inclusão do financiamento do BNDES e da interação entre INTG e BNDES sugere que o efeito dos intangíveis depende de outros fatores. Isso indica que os ativos intangíveis, por si só, não são determinantes do desempenho, levando à rejeição da hipótese inicial.

O Modelo 3, examina exclusivamente a relação entre os financiamentos do BNDES e o desempenho financeiro das empresas. O coeficiente positivo de 79.507 sugere que o BNDES exerce uma influência modesta no aumento do ROS. No entanto, no Modelo 4, ao considerar a interação entre os financiamentos do BNDES e os ativos intangíveis, esse coeficiente aumenta expressivamente, sendo positivo e significativo a 10% ( $b = 185.700$ ,  $p < 0.05$ ). Isso indica que os desembolsos do BNDES desempenham um papel mais relevante quando analisados em conjunto com investimentos em ativos intangíveis. Dessa forma, a segunda hipótese é confirmada, pois os resultados evidenciam um impacto positivo do BNDES no desempenho financeiro das empresas, especialmente quando combinado com outros fatores.

No Modelo 4, inclui a interação entre os ativos intangíveis e o financiamento do BNDES, resultando em um coeficiente positivo e significativo a 10% ( $b = 49.687$ ,  $p < 0.10$ ). Esse resultado sugere que a combinação de investimentos em intangíveis e o apoio do BNDES potencializam o desempenho organizacional. Isso ocorre porque os investimentos em ativos intangíveis, como inovação, tecnologia e capital humano, necessitam de um suporte financeiro adequado para gerar retornos significativos.

O financiamento direcionado do BNDES pode atuar como um catalisador, viabilizando projetos estratégicos que de outra forma poderiam não se concretizar devido a restrições orçamentárias. Assim, a relação entre esses fatores parece ser complementar, indicando que as empresas que acessam recursos do BNDES e investem em intangíveis apresentam uma vantagem competitiva no mercado. Esses achados reforçam a hipótese de que o financiamento direcionado pode amplificar os efeitos dos ativos intangíveis sobre os resultados das empresas, confirmando a nossa terceira hipótese, conforme demonstrado no Quadro 1.

As variáveis de controle TAM, EBIT e IDADE, foram incluídas em todos os modelos. O tamanho da empresa (TAM) apresentou coeficientes positivos, indicando uma possível relação entre maior escala e melhor desempenho. O EBIT teve coeficientes positivos em todas as especificações, reforçando sua relevância como indicador de lucratividade. A idade da

empresa teve coeficientes baixos e estatisticamente menos expressivos, sugerindo um impacto marginal no desempenho corporativo. A constante variou entre os modelos, refletindo ajustes na estrutura dos modelos conforme novas variáveis foram incluídas.

Quadro 1- Resultado das Hipóteses.

Hipóteses	Desenvolvimento	Significância
H1	Os ativos intangíveis têm efeito positivo sobre o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3.	Inconclusiva
H2	Os recursos financeiros do BNDES têm efeito positivo no desempenho das empresas brasileiras listadas na B3.	Aceita
H3	Os recursos financeiros do BNDES moderam positivamente a relação entre o os ativos intangíveis e o desempenho das empresas listadas na B3.	Aceita

Fonte: Elaborado pela Autora (2025).

### 4.3 Teste de Robustez

Para validar a regressão original foi adotado um teste de robustez dos resultados. Primeiramente, a variável dependente original, ROS, substituída pela Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) com a defasagem em um ano (Bouchmel, 2024). Além disso, foi empregado o estimador Two-Stage Least Squares (2SLS) para amenizar problemas de endogeneidade entre as variáveis explanatórias (Albert et al., 2023). Essa abordagem permite verificar a consistência dos resultados ao introduzir uma métrica alternativa de desempenho financeiro e ao controlar para possíveis problemas de endogeneidade entre as variáveis explicativas. A inclusão do ROE defasado como variável dependente busca capturar o impacto das variáveis explicativas, como ativos intangíveis e EBIT, em uma medida diferente de retorno, testando se as relações identificadas no modelo original permanecem robustas em diferentes especificações.

Tabela 4: Resultado da estimativa Two-Stage Least Squares (2SLS) (lag 1 ano).

Variável	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7
INTG	-4.167 (2.917)		-157.491* (87.636)
BNDES		409.678** (164.205)	-1987.188* (1112.829)

BNDES x INTG		162.535*
		(89.977)
TAM	9.141 (6.029)	3.220** (2.216)
		1.655 (3.969)
EBIT	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)
		0.002*** (0.001)
Idade	-4.182 (5.511)	-20.851** (9.741)
		-5.558 (6.155)
Constante	-60.157 (40.322)	-367.042** (157.794)
		-1929.261* (1082.245)
Efeito do tempo	Incluído	Incluído
Número de observações	1,175	1,339
Número de empresas	108	108
Teste endogeneidade	8.703***	9.721***
		6.015**
Prob > chi2	87.11***	48.85***
		26.36

Nota: Painel: Heteroskedastic; Correlation: panel-specific AR(1)  
 Fonte: Elaborado pela Autora (2025).

O Modelo 5 avalia os efeitos dos ativos intangíveis (INTG) sobre o ROE, demonstrando um coeficiente positivo que sugere que os investimentos em intangíveis associados estão a um aumento no desempenho das empresas. Além disso, o valor estatístico associado (2.917) indica que a relação entre INTG e ROS pode ser menos robusta nesse modelo. Isso reforça a ideia de que a influência dos ativos intangíveis no desempenho das empresas pode ser mais sensível a diferentes especificações econométricas e à presença de variáveis omitidas, reforçando a ideia anterior.

O Modelo 6 a relação entre os desembolsos do BNDES e o desempenho das empresas, apresentando um coeficiente positivo de 409,6 sugere um impacto positivo, porém modesto, do financiamento sobre o ROE. Já no Modelo 7, ao considerar a interação entre o BNDES e os ativos intangíveis, o coeficiente do financiamento aumenta para 87.6 evidenciando que os desembolsos do BNDES exercem um efeito mais expressivo sobre o desempenho das empresas quando combinados com investimentos em ativos intangíveis. Isso reforça a ideia de que o BNDES pode potencializar os efeitos da inovação e do desenvolvimento de ativos intangíveis, alinhando-se às possibilidades de complementaridade entre financiamento e inovação.

O Modelo 7, também inclui a interação entre INTG e BNDES, resultando em um coeficiente positivo de 162,5. Esse resultado sugere que o financiamento do BNDES, quando

associado a investimentos em intangíveis, tem um impacto relevante no desempenho organizacional. Isso pode indicar que as empresas que acessam o crédito do BNDES e direcionam recursos para inovação e desenvolvimento de capital intangível obtêm melhores resultados operacionais. As variáveis de controle apresentam padrões distintos em relação à estimativa FGLS. O tamanho da empresa (TAM) mantém coeficientes positivos em todos os modelos, com variações que indicam uma relação possível entre maior escala e melhor desempenho. O EBIT apresenta coeficientes próximos de zero nos Modelos 5 e 6, mas no Modelo 7 esse valor aumenta, indicando que a lucratividade operacional pode ter um papel mais relevante quando considerada a interação entre financiamento e intangíveis. A idade da empresa (IDADE) apresenta coeficientes positivos, mas com variação significativa entre os modelos, indicando que empresas mais maduras podem ter vantagens estruturais que impactam o desempenho.

#### **4.4 Discussões dos resultados**

Os resultados das estimativas FGLS e 2SLS demonstram que a interação entre o financiamento do BNDES e os investimentos em ativos intangíveis tem um impacto positivo no desempenho financeiro das empresas. No entanto, para maximizar esses efeitos, tanto o governo quanto os gestores corporativos precisam adotar estratégias que garantam o uso eficiente desses recursos. No nível empresarial, é essencial que as organizações desenvolvam uma governança sólida para a gestão de seus ativos intangíveis, garantindo que os investimentos em inovação, tecnologia e capital humano sejam bem direcionados e convertidos em ganhos de produtividade e competitividade. Além disso, as empresas devem buscar maior alinhamento entre suas estratégias financeiras e operacionais, aproveitando as oportunidades de financiamento oferecidas pelo BNDES para potencializar seus investimentos e operações. Schiavo, (2020) sugere que um foco estratégico em ativos intangíveis pode ser uma forma de maximizar o valor da empresa, especialmente em mercados que dependem da diferenciação e da inovação.

Do ponto de vista do governo, as políticas públicas que incentivam o financiamento direcionado à inovação devem ser melhoradas. Isso inclui a criação de programas mais acessíveis e ágeis, que reduzam a burocracia e ampliem a capilaridade dos recursos, permitindo que empresas de diferentes portes e setores possam acessar financiamento para o desenvolvimento de ativos intangíveis.

Aparecida et al. 2021, menciona que embora o financiamento do BNDES possa ser essencial para mitigar restrições financeiras e estimular setores estratégicos, o fortalecimento do mercado de debêntures pode proporcionar mais flexibilidade para que as empresas captem recursos com menores custos e prazos mais longos. A diversificação das fontes de financiamento pode ser uma estratégia complementar para reduzir a dependência exclusiva do crédito público e ampliar as possibilidades de investimento em inovação. O desenvolvimento de mercados de capitais mais acessíveis, as parcerias com fundos de investimento e a busca por incentivos fiscais voltados à inovação podem fortalecer ainda mais a capacidade das empresas em implementar ativos intangíveis em suas estratégias competitiva de mercado. Além disso, a implementação de mecanismos de monitoramento e avaliação dos impactos desses financiamentos pode contribuir para ajustes contínuos nas políticas, garantindo que os recursos sejam aplicados de forma eficiente e gerem retorno econômico e social.

Por outro lado, a transparência e a prestação, de contas sobre o uso dos recursos financiados pelo BNDES são fundamentais para garantir que esses investimentos sejam utilizados de maneira eficaz. Uma implementação de boas práticas de governança e compliance, aliada a um planejamento estratégico bem estruturado, pode melhorar a alocação de recursos e minimizar riscos operacionais. Isso também aumenta a confiança dos investidores e stakeholders, criando um ambiente mais favorável ao crescimento sustentável. Barboza, (2023) menciona a atuação histórica do BNDES, destacando seu papel fundamental no financiamento do desenvolvimento econômico do Brasil. Através de uma análise quantitativa de dados sobre os desembolsos do banco, os autores demonstram como o BNDES se posicionou como um instrumento essencial para o crescimento industrial e a modernização da infraestrutura brasileira, especialmente em períodos de crise econômica, reforçando a atuação do banco para o desenvolvimento do país.

## **5. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O efeito Estado, por meio do BDS como o BNDES, tem se mostrado essencial na promoção de inovação e desenvolvimento econômico. Esse banco atua como catalisador ao fornecer desembolsos financeiros estratégicos que incentivam investimentos em áreas fundamentais, como tecnologia, pesquisa e desenvolvimento, e capacitação organizacional. Este estudo focou efeito do BNDES, através dos programas FINEM e FINAME sobre os ativos intangíveis e o desempenho financeiro de empresas brasileiras, evidenciando que o capital intangível, quando impulsionado pelo suporte governamental, contribui de forma significativa

para a melhoria da performance organizacional. Essa dinâmica reflete a importância de políticas públicas que integram recursos financeiros e estímulos à inovação como um meio de fortalecer a competitividade e sustentabilidade empresarial no contexto global.

A interação entre BNDES e intangíveis permite que as empresas estruturem, coordenem e aloquem seus recursos de maneira mais eficiente. Essa dinâmica contribui para a construção de uma vantagem competitiva sustentável, alinhada aos pressupostos da RBV, que enfatiza a importância dos recursos internos das organizações como base para o desempenho superior no mercado.

Além disso, o apoio do BNDES no financiamento de ativos intangíveis — como inovação, desenvolvimento tecnológico, capacitação de pessoal e fortalecimento da governança — amplia a capacidade das empresas de responderem de forma ágil e adaptativa às mudanças do ambiente competitivo. Essa interação não apenas fortalece competências dinâmicas, mas também potencializa a geração de conhecimento, reputação e capacidades organizacionais que são difíceis de imitar. Dessa forma, o financiamento direcionado aos intangíveis funciona como um mecanismo estratégico que reforça barreiras à imitação, sustenta diferenciações no mercado e, conseqüentemente, contribui para a perenidade da vantagem competitiva, conforme preconiza a Visão Baseada em Recursos (RBV).

Para estudos futuros, é essencial investigar a relação entre os desembolsos financeiros, o grau de intangibilidade e a participação de empresas públicas e privadas na aplicação desses recursos. Além disso, é importante ampliar a amostra de SOEs para avaliar se a propriedade estatal proporciona vantagens adicionais na alocação de recursos, conforme mencionado por Lazzarini (2015). Essa questão ganha ainda mais relevância quando se observa que, historicamente, empresas privadas e públicas acessam de maneira diferenciada os recursos do BNDES. Enquanto as empresas privadas frequentemente utilizam os desembolsos para financiar inovação, modernização produtiva e expansão, há discussões na literatura e no debate público sobre a possibilidade de empresas públicas usufruírem de privilégios institucionais. Isso inclui, por exemplo, o respaldo jurídico contra processos de falência, acesso preferencial a crédito de longo prazo e taxas subsidiadas, além de alinhamento político que pode influenciar as decisões de financiamento. Esse cenário levanta questionamentos sobre a equidade e a eficiência na alocação dos recursos públicos, especialmente considerando que o BNDES, como banco de desenvolvimento, tem como missão fomentar o desenvolvimento econômico e social de forma ampla.

## REFERÊNCIAS

- ARMENDÁRIZ de Aghion, B. (1999). Development banking. **Journal of Development Economics**, 58, 83–100.
- AGUIAR, Gabriel de Almeida et al. Análise da influência dos ativos intangíveis no desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração da UFSM**, [s. l.], v. 14, p. 907-931, 2021.
- ALABDULLAH, TTY, "The Relationship Between Ownership Structure and Company Financial Performance: Evidence from Jordan", **Benchmarking: An International Journal**, [s. l.], vol. 319-333, doi: 10.1108/BIJ-04-2016-0051, (2018).
- ALBUQUERQUE FILHO, Antonio Rodrigues; DE VASCONCELOS, Alessandra Carvalho; DA ROCHA GARCIA, Editinete André. Análise da relação entre os ativos intangíveis e o disclosure de risco de empresas financeiras da B3. [s. l.], 18, n. 1, 2024.
- ALÉM, Ana Cláudia. BNDES: papel, desempenho e desafios para o futuro. 1997.
- ALVES, P., Botelho, D., & Fernandes, J. (2018). Avaliação de impacto dos financiamentos do BNDES sobre as firmas industriais brasileiras no período pós-crise.
- APARECIDA, Lucas Boareto da; Lazzarini, Sergio Giovanetti; BORTOLUZZO, Adriana Bruscato. Long-Term Financing: Exploring the Recent Advancement of the Brazilian Debenture Market. **Journal of Contemporary Administration**, [s. l.], v. 26, p. e210076, 2021
- ARMENDÁRIZ DE AGHION, B. (1999). Development banking. **Journal of Development Economics**, 58, 83–100.
- ASSAF NETO, A.; SILVA, C. A. Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras. 2019.
- BARBOZA, Ricardo de Menezes et al. O que aprendemos sobre o BNDES?. 2020.
- BARBOSA, José Geraldo P.; Gomes, Josir Simeone. An exploratory study of the managerial control of intangible assets and resources in Brazilian companies. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 6, p. 29-48, 2002.
- BARBOSA, Luciana; PINHO, Paulo. Corporate Financing Structure. **Revista de Estudos Económicos**, [s. l.], v. 2, n. 1, p. 1-30, 2016.
- BARBOZA, R. D. M., Furtado, M., & Humberto, G. (2018). A atuação histórica do BNDES: O que os dados têm a nos dizer? **Brazilian Journal of Political Economy**, 39(3), 544- 560.
- BNDES, 2024 - <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/>. Acesso em: 30/01/2025.
- BARNEY, JB (1991). Recursos firmes e vantagem competitiva sustentada. **Revista de Gestão**, [s. l.], v.17(1), 99-120

BARNEY, J. B., & Clark, D. N. Resource-Based Theory: Creating and Sustaining Competitive Advantage. **Oup Oxford**. (2007)

BONOMO, M., Brito, R.D, & Martins, B. (2015). The after-crisis government-driven credit expansion in Brazil: A firm level analysis. **Journal of International Money and Finance**, 55, 111-134.

BORGES, Edson Miguel Graeff et al. Efeito do intangível no desempenho das empresas listadas no IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada). **Revista Capital Científico-Volume**, [s. l.], v. 22, n. 1, 2024.

BOUCHMEL, Imen et al. Financing sources, green investment, and environmental performance: Cross-country evidence. **Journal of Environmental Management**, [s. l.], v. 353, p. 120230, 2024.

CARVALHO, Francisval de Melo; Kayo, Eduardo Kazuo; Martin, Diógenes Manoel Leiva. Tangibility and intangibility in determining the persistent performance of Brazilian firms. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 14, p. 871-889, 2010.

CARVALHO, Luciana; RESENDE, Pedro Henrique Mansour; PIMENTA, Marcio Lopes. A Relação Entre a Intangibilidade e o Desempenho: Um Estudo Comparativo entre Empresas do Brasil e dos Estados Unidos. **Pensar Contábil**, [s. l.], v. 25, n. 88, 2024.

CABALLERO, Ricardo J.; ENGEL, Eduardo MRA. Explaining investment dynamics in US manufacturing: a generalized (S, s) approach. **Econometrica**, [s. l.], v. 67, n. 4, p. 783-826, 1999.

CZARNITZKI, Dirk; TOOLE, Andrew A. Patent protection, market uncertainty, and R&D investment. **The Review of Economics and Statistics**, [s. l.], v. 93, n. 1, p. 147-159, 2011.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima. Difficulties of Brazilian companies to finance their investments in physical capital and innovation. **Revista de Economia Contemporânea**, [s. l.], v. 13, p. 259-280, 2009.

COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Valuation: measuring and managing the value of companies. 2. ed. (University edition). **New York: John Wiley & Sons**, 1996.

COPELAND, Thomas E. Et al. Valuation: medir e gerenciar o valor das empresas. 1991.

CZARNITZKI, Dirk; TOOLE, Andrew A. Patent protection, market uncertainty, and R&D investment. **The Review of Economics and Statistics**, [s. l.], v. 93, n. 1, p. 147-159, 2011.

DA CRUZ, Felipe Jacques; CRISTINE KICH, Mara; DA CUNHA, Adriano Sérgio. Performance of the largest private banks listed on the BM&FBOVESPA: focus on economic and financial indicators from 2013 to 2015. **Revista de Economia da UEG**, [s. l.], v. 14, n. 1, 2018.

DA, Michael Samir et al. ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA RESOURCE BASED VIEW (RBV) NO DESEMPENHO ORGANIZACIONAL. **RDE-Revista de Desenvolvimento**

**Econômico**, [s. l.], v. 1, n. 36, 2017.

DARDOT, Pierre; LAVAL, Christian. Propriedade, apropriação social e instituição do comum. **Tempo social**, [s. l.], v. 27, p. 261-273, 2015.

DE ARAÚJO Januário, Alessandro Henrique; ALVES, Victor Sandeje Dantas; GOMES, Hellen Bomfim. relação entre ativos intangíveis e rentabilidade das empresas: evidências do mercado acionário brasileiro. **SINERGIA-Revista do Instituto de Ciências Econômicas, Administrativas e Contábeis**, [s. l.], v. 26, n. 1, 2022.

DE CARVALHO, Fernando J. Cardim. Mercado, estado e teoria econômica: uma breve reflexão. 1999.

DAGOSTINI, Luciane; DA ROSA DIONIZIO, Cristiane Lins; MUSIAL, Nayane Thais Krespi. Evidenciação dos ativos intangíveis das empresas listadas no novo mercado da B3 em conformidade com CPC 04 (R1). **Revista Gestão Organizacional**, [s. l.], v. 13, n. 2, p. 142-161, 2020.

DE MOURA, Geovanne Dias et al. Ativos intangíveis influenciam no desempenho financeiro e no valor de mercado de companhias abertas familiares?. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, [s. l.], v. 19, 2020.

DE OLIVEIRA SILVA, Pedro Henrique; JANNI, Vanessa. Relação da taxa mínima de atratividade no cenário econômico atual com a viabilidade econômica de projetos. **Boletim do Gerenciamento**, [s. l.], v. 25, n. 25, p. 68-75, 2021.

DE SOUZA, Antônia Letícia; DOS SANTOS, José Glauber Cavalcante; GORDIANO, Carlos Adriano Santos Gomes. A natureza dos ativos intangíveis explica o desempenho econômico-financeiro? Evidências no setor financeiro da B3. **Revista UNEMAT de Contabilidade**, v. 11, n. 22, p. 1-19, 2022.

ECLACHE DA SILVA, Walter; KAYO, Eduardo; MARTELANC, Roy. BNDES loans and the financial constraints of Brazilian publicly traded companies. **RAUSP Management Journal**, [s. l.], v. 55, p. 567-582, 2021.

FAMA, E.F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**. Cambridge, [s. l.], v. 25, p.383-417, 1970.

FALASTER, Christian; Da Costa, Priscila Rezende. Esforços de inovação de pequenos negócios na América Latina. **Revista de Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas**, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 3, 2021. FÁVERO, Luiz Paulo;

FERLA, Rafael; MULLER, Suzana Habitzreuter; KLANN, Roberto Carlos. Influência dos ativos intangíveis no desempenho econômico de empresas latino-americanas. **Brazilian Review of Finance**, [s. l.], v. 17, n. 1, p. 35-50, 2019.

BELFIORE, Patrícia. **Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. Elsevier Brasil, 2017.

FERREIRA, Ademir Antônio; Guimarães, Edílson Rodrigues; Contador, José Celso. Patente

como instrumento competitivo e como fonte de informação tecnológica. **Gestão & Produção**, [s. l.], v. 16, p. 209-221, 2009.

FINGERL, Eduardo Rath; Garcez, Cristiane Magdalena D.'Avila. **Economia do conhecimento e à atuação do BNDES**: considerando os intangíveis. 2002.

GANEM, Angela. O mercado como ordem social em Adam Smith, Walras e Hayek. **Economia e Sociedade**, [s. l.], v. 21, p. 143-164, 2012.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

GUEDES, Ana Lucia. Financiamento do desenvolvimento: pesquisa comparativa dos bancos de desenvolvimento. **Desafios da nação: artigos de apoio. Brasília: Ipea**, [s. l.], v. 1, 2018.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Basic econometrics**. McGraw-hill, 2009.

Guo, L., & Huang, J. (2024). Digital transformation and its impact on corporate performance: A review and research agenda. **Journal of Business Research**, 165, 178-191. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2023.12.012>

HAUSMAN, Jerry A. Specification tests in econometrics. **Econometrica: Journal of the econometric society**, p. 1251-1271, 1978.

HERMANTO, Yustinus Budi; LUSY, Lusy; WIDYASTUTI, Maria. Como o desempenho financeiro e os valores das empresas estatais (SOE) são afetados pelas perspectivas de boa governança corporativa e capital intelectual. **Economias**, [s. l.], v. 9, n. 4, p. 134, 2021.

Hu, Y., Zhang, Y., & Wang, X. (2023). The impact of digital technologies on financial performance: Evidence from emerging markets. *Financial Management*, 52(4), 1127-1152. <https://doi.org/10.1111/fima.12456>

JERMAN, M.; Kavcic, s.; Kavcic, B. The significance of intangibles: a comparative analysis between Croatia, Slovenia, Czech Republic, Germany and the USA. **Ekonomiska Istrazivanja: znanstveno-stručni časopis**, Pula, [s. l.], v. 23, n. 2, p. 60-69, 2010.

JOSEPH, Gabriel Paes de Almeida et al. Responsabilidade social corporativa e índices de sustentabilidade: um estudo dos ativos tangíveis e intangíveis à luz da visão baseada em recursos. 2018.

KAYO, Eduardo Kazuo et al. The determinants of intangibility. **RAM. Mackenzie Management Journal**, [s. l.], v. 7, p. 112-130, 2020.

KAYO, E. K., & Famá, R. (2004). À estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, [s. l.], v. 39(2), 164-176.

KAYO, E. K., Kimura, H., Basso, L. F. C., & Krauter, E. The Determinants of Intangibility. **Revista de Administração Mackenzie**, [s. l.], v. 7(3), 112-130. (2006). <https://doi.org/10.1590/1678-69712006/administracao.v7n3p112-130>

KAYO, Eduardo Kazuo; TEH, Chang Chuan; BASSO, Leonardo Fernando Cruz. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. **Revista de Administração-RAUSP**, [s. l.], v. 41, n. 2, p. 158-168, 2002.

KNOTT, Eugene F.; SCHAEFFER, John F.; TULLEY, Michael T. **Radar cross section**. SciTech Publishing, 2004.

LAMBSDORFF, Johann Graf. Causes and consequences of corruption: What do we know from a cross-section of countries. **International handbook on the economics of corruption**, [s. l.], v. 1, p. 3-51, 2006.

LAPLANE, Mariano F.; SARTI, Fernando. Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. **Economia e sociedade**, [s. l.], v. 6, n. 1, p. 143-181.

LAZZARINI, Sergio G. et al. What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002–09. **World Development**, [s. l.], v. 66, p. 237-253, 2015.

LIN, Yini; WU, Lei-Yu. Explorar o papel das capacidades dinâmicas no desempenho da empresa sob a estrutura da visão baseada em recursos. **Revista de pesquisa empresarial**, [s. l.], v. 3, pág. 407-413, 2014.

MACHADO, L., & Roitman, F.B. (2015). Os efeitos do BNDES PSI sobre o investimento corrente e futuro das firmas industriais. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 44, p. [89]-122

MARTINS, Andressa Iovine; Famá, Rubens. What do the studies carried out in Brazil on dividend policy reveal? **Journal of Business Administration**, [s. l.], v. 52, p. 24-39, 2012.

MARTINEZ, Antonio Lopo; MARTINS, Victor Anisio Merchid. Alavancagem financeira e agressividade fiscal no Brasil. **Revista de Contabilidade da UFBA**, [s. l.], v. 10, n. 3, p. 4-22, 2016.

MAZZIONI, Sady et al. The relationship between intangibility and economic performance: a study of publicly traded companies in Brazil, Russia, India, China and South Africa (BRICS). **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p. 122-148, 2014.

MEDRADO, Franciele et al. Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [s. l.], v. 10, n. 28, p. 32-44, 2016.

MEDEIROS, Ayron Wanderley; MOL, Anderson Luiz Rezende. Tangibility and intangibility in the identification of persistent performance: evidence in the Brazilian market. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 21, p. 184-202, 2017.

MIRANDA, Kléber Formiga et al. A capacidade inovativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas inovadoras brasileiras. **REAd. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)**, [s. l.], v. 21, p. 269-299, 2015.

Moeller, K. (2009). Intangible and financial performance: causes and effects. **Journal of intellectual capital**, 10(2), 224-245.

MORICOCCHI, Luiz; GONÇALVES, José Sidnei. Teoria do desenvolvimento econômico de Schumpeter: uma revisão crítica. **Informações Econômicas, São Paulo**, [s. l.], v. 8, pág. 27-35, 1994.1997.

MOURA, G. D.; VARELA, P. S. Análise da conformidade das informações divulgadas sobre ativos intangíveis em empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, Joaçaba, v. 13, n. 2, p. 637-662, 2014. DOI: 10.18593/race. [s. l.], .v13i2.2659

NASCIMENTO, Eduardo Mendes et al. Ativos intangíveis: análise do impacto do grau de intangibilidade nos indicadores de desempenho empresarial. **Enfoque: Reflexão Contábil**, [s. l.], v. 31, n. 1, p. 37-52, 2012.

NAJBERG, SHEILA. "**Transformação do sistema BNDES em financiador do setor privado nacional.**" (2002).

NEWBERT, Scott L. Empirical research on the resource-based vision of the company: an evaluation and suggestions for future research. **Journal of strategic management**, [s. l.], v. 28, n. 2, pp. 121-146, 2007.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, [s. l.], v. 40, p. 7-24, jan./abr. 2006.

PIRES, Jose Claudio Linhares et al. A comparative analysis of the IDB's approaches to supporting small and medium-sized enterprises (SMEs): analyzing results in the Brazilian industrial sector. **Inter- American Development Bank**, 2014.

PATROCÍNIO, Mauricio Réa; Kayo, Eduardo Kazuo; Kimura, Herbert. Acquisition of companies, intangibility and value creation: an event study. **Revista de Administração**, [s. l.], v. 42, n. 2, p. 205-215, 2007.

RAMAMURTI, R. e Singh, J. (2009), *Multinacionais Emergentes em Mercados Emergentes*, CambridgeImprensa da Universidade, **Cambridge**.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

RIBEIRO, Beatriz Guimarães. **O Estado empreendedor brasileiro: uma análise das políticas de concessão de crédito do BNDES para o fomento da inovação no Brasil**. 2022. Tese de Doutorado. [sn].

RITTA, Cleyton de Oliveira; CUNHA, Leila Chaves; KLANN, Roberto Carlos. Um estudo sobre causalidade entre ativos intangíveis e desempenho econômico de empresas (2010-2014). **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, [s. l.], v. 22, n. 2, p. 92-107, 2018.

SABINO, Hugu Soares; De oliveira silva, Felipe Eduardo; De melo queiroz, Lísia. A bibliometric study of valuation methods in the transfer of technology from patents and other

intangible assets. **Journal of Management and Secretariat**, [s. l.], v. 14, n. 12, p. 20949-20967, 2023.

SANTOS, Mariana Luísa Moutinho. **O estudo do EBITDA no Grupo Almedina**. 2012. **Dissertação de Mestrado**. FEUC.

SANCHES, Paula Luciana Bruschi; Machado, Andre Gustavo Carvalho. Innovation strategies and RBV: evidence in a technology-based company. **RAI Journal of Administration and Innovation**, [s. l.], v. 10, n. 4, p. 183-207, 2013.

SCHIAVO, Fabienne Torres. O impacto dos ativos intangíveis no valor da empresa. **Revista Inteligência Empresarial**, [s. l.], v. 42, p. 1-21, 2020.

SICSÚ, João et al. Financiamento do investimento em P & D, risco e seguro: uma abordagem não-convencional. **Revista Brasileira de Economia**, [s. l.], v. 52, n. 4, p. 675-696, 1998.

SILVA, Jonas Ismael da. Recursos intangíveis e o desempenho econômico financeiro das empresas com ações listadas na BM&FBOVESPA. 2010.

SILVA, Francisco. O que é a Econometria?. **Açoriano Oriental| Açormédia**, p. 6, 2024.

SILVA, Napoleão; SACCARO, Alice. Efeitos do Bndes Finame nas firmas brasileiras: uma análise de sobrevivência para os anos de 2002 a 2016. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, [s. l.], v. 51, p. 169-206, 2021.

SILVA, Samuel Saymon et al. Sistemas de incentivos gerenciais e o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p. 082-100, 2019.

STAL, Eva. Internationalization of Brazilian companies and the role of innovation in building competitive advantages. **INMR-Innovation & Management Review**, [s. l.], v. 7, n. 3, p. 120-149, 2010.

STEFANO, Nara Medianeira et al. Gestão de ativos intangíveis: implicações e relações da gestão do conhecimento e capital intelectual. **Perspectivas em Gestão & Conhecimento**, [s. l.], v. 4, n. 1, p. 22-37, 2014.

TEECE, D.J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. **Strategic Management Journal**, [s. l.], v.18(7), 509-533.

VIGLIONI, M.T.D., & CALEGARIO, C.L.L. (2021). How firm size moderates the knowledge and affects the innovation performance? Evidence from Brazilian manufacturing firms. **Iberoamerican Journal of Strategic Management**, [s. l.], v. 01–20. <https://doi.org/10.5585/riac.v20i1.15567>

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. Cengage Learning, Sao Paulo, 2018.

MENKE, William; CREEL, Roger. Regressão do processo gaussiano revisada no contexto da teoria inversa. **Surveys in Geophysics**, [s. l.], v. 42, p. 473-503, 2021.

XU, Jiajun; et al. What are public development banks and development financing institutions? Qualification criteria, stylized facts and development trends. **China Economic Quarterly International**, Amsterdam, [s. l.], v. 1, n. 4, p. 271-294, 2021.

ZHANG, C.; ZHENG, W.; HONG, J.; KAFOUROS, M. O impacto da política governamental no desempenho de inovação das empresas: evidências de empresas chinesas. **Journal of Business Research**, [s. l.], v. 65, n. 10, p. 1; 2012.

## **ARTIGO 2: EFEITOS DOS FINANCIAMENTOS SOBRE O GRAU DE INTANGIBILIDADE DAS EMPRESAS**

### **RESUMO**

Este estudo investigou a relação entre o apoio financeiro do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e o desempenho financeiro de empresas brasileiras listadas na B3, com foco nos ativos intangíveis. Utilizando uma abordagem quantitativa e descritiva, a pesquisa analisou dados financeiros de 108 empresas no período de 2018 a 2023, extraídos das demonstrações financeiras do BNDES e da base de dados Economática®. A metodologia empregou o estimador Feasible Generalized Least Squares (FGLS) para testes estatísticos. Os resultados indicaram que a influência do BNDES foi positiva para empresas privadas, impulsionando seus ativos intangíveis. Em contrapartida, o efeito foi negativo para empresas públicas. A pesquisa conclui que a relação entre o apoio financeiro do BNDES e o desempenho financeiro das empresas, especialmente no que tange aos ativos intangíveis, é complexa e multifacetada. A dicotomia entre empresas públicas e privadas sugere a necessidade de uma análise mais aprofundada, considerando que ativos intangíveis estão intrinsecamente ligados a investimentos de alto valor em inovação e tecnologia. Adicionalmente, a pesquisa aponta para um possível conflito de interesse entre os setores público e privado na alocação de recursos para o desenvolvimento de ativos intangíveis.

**Palavras-Chave:** estado; BNDES; POEs; intangibilidade.

### **ABSTRACT**

This study investigated the relationship between financial support from the Brazilian Development Bank (BNDES) and the financial performance of Brazilian companies listed on the B3, focusing on intangible assets. Using a quantitative and descriptive approach, the research analyzed financial data from 108 companies from 2018 to 2023, extracted from the BNDES financial statements and the Economática® database. The methodology employed the Feasible Generalized Least Squares (FGLS) estimator for statistical tests. The results indicated that the influence of BNDES was positive for private companies, boosting their intangible assets. In contrast, the effect was negative for public companies. The research concludes that the relationship between financial support from BNDES and the financial performance of companies, especially with regard to intangible assets, is complex and multifaceted. The dichotomy between public and private companies suggests the need for further analysis, considering that intangible assets are intrinsically linked to high-value investments in innovation and technology. Additionally, the research points to a possible conflict of interest between the public and private sectors in the allocation of resources for the development of intangible assets.

**Keywords:** state; BNDES; POEs; intangibility.

## 1.INTRODUÇÃO

A globalização trouxe novos desafios e oportunidades, levando as empresas a priorizarem a inovação em seus processos produtivos na gestão interna (Guo & Huang, 2024; Hu et al., 2023; Nidumolu et al., 2009). Isso ganhou força com a Teoria da Visão Baseada em Recursos (RBV) é clara ao destacar a importância dos recursos internos das organizações para fortalecer sua posição competitiva tanto no mercado interno quanto externo. Diante disso, iniciativas de investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D), capital tecnológico e outros relacionados ao conhecimento tornaram-se fundamentais para ampliar a receita e garantir o crescimento sustentável das organizações (Dragomir, 2024; Jancenelle, 2021). Assim, a habilidade de explorar e integrar inovação e tecnologia de forma inovadora está profundamente ligada à natureza intangível das empresas (Elkemali, 2024; Gomes, 2020).

A RBV ressalta que recursos valiosos, raros, difíceis de imitar e não substituíveis são fundamentais para obter e manter uma vantagem competitiva duradoura (Lin, et al., 2014). Tais ativos incluem, patentes e algumas marcas registradas, marketing entre outros geradores de vantagem competitiva (Mehnaz et al., 2024; Bagna et al., 2024). Assim, muitas empresas continuam investindo nesse tipo de capital visando aumentar o grau de intangibilidade (Bittencourt et al., 2023). Por exemplo, no Brasil, Crisóstomo (2009) destaca que as empresas estão cada vez mais voltadas para intangibilidade como uma estratégia para alcançar o desenvolvimento de novos mercados.

Na América Latina, Lopes e Carvalho (2024) mostraram que o grau de intangibilidade é uma das variáveis que reforçam a hipótese de que quanto maior o investimento em recursos intangíveis, maior o desempenho financeiro. Embora ativos intangíveis possam ser benéficos, muitos deles não são reconhecidos contabilmente dada a dificuldade de mensuração do que é intangível (Mehnaz et al., 2024; Dragomir, 2024), especialmente quando gerados internamente pela empresa (Perez & Famá, 2006; Silva et al. (2012). Nesse contexto, à medida que as organizações precisam desenvolver estratégias para a construção e valorização de seus ativos intangíveis, a fim de fortalecer sua competitividade, contribuir para a inovação e aumentar o valor percebido.

Visando ampliar os investimentos nesses ativos, o governo brasileiro tem implementado políticas públicas para promover o desenvolvimento tecnológico em diversas áreas por meio dos bancos de investimento. Para alavancar as empresas brasileiras, em 1952, o governo criou o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), com o objetivo de apoiar empresas sem capital de longo prazo, oferecendo oportunidades de financiamento (Gomes,

2021; Stefano, 2014). Nesse sentido, o BNDES desempenha um papel fundamental no fomento ao desenvolvimento econômico e social do país, por meio de desembolsos financeiros de médio e longo prazo, apoiando a inovação, o estímulo à exportação e o fortalecimento das empresas nacionais (Barbosa, 2016).

Esse apoio se materializa em programas como o Financiamento a Empreendimentos (FINEM), uma linha de crédito específica para financiar estudos, projetos, aquisição de equipamentos e capacitação, com foco em inovação e modernização, fortalecendo a competitividade das empresas brasileiras. Outro programa relevante é o Financiamento de Máquinas e Equipamentos (FINAME), voltado para a aquisição de máquinas, equipamentos, veículos e bens de informática e automação, preferencialmente de fabricação nacional. Esse programa facilita o crédito para empresas de diversos portes, permitindo a modernização e ampliação da capacidade produtiva. O financiamento pode ser concedido por meio de agentes financeiros credenciados, de forma direta e indireta, promovendo a modernização industrial.

Observa-se que a presença do governo pode facilitar o acesso ao financiamento das empresas, principalmente aquelas de capital aberto. Os investimentos em intangíveis pode ser ainda maior no do setor privado de capital aberto visando o interesse de um grupo maior de stakeholders (Eclache & Kayo, 2021). No entanto, ainda é necessário analisar se os desembolsos de crédito fornecidos de bancos estatais, tal como o BNDES facilitam o desenvolvimento desses ativos.

Diante do exposto, surge a seguinte questão: Como os desembolsos financeiros, fornecidos pelo banco de desenvolvimento, através do BNDES influenciam o grau de intangibilidade das empresas, e de que forma a propriedade de capital influencia essa relação? Para responder essa pergunta, esta pesquisa tem como objetivo investigar se os financiamentos do BNDES, tem efeitos sobre a intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto. A pesquisa busca avaliar e entender o efeito dos financiamentos do BNDES em empresas de capital aberto listadas na B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) e o seu efeito na intangibilidade dessas empresas utilizando dados em painel para o período de 2018 a 2023.

Este estudo contribui para a literatura das seguintes maneiras. Existe uma crescente valorização de ativos intangíveis impulsionada pelas práticas empresariais externas para PD&I e outros ativos intangíveis (Elkemali, 2024). Isso ocorre, pois, os investimentos em novas tecnologias, processos e produtos resultam na criação de ativos intangíveis significativos, como propriedade intelectual, patentes e vantagens competitivas (Barboza, 2019). A demanda crescente por esses recursos, tem influenciado de forma marcante as atividades corporativas na direção da tecnologia, torna ainda mais relevante essa análise das empresas brasileiras (Lopes,

2020; Viglioni & Calegario, 2020). Entretanto pouco se sabe sobre os efeitos dos aportes de recursos do BNDES sobre as empresas brasileiras voltadas para a intangibilidade.

Ao investigar as empresas brasileiras, fundamenta-se sua relevância no cenário nacional, fornecendo informações relevantes não apenas sobre o contexto brasileiro, mas também sobre o panorama dos países emergentes Li, Xia e Zajac (2018). No âmbito público os gestores podem utilizar os resultados para avaliar a eficácia dos investimentos, oferecidos pelo banco de desenvolvimento, promover a transparência na alocação de recursos e contribuir para equidade social do país (Azevedo, 2013).

Espera-se que esta pesquisa revele o efeito dos financiamentos do BNDES na intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto, evidenciando como esses recursos podem fortalecer a competitividade e a inovação organizacional. Além disso, buscamos compreender se o apoio financeiro do banco de desenvolvimento contribui para a modernização e o crescimento sustentável dessas empresas, fornecendo insights que podem orientar políticas públicas e estratégias corporativas externas à valorização de ativos intangíveis.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Intangibilidade nas empresas**

A Teoria Baseada em Recursos (RBV) busca explicar como as empresas podem alcançar e sustentar uma vantagem competitiva a partir da posse e gestão estratégica de recursos específicos. Segundo essa abordagem, uma empresa que detém recursos valiosos, raros, difíceis de imitar e insubstituíveis pode obter um desempenho financeiro superior no longo prazo, pois esses elementos conferem diferenciação no mercado (Kozlenkova et al., 2014; Sutrisno, 2023). Os recursos organizacionais incluem tanto ativo tangível, como fábricas e equipamentos, quanto ativos intangíveis, como conhecimento especializado, marca, tecnologia e cultura organizacional. Esses recursos intangíveis, em especial, são fundamentais para a diferenciação competitiva e a criação de valor (Barney, 2007; Penrose, 1996).

Para manter essa vantagem, a RBV enfatiza que as empresas precisam gerenciar estrategicamente seus ativos, garantindo que continuem sendo raros e difíceis de copiar. Isso se torna particularmente relevante no caso dos ativos intangíveis, que, por sua natureza, são menos acessíveis aos concorrentes e mais difíceis de mensurar. De Mendonça (2023) e Kozlenkova et al. (2014) destacam que empresas que conseguem consolidar e explorar esses ativos intangíveis obtêm melhores resultados, pois criam barreiras à concorrência e potencializam seus ativos intangíveis.

Nesse sentido, os ativos intangíveis podem se tornar fontes sustentáveis de vantagem competitiva, pois não são facilmente replicáveis. Empresas que cultivam uma cultura organizacional voltada para a inovação e o desenvolvimento tecnológico, por exemplo, podem lançar novos produtos e serviços com maior rapidez e eficiência dos seus concorrentes. Além disso, a gestão estratégica desses ativos dentro de redes de valor amplia seu potencial de aproveitamento. De acordo com De Mendonça et al. (2023), a criação de valor organizacional não depende apenas da posse de recursos tangíveis, mas também da interação entre ativos intangíveis e redes externas, como a confiança e o relacionamento com clientes. Essas conexões fortalecem o impacto dos ativos intangíveis, otimizando seu potencial de geração de valor.

Os ativos intangíveis incluem elementos que agregam valor à empresa, como conhecimento tácito de funcionários, marcas, patentes, cultura organizacional e relacionamento com clientes. Embora sejam diretamente relacionados ao conceito de intangibilidade, os dois termos não são sinônimos. A intangibilidade refere-se à capacidade da empresa de gerar valor a partir de recursos sem substância física, como capital intelectual e know-how. Já um ativo intangível, conforme definido pelo Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), é um item do ativo monetária não identificável, sem substância física, que possui valor econômico e pode ser registrado contabilmente. Para ser reconhecido como ativo, ele deve atender a critérios como ser separável ou originado de direitos contratuais, gerar benefícios econômicos futuros e ter seu custo mensurável com segurança.

A normatização dos ativos intangíveis segue padrões internacionais. Segundo o IAS 38 (*Intangible Assets* 38), um ativo intangível é um recurso identificável que proporcionará benefícios futuros para a empresa, embora sua classificação e mensuração representem desafios (Mehnaz et al., 2024). No Brasil, o CPC 04 (R1), publicado em 2011, foi adaptado a partir do IAS 38 para garantir uniformidade na elaboração de projeções financeiras entre diferentes países. Esse posicionamento facilita a análise e a tomada de decisões por investidores, credores e demais stakeholders, independentemente da localização geográfica (De Souza, 2017; Dias, 2020; Oliveira, 2020)

A distinção entre intangibilidade e ativo intangível é essencial para a avaliação e contabilização das empresas. Embora a intangibilidade represente um conjunto de atributos que contribuem para o valor organizacional, os ativos intangíveis são elementos específicos do balanço patrimonial que podem ser mensurados e registrados. Nesse contexto, a intangibilidade pode ser vista como um ativo intangível latente, ou seja, um recurso que ainda não foi contabilizado por não atender aos critérios formais estabelecidos pelo CPC 04 (Mello et al., 2018; Sharma, 2019), ou seja, os ativos intangíveis constituem um conjunto de recursos que

geram a intangibilidade dentro de uma empresa. Eles são os elementos que, embora não possam ser tocados ou visualizados fisicamente, possuem um valor significativo e impactam diretamente o desempenho financeiro e a competitividade da organização. A intangibilidade, portanto, refere-se à característica desses ativos, que são difíceis de mensurar de forma concreta, mas que têm uma influência essencial na criação de valor.

Bagna et al. (2024) abordam os desafios da intangibilidade em relação aos ativos intangíveis não reconhecidos. Segundo esses autores, a dificuldade de mensuração desses investimentos impacta sua incorporação nos relatórios financeiros tradicionais. Embora patentes, conhecimento organizacional e capital humano tenham grande influência no desempenho financeiro das empresas, sua natureza intangível cria desafios para gestores e analistas financeiros, que muitas vezes não conseguem capturar plenamente seu valor. Esse cenário gera uma lacuna na avaliação do valor corporativo, podendo levar à subestimação do impacto real desses ativos no sucesso organizacional (Alberto et al. 2023; Lev et al. 2021).

Kayo et al. (2006) exploram a complexidade do conceito de intangibilidade, especialmente no setor de serviços. Os autores destacam a dificuldade em definir e mensurar a intangibilidade, ressaltando sua natureza multidimensional e subjetiva. Os autores identificam os principais fatores que influenciam a intangibilidade, como a experiência do cliente, a qualidade do serviço, a confirmação da marca e a cultura organizacional. Mencionam a importância de estratégias eficazes de marketing, comunicação, gestão da qualidade e uma cultura organizacional forte para a gestão das empresas. O estudo empírico confirma esses fatores, aprimorando a compreensão e aplicação da intangibilidade. Vasconcellos (2021) destaca que a valorização dos ativos intangíveis, a fim de gerar intangibilidade, está intrinsecamente associada a um elevado grau de incerteza. Isso ocorre porque as estimativas de seu valor futuro são altamente dependentes de uma série de fatores imprevisíveis, como flutuações de mercado, investimentos de alto custo, retornos de longo prazo e inovações tecnológicas (Elkemali, 2024).

Nesse contexto, bancos de investimento como o BNDES, exercem uma função essencial no financiamento de ativos intangíveis, que são a base da intangibilidade. Ao contrário das avaliações de crédito tradicionais, que se concentram em ativos tangíveis, essas instituições financeiras compreendem o valor estratégico de investimentos em inovação, marcas, patentes e outros ativos intangíveis. Ao fornecer os recursos necessários para o desenvolvimento e a valorização desses ativos, os bancos de investimento permitem que as empresas invistam em áreas estratégicas que geram valor a longo prazo, fortalecendo sua posição no mercado (Barboza, 2018). Esse financiamento especializado impulsiona o grau de intangibilidade das

empresas, incentivando o fortalecimento de recursos não mensuráveis ou tangíveis, mas que são essenciais para a diferenciação e o sucesso a longo prazo, conforme menciona a RBV (Braga, 2023). Ao apostar em ativos intangíveis, os bancos de investimento estão investindo na criação de valor duradouro, promovendo a inovação e a construção de uma identidade corporativa única. Essa visão estratégica pode gerar vantagens competitivas sustentáveis para as empresas, uma vez que a gestão eficaz de ativos intangíveis é um fator determinante para a liderança e o sucesso no cenário competitivo (De Mendença, 2023; Vasconcellos, 2021).

## **2.2 Intangibilidade e apoio do Estado nas empresas**

Para que as empresas possam adquirir ativos intangíveis, como patentes, marcas ou tecnologias, e, conseqüentemente, aumentar seu grau de intangibilidade, são necessários investimentos significativos que geralmente envolvem altos custos financeiros (Vasconcellos (2021). Todavia, esses investimentos demandam um longo período de maturação para gerar retornos efetivos, o que torna essa estratégia desafiadora e, muitas vezes, inviável para empresas de menor porte ou com restrições financeiras. No contexto brasileiro, Nascimento et al. (2012) identificaram que a intangibilidade apresenta variações entre os diferentes setores, mas não necessariamente resulta em um desempenho superior. Em contrapartida, estudos realizados por Barcelos et al. (2011), e Medrado et al. (2016) apontaram uma correlação positiva, sugerindo que investimentos em ativos intangíveis tendem a aumentar a valorização das empresas perante o mercado.

Nesse contexto, o BNDES oferece linhas de financiamento específicas para inovação, tecnologia e outros projetos voltados à aquisição e valorização de ativos intangíveis. O apoio do BNDES permite que essas empresas superem barreiras de capital e invistam em ativos que impulsionam a competitividade e a criação de valor econômico no longo prazo (Alves, 2010; Buenos, 2014). Segundo Sanches, (2014) o BNDES, através dos desembolsos financeiros tem sido um importante agente de fomento no apoio a projetos de desenvolvimento e modernização, contribuindo para a criação de vantagens competitivas sustentáveis. Ao disponibilizar recursos financeiros e condições favoráveis de crédito, o BNDES facilita à implementação de estratégias que visam à inovação, à expansão de mercados e ao fortalecimento da capacidade produtiva das empresas (Eclache, 2021). Nesse sentido os desembolsos financeiros do BNDES, viabilizam projetos que, embora não gerem benefícios imediatos, abrem portas para oportunidades estratégicas futuras que podem influenciar no retorno esperado das empresas de ambos os setores (Barbosa, 2016). Diante do exposto definiu-se a seguinte hipótese:

H1: Existe uma relação positiva entre o financiamento do BNDES e o grau de intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto.

### **2.3 A intangibilidade em empresas privadas e públicas**

Estudos indicam que a intangibilidade empresarial, medida pelo Grau de Intangibilidade (GI), está correlacionada à capacidade de inovação e adaptação ao mercado dinâmico, empresas com maior proporção de ativos intangíveis, como marcas, patentes e capital intelectual, demonstram maior potencial para agregar valor e obter vantagem competitiva (Nascimento, 2012; Pinto, 2021). O GI reflete a intensidade com que os ativos intangíveis contribuem para a geração de valor e o desempenho da empresa. Essa relação é corroborada por autores como Bontis (1998), Sveiby (1997), Stefano (2014), Gomes et al. (2020) e Oliveira et al. (2018), que destacam a importância dos ativos intangíveis na economia.

Nos últimos anos, houve um aumento considerável nos estudos sobre intangibilidade, refletindo a crescente demanda por inovação, tecnologia e desenvolvimento nas empresas (Carvalho, 2024; Miles & Covin, 2000; Brown, 2011). Assim como as empresas privadas buscam esse diferencial no mercado, a literatura demonstra que a participação estatal tem ganhado relevância devido a diversos fatores, especialmente em áreas estratégicas e de tecnologia (Etzkowitz, 2017). Investigando países latino americanos, Lopes e Carvalho (2024) confirma que os ativos intangíveis são fundamentais para aumentar a intangibilidade o desempenho das empresas. De acordo com Sprenger et al. (2017), existe relação entre as intensidades de intangibilidade e o desempenho econômico-financeiro de empresas localizadas em países que compõem o *Grupo Latinoamericano de Emisores de Normas de Información Financiera* (GLENIF). Os resultados mostram que empresas com maior intensidade de intangibilidade apresentam melhores desempenhos econômicos e maior vantagem competitiva.

Entretanto, a presença estatal muitas vezes se dá por meio de empresas públicas ou parcerias público-privadas (PPPs), nas quais o Estado atua com agente de fomento para cobrir falhas de mercado, essa interação entre governo e mercado e sociedade permeia de forma direta ou indireta em diversas atividades econômicas do Estado (Paeleman, 2024). De acordo com Meirelles (2010) é equivocado pensar que existem estruturas puramente governadas pelo mercado, as interações entre setor público (SOE- *State-Owned Enterprise*) e privado (POE- *Privately-Owned Enterprise*) podem ocorrer tanto na oferta quanto na demanda. Para o autor, as políticas públicas, tributação e a gestão da moeda são meios pelos quais o governo influencia e participa das operações de mercado.

Nas SOE, o Estado muitas vezes detém a maioria das ações e exerce controle direto sobre as operações, garantindo que a prestação de serviços ou a produção de bens essenciais ocorra de maneira eficiente e atenda às necessidades da sociedade, ou seja cumpra a sua função social (Niebuhr, 2020). A diferença entre as tomadas de decisão das SOE e POE reflete em distintos objetivos e contextos em que essas organizações operam (Bresser, 2022). As POE são orientadas pelo lucro e pela competitividade do mercado. Isso influencia suas decisões, levando-as a buscar estratégias que maximizem a eficiência operacional e a rentabilidade financeira (Baquer, 1991). A agilidade é um aspecto fundamental no processo decisório das empresas privadas, pois elas precisam responder rapidamente às mudanças no ambiente de negócios para se manterem competitivas (Da Silva, 2011)

Diante disso, Horta (2019) destaca que é importante averiguar essa distinção entre a SOE e POE e como essa relação influencia a intangibilidade, justamente para compreender suas abordagens e desafios. Na gestão privada, os ativos intangíveis buscam pelo lucro e na diferenciação competitiva das empresas. No entanto, na gestão pública, a ênfase recai sobre o bem-estar coletivo, serviços sociais e a prestação de contas à sociedade, o que pode demandar uma abordagem diferente em relação aos ativos intangíveis (Carvalho, 2010). Borges (2022) busca analisar como as empresas estatais brasileiras gerenciam a diversidade de interesses de seus stakeholders, destacando o papel da governança corporativa na busca por um equilíbrio entre esses interesses. O estudo também aborda os desafios enfrentados pelas empresas estatais para assegurar uma gestão eficiente e transparente.

A predominância de propriedade privada nas empresas brasileiras tem mostrado um efeito positivo em relação às estatais (SOE), uma vez que empresas com maior participação de acionistas privados tendem a investir mais em ativos intangíveis, como propriedade intelectual, marcas e tecnologias (Hohn, 2021). Isso se deve à maior flexibilidade e autonomia para decisões estratégicas. O foco em intangíveis visa a diferenciação competitiva, inovação e aumento de valor de mercado, fatores essenciais para a sustentabilidade e o crescimento no cenário atual (Gomes, 2020). Assim, o aumento da intangibilidade reflete a capacidade dessas empresas de utilizar recursos imateriais para conquistar vantagens competitivas sustentáveis. Dos Santos et al. (2022) analisam as diferenças no desempenho financeiro entre empresas estatais e privadas brasileiras, constatando que, em média, as empresas privadas tendem a apresentar um desempenho financeiro superior ao das estatais. Diante do exposto definiu-se a segunda hipótese:

H2: A predominância de propriedade privada tem efeito positivo sobre o grau de intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto.

## 2.4 O papel do BNDES e o acesso ao crédito as empresas

A RBV destaca a importância dos recursos e competências únicas de uma empresa para alcançar vantagens competitivas sustentáveis (Sanches, 2013). Ao considerar a relação entre recursos intangíveis e desempenho organizacional, levam as empresas a buscarem por estratégias inovadoras (Hohn, 2021; Zegarra, 2006). A estrutura de propriedade é essencial na tomada de decisões empresariais, influenciando a alocação de recursos e as estratégias de investimento. Os acionistas, ao exercerem controle sobre as empresas, podem direcionar suas decisões para maximizar seus próprios interesses, especialmente na aquisição de ativos intangíveis e na escolha de financiamentos de alto custo e longo prazo. A obtenção de recursos diferenciados e intangíveis pode ser impactada por esses interesses, gerando possíveis conflitos entre os acionistas. Esses conflitos são particularmente relevantes quando se considera a distinção entre SOEs e POEs, uma vez que seus objetivos e incentivos podem divergir significativamente (Paeleman, 2024).

Brey et al. (2014) argumentam que a participação do governo como acionista em empresas pode melhorar sua posição no mercado de crédito. As conexões políticas e o suporte estatal são fatores que reduzem a percepção de risco dos investidores e credores, tornando o financiamento mais acessível e favorável para essas empresas. Kayo (2015) explora a diferença na restrição de crédito entre empresas de capital aberto e fechado no Brasil, seu estudo menciona que as empresas estatais obtêm vantagem, devido à sua estrutura de propriedade, enfrentam menos barreiras ao crédito, diferente das empresas privadas, devido a segurança proporcionada pela participação estatal, ocasionando segurança e confiança dos credores, resultando em melhores condições de financiamento e menor custo de capital, além de influenciar o mercado de ações.

Chen et al. (2021) diante dessa discussão, confirmam que a propriedade estatal influencia positivamente o acesso ao crédito comercial. A percepção de menor risco associada às empresas com participação governamental atrai fornecedores a oferecerem crédito com mais facilidade, destacando as vantagens competitivas que essas empresas possuem no mercado internacional. Eclache, (2021) argumenta que entre banco público e privado não existe uma concorrência exaustiva no mercado de financiamento pois o BNDES através de seus recursos financeiro compartilha parcerias com banco privados, na aquisição de repasses diretos e indiretos, o que reforça a participação do Estado em ambas as esferas.

Os bancos estatais foram originalmente desenvolvidos com o intuito de dar suporte ao crescimento tecnológico de empresas com elevado potencial, também conhecidas como

campões nacionais (Gomes, 2021; Guo, 2021; Najberg, 2002; Barboza, 2018; Torres, 2012). Muitas dessas empresas apresentam uma parcela de capital público, maior, o que facilita os empréstimos a esse segmento. Todavia, os bancos de investimento passaram a privilegiar não só empresas com capital público, mas, sobretudo capital privado. Por exemplo, Albert et al. (2023) confirmaram que empresas públicas do Reino Unido que receberam apoio em financiamento do Estado, geram um efeito de transbordamento nas empresas privadas. Nesse sentido, os autores observaram que, empresas de capital privado, diminuem efeitos relativos à incerteza ao investir em ativos fixos intangíveis. Desse modo, espera-se que, o apoio de bancos de investimento favoreça mais as empresas privadas, levando a um efeito positivo da relação entre apoio e crédito e capital privado no aumento da intangibilidade dessas empresas. Diante do exposto definiu-se a terceira hipótese:

H3: A predominância de propriedade privada modera positivamente a relação entre o financiamento do BNDES e o grau de intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto.

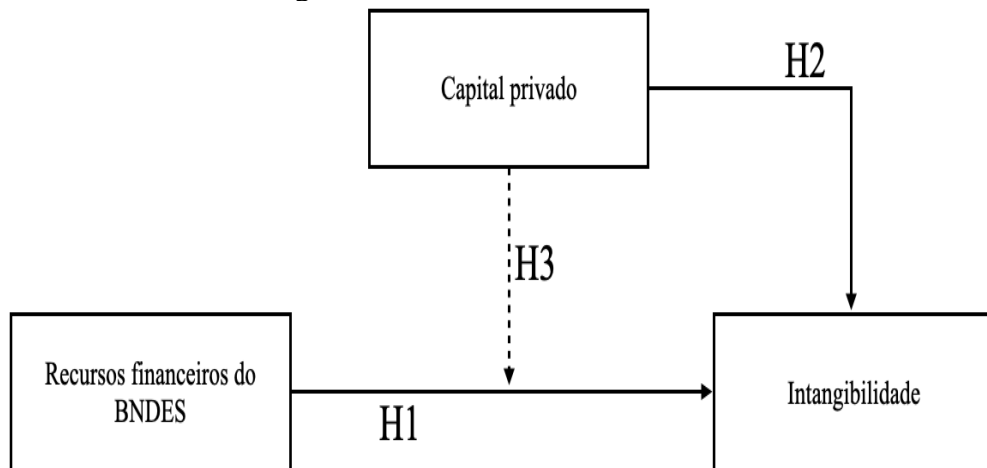
## **2.5 Modelo conceitual**

Os desembolsos financeiros do Estado por meio do BNDES impulsionam a economia das empresas brasileiras. Essa estratégia de alavancar as empresas na obtenção de ativos valiosos, conforme evidenciado pela teoria RBV (Fama, 1970; Hohn, 2021; Sanches, 2013), possibilita a conquista de um diferencial no mercado nacional. Entretanto, essa estratégia apresenta uma faceta em que apresenta o risco aos acionistas, diante dos custos na obtenção de recursos voltados para intangibilidade, uma vez que requer alto investimento num ambiente incerto e volátil (Alberto et al. 2023; Barbosa, 2018).

A literatura ressalta tanto as incertezas na aquisição de recursos quanto a influência da estrutura de propriedade na obtenção de capital público (Lazzarini et al., 2015). Diante da imprevisibilidade dos custos envolvidos na aquisição desses ativos, os investimentos do BNDES, ao serem direcionados pelo Estado, tendem a impulsionar as instituições, fortalecendo sua competitividade no mercado. Esse apoio pode aumentar o grau de intangibilidade das empresas, promovendo avanços no conhecimento e na competitividade do mercado.

Os efeitos desses investimentos podem variar conforme a natureza da empresa beneficiada. Enquanto empresas privadas buscam maximizar retornos para seus acionistas, equilibrando inovação e rentabilidade, as empresas públicas muitas vezes têm objetivos adicionais, como promover o desenvolvimento econômico e social (Chen et al. 2021). Nesse contexto, a estrutura de propriedade pode influenciar a forma como os recursos do BNDES são utilizados, impactando a eficiência e a sustentabilidade dos investimentos em ativos intangíveis.

Figura 1- Modelo teórico conceitual.



Fonte: Elaborado pela Autora (2025).

### 3. METODOLOGIA

A metodologia adotada neste estudo envolve à análise por regressão em painel. O estudo adota uma perspectiva quantitativa e se enquadra como pesquisa descritiva-explicativa. A natureza descritiva visa retratar as características do grupo em estudo, estabelecendo conexões entre as variáveis analisadas. Por outro lado, a vertente explicativa busca compreender a natureza dessas relações identificadas, conforme definido por Gil (2002). Essa combinação metodológica visa fornecer uma análise abrangente e embasada, explorando tanto a descrição detalhada das variáveis quanto a compreensão das relações causais entre elas.

No que diz respeito aos tipos de dados secundários, foram empregadas as técnicas de pesquisa bibliográfica e documental. A pesquisa bibliográfica, conforme destacado por Marconi e Lakatos (2005), visa proporcionar ao pesquisador um amplo acesso ao conhecimento acumulado sobre o tema em questão, englobando referências teóricas disponíveis em artigos, livros, dissertações e teses. Por outro lado, a pesquisa documental foi realizada mediante análise das demonstrações financeiras anuais, acessadas por meio da base de dados Economática® no período de 2008 a 2023.

À abordagem inicial concentra-se em uma amostra com 2297 empresas, que realizaram algum tipo de desembolso do BNDES através do programa FINEM e FINAME, para desenvolver a pesquisa, realizamos um cruzamento de informações, excluído as empresas que não estão listadas na Bovespa, ativas no mercado, e também excluímos as instituições financeiras no período de 2008 a 2022. A justificativa de trabalhar com um serie de 16 anos, justifica-se pelo fato que a maioria dos desembolsos financeiros acontecem a médio e longo

prazo, criando um histórico de dados relevantes. Após coleta dos dados financeiros da Bovespa na Economática, e dos desembolsos do BNDES através de seus relatórios no site da empresa, realizamos a montagem do painel com as empresas selecionadas, totalizando 108 entidades.

### 3.1 Descrição das variáveis

Para mensurar o grau de intangibilidade (GI) das empresas, utilizamos a proporção entre os ativos intangíveis e o valor total dos ativos, conforme proposto por Joseph et al. (2012). Essa medida, é calculada através da fórmula:  $(\text{Ativo Intangível} / \text{Valor Total dos Ativos}) \times 100$ , permite quantificar a intensidade com que os ativos intangíveis compõem o patrimônio das empresas. O nível de intangibilidade será utilizado como variável dependente em nossa análise, buscando identificar sua influência sobre a variável independente, que representa o desempenho financeiro das empresas. As demais variáveis estão descritas na Tabela 1.

Tabela 1 – Variáveis do modelo.

Variáveis	Abreviação	Descrição	Sinal esperado	Autores
Dependente				
Intangibilidade	GI	Ativos intangíveis / valor dos Ativos Totais x 100	+	Joseph et al. (2012); Gomes et al. (2020)
Explicativas				
BNDES	BNDES	Total de empréstimos realizados pelo BNDES (FINEM e FINAME)	+	Lazzarini et al. (2015)
Propriedade de capital privado	POE	<i>Dummy</i> igual a 1 para empresas privadas e 0 para públicas.	+	Lazzarini et al. (2015)
Controle				
Lucratividade	EBIT	Lucro operacional / Ativo total	+/-	Santos (2012); Miranda et al. (2015); Dragomir (2024)
ROE	ROE	Lucro líquido / Patrimônio líquido	+/-	
Idade da empresa	idade	Logaritmo natural do ano de fundação -Ano atual	+/-	Long et al. (2020)

Fonte: Elaborado pela Autora (2025).

Para analisar a influência do financiamento do BNDES e da propriedade estatal no grau de intangibilidade das empresas, utilizamos os dados dos desembolsos dos programas FINAME e FINAME nas variáveis independentes, além de uma variável *dummy* para indicar a natureza jurídica da empresa. A variável *dummy* assume o valor 1 para empresas privadas e 0 para

empresas públicas, essa especificação permite avaliar não apenas o efeito isolado do financiamento do BNDES, mas também como a propriedade estatal interage com esse fator (Lazzarini et al. 2015).

Nas variáveis de controle, que possam influenciar o grau de intangibilidade das empresas, incluímos o EBIT (Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) e idade da empresa. O EBIT, calculado como a diferença entre a receita operacional líquida e as despesas operacionais, serve como um proxy para a capacidade de geração de caixa da empresa. Santos (2012) empresas com maior EBIT tendem a ter mais recursos disponíveis para investir em ativos intangíveis, como pesquisa e desenvolvimento, capital humano e marcas. A idade da empresa, por sua vez, reflete o seu estágio de desenvolvimento e pode estar relacionada ao nível de intangibilidade, uma vez que empresas mais maduras tendem a possuir um acúmulo maior de conhecimento e experiência (Wang et al., 2012). Empresas mais antigas podem ter acumulado experiência, reputação e relacionamentos, mas também podem enfrentar desafios para se adaptar a mudanças no ambiente de negócios (Marion, 2015) Ao incluir essas variáveis de controle, buscamos isolar o efeito específico do financiamento do BNDES e da propriedade estatal sobre o nível de intangibilidade, controlando por fatores que podem influenciar essa relação.

Dentre os diversos indicadores de desempenho financeiro, optamos por utilizar o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) para avaliar a lucratividade das empresas. De acordo com Ross, Westerfield e Jordan (2015), o ROE é considerado um dos indicadores essenciais na análise financeira, pois relaciona o lucro líquido com o patrimônio líquido da empresa. Essa medida, ao contrário do ROS (Retorno sobre as Vendas), permite uma análise mais abrangente da rentabilidade, considerando não apenas as operações, mas também a estrutura de capital da empresa. A escolha do ROE é justificada pela necessidade de um indicador que capture a eficiência da empresa em gerar retornos para seus acionistas, conforme sugerido por Lima et al. (2013).

### **3.2 Modelo Econométrico**

Diante da natureza longitudinal dos dados, a regressão de dados em painel emerge como a técnica mais adequada para a análise. Essa metodologia, conforme discutido por Fávero e Belfiore (2017), permite controlar por efeitos individuais invariantes no tempo, além de capturar a dinâmica temporal das variáveis. Ao considerar tanto a dimensão temporal quanto a individual, a regressão de painel proporciona uma visão mais completa e precisa das relações

entre as variáveis. A equação apresentada modela a relação entre o grau de intangibilidade ( $GI_{it}$ ) e variáveis explicativas que podem influenciá-los. O termo  $\beta_0$  representa a constante do modelo. A variável  $BNDES_{it}$  capta o impacto do aporte de recursos do BNDES sobre os ativos intangíveis da empresa  $i$  no período  $t$ . A variável  $POE_{it}$  é uma *dummy* que indica se a empresa é privada. O termo de interação  $BNDES_{it} \times POE_{it}$  avalia se o efeito do financiamento do BNDES é diferente para empresas privadas. O modelo também inclui um conjunto de variáveis de controle ( $Controle_{it}$ ), representadas pelo coeficiente  $\beta_n$ , que ajudam a isolar os efeitos de outras características que possam influenciar os ativos intangíveis. O termo controle envolve as variáveis: Lucro líquido sobre o Patrimônio líquido (ROE); idade da empresa (Age) e EBIT. Por fim, o termo  $\varepsilon$  envolve o resíduo da regressão.

$$GI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BNDES_{i,t} + \beta_2 POE_{i,t} + \beta_3 BNDES \times POE_{i,t} + \beta_n Controle_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Espera-se que o modelo revele se o financiamento do BNDES tem um impacto significativo sobre o indicador GI e se esse impacto difere entre empresas estatais e privadas. Se  $\beta_1$  for positivo e significativo, isso indicaria que o apoio do BNDES impulsiona o desempenho empresarial. Caso  $\beta_3$  também seja significativo, sugere-se que o efeito do financiamento varia conforme o tipo de empresa, podendo indicar um benefício maior ou menor para estatais em comparação com privadas. As variáveis de controle ajudam a isolar esses efeitos, garantindo uma análise mais robusta.

## 4. RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva

Neste estudo, a matriz de correlação é utilizada devido à sua capacidade de examinar as relações lineares entre variáveis em um conjunto de dados, sendo uma ferramenta estatística essencial. Ela proporciona uma análise detalhada das interações e dependências entre as variáveis, facilitando a interpretação dos dados. A Tabela 2 apresenta as variáveis relacionadas à média e ao desvio padrão.

Tabela 2: Matriz de correlação

Variáveis	Média	Desvio	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) INTG	158775	192830	1.0000					
(2) BNDES	881307	323519	-0.1092*	1.0000				
(3) POE	908256	288745	0.1037*	-0.0368	1.0000			
(4) ROE	5.7916	155.60	0.0375	-0.0164	-0.0113	1.0000		

	6	4						
(5) EBIT	-8.976	990.57	-0.0009	-0.0005	-0.0081	-0.0380	1.000	
		5						
(6) IDADE	357853	878737	0.0421	0.2209***	-0.0638	-0.0146	-0.0070	1.000

Nota: significância \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Fonte: Elaborado pela Autora (2025).

Os resultados da matriz de correlação indicam relações estatisticamente significativas entre algumas variáveis do estudo. A variável BNDES apresenta uma correlação negativa e significativa com INTG ( $p < 0.1$ ), sugerindo que um maior envolvimento do BNDES pode estar associado a menores investimentos em ativos intangíveis. Além disso, dummy POE exibe uma correlação positiva e significativa com INTG ( $p < 0.1$ ), o que indica que empresas privadas tendem a investir mais em intangíveis do que as estatais. Por fim, BNDES e IDADE apresentam uma correlação positiva altamente significativa ( $p < 0.01$ ), o que sugere que empresas mais antigas têm maior envolvimento com o BNDES. Essas relações fornecem indícios relevantes sobre a influência da estrutura de propriedade e do financiamento público no nível de intangibilidade das empresas analisadas.

Para garantir a confiabilidade dos dados, foi aplicado o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF), uma técnica estatística amplamente utilizada em análises de regressão para identificar a presença de multicolinearidade entre variáveis independentes. A multicolinearidade ocorre quando duas ou mais variáveis independentes apresentam alta correlação, geralmente superior a 0.70, o que pode comprometer a interpretação dos coeficientes e a precisão das estimativas do modelo. Nessa análise, o VIF médio é de 1,04, abaixo do limite máximo de 10 conforme recomenda Hair et al. (2010).

O teste de Wooldridge para autocorrelação em dados em painel rejeita a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, com  $F(1,102) = 138,397$  e  $p$ -valor  $< 0.01$ , evidenciando a presença de dependência serial nos resíduos do modelo. A presença dessa autocorrelação sugere que os resíduos do modelo estão correlacionados ao longo do tempo, o que pode indicar persistência nos efeitos das variáveis explicativas sobre a intangibilidade das empresas ao longo dos períodos analisados. A autocorrelação pode comprometer a eficiência das estimativas, tornando necessário o uso de técnicas robustas para corrigir esse problema, como a utilização de estimadores de erros padrão robustos. Por fim, o teste de Wald indicou a presença de heterocedasticidade nos dados,  $p$ -valor  $< 0,000$ , o que sugere a necessidade de correção para erros padrão robustos.

## 4.2 Resultado da regressão

Para a estimativa dos resultados, foi adotado o estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS), escolhido por sua eficiência em amostras com um número limitado de empresas. Desse modo, o FGLS é recomendado quando o número de observações é maior que o número de períodos, ou seja,  $N > T$ . Essa abordagem também é recomendada, pois permite corrigir problemas de autocorrelação serial e a heterocedasticidade (Menke, 2015). O modelo 1 descreve apenas o efeito das variáveis de controle no grau de intangibilidade da empresa. O modelo 2 indica o efeito do apoio do governo por meio dos financiamentos do BNDES, enquanto o modelo 3 denota o capital intangível da empresa. Por fim, o modelo 4 destaca o efeito entre intangíveis e capital privado a intangibilidade das empresas. A Tabela 3 exibe as estimativas do FGLS.

Tabela 3: Resultado da estimativa FGLS variável dependente (lag 1 ano)

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
BNDES		-0.200** (0.008)		-0.114*** (0.035)
POE			0.124*** (0.017)	0.024 (0.029)
POE X BNDES				0.096*** (0.036)
ROE	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
EBIT	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
IDADE	0.225*** (0.005)	0.022*** (0.004)	0.017*** (0.005)	0.000*** (0.004)
SALES	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
SIZE	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.000)	0.003 (0.001)

Efeito do tempo	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído
Número de observações	1,210	1,210	1,210	1,210
Número de empresas	105	105	105	105
Prob > chi2	430.20**	42.03**	75.77***	1407.39***

Nota: Painel: Heteroskedastic; Correlation: panel-specific AR(1) Significância, p-valor de cada resultado \* 10%, \*\* 5% e \*\*\* 1%

Fonte: Elaborada pela autora (2025).

Os resultados do Modelo 1 indicam que o financiamento do BNDES exerce um impacto negativo e estatisticamente significativo sobre o grau de intangibilidade das empresas, sugerindo que, no curto prazo, o apoio da instituição pode estar associado a uma menor acumulação de ativos intangíveis. Esse resultado reforça a complexidade da relação entre financiamento público e ativos estratégicos. A variável idade da empresa apresentou coeficiente positivo e altamente significativo ( $p < 1\%$ ), demonstrando que empresas mais maduras tendem a desenvolver melhor seus ativos intangíveis ao longo do tempo.

O Modelo 2, examina a relação entre o financiamento do BNDES e o grau de intangibilidade das empresas, considerando a distinção entre companhias públicas e privadas. Os resultados indicam que o financiamento do BNDES exerce um efeito negativo e estatisticamente significativo sobre a intangibilidade ( $-0.200^{**}$ ), sugerindo que, isoladamente, os recursos do banco podem estar associados à menor acumulação de ativos intangíveis no curto prazo. No Modelo 3, foi incluída a variável dummy para empresas privadas (POE), cujo coeficiente positivo e significativo ( $0.124^{***}$ ) aponta que empresas privadas tendem a apresentar maior intangibilidade em relação às estatais. Ainda assim, o efeito negativo do BNDES permaneceu significativo, levando à rejeição da Hipótese 1, segundo a qual o financiamento do BNDES seria um determinante essencial para o aumento dos ativos intangíveis em empresas brasileiras de capital aberto.

O Modelo 4 manteve o resultado negativo para o BNDES ( $-0.114^{***}$ ) e apresentou um coeficiente positivo, ainda que menor, para a variável POE ( $0.024$ ), sugerindo que a propriedade privada, mesmo isoladamente, está associada a maior grau de intangibilidade. Isso válida a Hipótese 2, ao indicar que empresas privadas tendem a investir mais em inovação, pesquisa e desenvolvimento (P&D), estratégias fundamentais para manter sua vantagem competitiva.

Ainda nesse modelo 4, a interação entre POE e BNDES revelou um coeficiente positivo e significativo ( $0.096^{***}$ ), indicando que os efeitos negativos do financiamento público são

atenuados no contexto das empresas privadas. Isso sugere que, quando bem direcionado, o financiamento do BNDES pode estimular o investimento em ativos intangíveis em empresas privadas, potencializando sua capacidade de inovação. Assim, confirma-se a Hipótese 3, segundo a qual a propriedade privada modera positivamente a relação entre financiamento estatal e intangibilidade. As variáveis de controle apresentaram resultados consistentes entre os modelos, com destaque para a idade, que se manteve significativa em todas as especificações. O teste de significância global ( $\text{Prob} > \chi^2$ ) demonstrou elevada robustez dos modelos, especialmente no Modelo 4 ( $\chi^2 = 1407.39^{***}$ ), reforçando a adequação estatística da análise. O Quadro 1 resume as hipóteses testadas e seus respectivos níveis de significância.

Quadro 1 – Resultados das hipóteses.

Hipóteses	Desenvolvimento	Significância
H1	Existe uma relação positiva entre o financiamento do BNDES e o grau de intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto	Rejeita
H2	A predominância de propriedade privada tem efeito positivo sobre o grau de intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto	Aceita
H3	A predominância de propriedade privada modera positivamente a relação entre o financiamento do BNDES e o grau de intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto.	Aceita

Fonte: Elaborada pela autora (2025).

### 4.3 Discussão

No contexto atual de crescente competitividade e inovação tecnológica, a gestão empresarial se encontra desafiada a adotar novas estratégias para garantir seu sucesso e sustentabilidade em busca de um diferencial no mercado. O artigo de Yang et al. (2025) destaca a influência da intervenção governamental, por meio de acionistas estatais, sobre a decisão das empresas em implementar novas modalidades voltadas para a inovação. Nesse cenário, as POEs frequentemente se destacam em relação às SOEs devido à sua maior agilidade e capacidade de inovação, fatores fundamentais para o sucesso no cenário atual de competitividade (Gomes, 2021).

As POEs, com maior liberdade operacional e flexibilidade financeira, têm maior capacidade de investir em novos processos, tecnologias e modelos de negócios aproveitando de

forma mais eficaz os desembolsos do BNDES, voltados para a intangibilidade. Já as soes, por sua natureza pública e foco na função social, muitas vezes priorizam o cumprimento de objetivos políticos e sociais, o que pode limitar a inovação e a eficiência operacional. Isso ocorre devido à burocracia, à falta de incentivos para inovação e à necessidade de equilibrar múltiplos interesses, o que pode resultar em uma resposta mais lenta às exigências do mercado e a desafios emergentes.

O BNDES tem se mostrado uma ferramenta muito importante no cenário econômico brasileiro, influenciando o acesso a recursos e o desempenho de empresas por meio de seus programas de financiamento como o FINEM e o FINAME. Estudos anteriores (Dos Santos, 2022; Sprenger, 2017; Oliveira, 2020) têm demonstrado que o capital intangível, impulsionado pelo apoio governamental, exerce um efeito positivo na aquisição de produtos voltados para a intangibilidade empresarial. A convergência entre ativos intangíveis, conforme preconiza a teoria da Visão Baseada em Recursos (RBV), estimula as empresas a estruturar, coordenar e otimizar seus recursos, conferindo-lhes uma vantagem competitiva duradoura (Helfat, 2023).

Nessa perspectiva, este estudo revela que o BNDES tem um impacto positivo no desenvolvimento de recursos intangíveis em empresas privadas. Contudo, os resultados apontam para uma ausência de significância estatística no caso de empresas estatais (SOE). Essa disparidade nos leva a questionar se os objetivos e as prioridades das empresas públicas estão alinhados com o desenvolvimento de ativos intangíveis, que estão intrinsecamente ligados à inovação, tecnologia e outros recursos que impulsionam a evolução dos mercados (Hermanto, 2021). A literatura sugere que as empresas estatais podem ter objetivos diversos dos das empresas privadas, como a busca por atender a demandas sociais ou o cumprimento de políticas públicas, o que poderia influenciar suas decisões de investimento em ativos intangíveis (Barbosa, 2023; Souza, 2024)

O artigo de Favro e Alves (2021), a partir de uma análise empírica baseada em dados regionais e setoriais, avaliam se os financiamentos do banco de fomento contribuíram significativamente para o aumento do emprego formal nesse setor entre os anos analisados. Os resultados indicam que o crédito do BNDES exerce um efeito positivo na criação de postos de trabalho, especialmente em regiões com maior densidade agroindustrial, reforçando o papel do banco como indutor do desenvolvimento econômico e social. O estudo também destaca a importância de políticas públicas direcionadas e bem estruturadas para promover o crescimento do setor agroindustrial e a geração de empregos de qualidade no país. Sena (2016) sugere que empresas privadas envolvidas em conexão política, tendem a investir mais em ativos intangíveis. Essa relação é explicada pela “cegueira” governamental, que facilita o acesso a

recursos financeiros e informações estratégicas. Com esse respaldo, essas empresas direcionam investimentos para marcas, tecnologias e know-how, gerando retornos diferenciados e impulsionando o mercado.

O estudo de Lazzarini (2015) revela que as empresas estatais e as empresas com conexões políticas podem apresentar um desempenho financeiro inferior em comparação com as empresas privadas sem conexões políticas. Isso ocorre porque as empresas estatais podem ser menos eficientes devido à burocracia e à falta de incentivos para a inovação, enquanto as empresas com conexões políticas podem priorizar objetivos políticos em detrimento da eficiência e da lucratividade.

Ao longo do tempo, as empresas públicas têm estado frequentemente associadas a escândalos de corrupção, ineficiência e má gestão, fatores que prejudicam a sua competitividade e sustentabilidade. A interferência política, aliada à falta de incentivos à eficiência — evidenciada pelos elevados custos operacionais, baixa inovação e precariedade nos serviços prestados — levou muitos governos a adotarem a privatização como uma alternativa para aprimorar a governança, aumentar a eficiência e atrair investimentos. A transferência dessas empresas para o setor privado tem como objetivo reduzir o peso fiscal do Estado, promover maior transparência e incentivos a práticas de inovação e sustentabilidade. Assim, as empresas, SOEs foram progressivamente privatizadas, em grande parte, devido à sua menor agilidade e capacidade de inovação em comparação com as POEs.

A teoria da Visão Baseada em Recursos (RBV) destaca que a inovação e a diferenciação de produtos são essenciais para o crescimento e adaptação das organizações no cenário competitivo atual. Nesse contexto, as POEs, com maior flexibilidade financeira e operacional, conseguem investir de maneira mais eficaz em novos processos e tecnologias. Lazzarini (2023) argumenta que as empresas privadas tendem a ser mais eficientes do que as estatais na prestação de serviços de qualidade e acessíveis. No entanto, ele confirma que tanto o setor público quanto o privado têm méritos e falhas, sendo crucial compreender as condições adequadas para que ambos funcionem de maneira eficaz. Para Lazzarini, a privatização não deve ser vista como uma forma de livrar-se de governos ineficientes, mas como um processo complementar, no qual empresas privadas capazes e governos.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nossa pesquisa explorou a fundo a relação entre os investimentos do BNDES e o nível de intangibilidade das empresas brasileiras, buscando entender como a estrutura de capital influencia essa dinâmica. Descobrimos que o financiamento do BNDES, por si só, não aumenta significativamente o grau de intangibilidade das empresas de capital aberto no Brasil. Curiosamente, empresas com capital predominantemente privado investem mais em ativos intangíveis, como inovação, P&D e tecnologia - elementos essenciais para se manterem competitivas no mercado. Essa constatação faz sentido, já que empresas privadas priorizam esses investimentos para se destacarem em seus respectivos setores.

Esses desembolsos financeiros de longo prazo são direcionados para fortalecer os ativos intangíveis, o que, segundo a teoria RBV, confere a essas empresas uma vantagem competitiva. No entanto, ao analisarmos a interação entre empresas estatais (POEs) e o BNDES, notamos que as empresas privadas parecem se beneficiar mais do financiamento para investir em intangíveis. Ou seja, as empresas privadas utilizam os recursos do BNDES de forma mais eficiente para investir na intangibilidade, em comparação com as empresas estatais.

A fim de elucidar essa questão, torna-se imprescindível aprofundar a investigação sobre os objetivos específicos das SOEs e as particularidades do investimento em intangíveis no setor público. É necessário verificar se a ausência de impacto significativo do BNDES em empresas estatais decorre de uma alocação de recursos inadequada, de uma falta de prioridade estratégica ou de outros fatores que merecem ser explorados. A presente pesquisa reconhece algumas limitações, como a falta de transparência em alguns relatórios do BNDES e a divergência de valores entre os relatórios publicados e os dados contábeis das empresas. Estudos futuros poderão se debruçar sobre essas questões, investigando a fundo as possíveis causas dessas divergências, incluindo a análise de taxas, tributos e outros fatores que possam influenciar os valores finais dos repasses.

Adicionalmente, sugere-se que pesquisas futuras aprofundem a análise da relação entre os recursos captados junto ao BNDES, o nível de endividamento e a solvência das empresas, ampliando, sempre que possível, a amostra de empresas estatais, para uma avaliação mais abrangente. Além disso, é relevante investigar se as empresas brasileiras POEs, estão se beneficiando de incentivos fiscais associados ao uso de capital de terceiros, conforme prevê a Abordagem Trade-Off, que sugere que algumas companhias podem considerar os custos de falência como uma vantagem tributária.

## REFERÊNCIAS

- ALABDULLAH, TTY (2018), “A relação entre estrutura de propriedade e desempenho financeiro da empresa: evidências da Jordânia”, **Benchmarking: An International Journal**, [s. l.], vol. 319-333, doi: 10.1108/BIJ-04-2016-0051.
- ALBERT, Dança; ADU-AMEYAW, Emmanuel; BOATENG, Agyenim; IYIOLA, Bolaji;** Presença de empresas públicas, oportunidade de crescimento e investimento em ativos intangíveis fixos de empresas privadas do Reino; **Revista de Pesquisa Contábil Aplicada**, v. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2023-0032>.
- ALÉM, Ana Cláudia. BNDES: papel, desempenho e desafios para o futuro. 1997.
- ANGONESE, Rodrigo et al. Divulgação de informações voluntárias na internet como determinante do custo do capital de terceiros. **Enfoque: Reflexão Contábil**, [s. l.], v. 32, n. 3, p. 57-71, 2013
- AZEVEDO, Mário Luiz Neves de. Igualdade e equidade: qual é a medida da justiça social? **Avaliação: Revista da Avaliação da Educação Superior (Campinas)**, [s. l.], v. 18, p. 129-150, 2013.
- BAGNA, Emanuel et al. Ativos intangíveis e desempenho da empresa: Os efeitos relativos de ativos reconhecidos e não reconhecidos. **Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity**, v. 10, n. 3, p. 100356, 2024.
- BAQUER, Sebastián Martín-Retortillo. Empresas públicas: reflexões do momento atual. **Revista Administração Pública**, nº. 126, pág. 63-132, 1991.
- BARBOSA, Ismael et al. A influência das dimensões de governança regional no investimento de ativos intangíveis das empresas brasileiras: uma análise em nível de país. **Revista de Gestão e Secretariado**, v. 14, n. 1, p. 1138-1157, 2023.
- BARBOSA, Joseane Alves. À aplicabilidade da tecnologia na pandemia do Novo coronavírus (Covid-19). **Revista da FAESF**, [s. l.], v. 4, 2020.
- BARBOZA, R. D. M., Furtado, M., & Humberto, G. (2018). A atuação histórica do BNDES: O que os dados têm a nos dizer? **Brazilian Journal of Political Economy**, 39(3), 544- 560.
- BARBOSA, José Geraldo P.; GOMES, Josir Simeone. Um estudo exploratório do controle gerencial de ativos e recursos intangíveis em empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 6, p. 29-48, 2002.
- BARBOSA, Luciana; Pinho, Paulo. Estrutura de financiamento das empresas. **Revista de Estudos Económicos**, [s. l.], v. 2, n. 1, p. 1-30, 2016.
- BARCELLOS, M.; ENSSLIN, S. R.; SILVA, H. A. S.; REINA, D. R. M. Aderência ao CPC 04 (R1): existe relação ao grau de intangibilidade? In: II Congresso Nacional e Administração e Ciências Contábeis, Rio de Janeiro. Anais [...]. Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: <http://adcont.net/index.php/adcont/adcont2011/paper/view/357>. Acesso em: 19 Jan. 2025.

BNDES, 2025 - <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/>. Acesso em: 30/01/2024.

BRAGA, Laís; DE FARIAS AIRES, Renan Felinto. VANTAGENS COMPETITIVAS SOB A ÓTICA DO VRIO: Um Estudo de Caso no Setor Contábil. **Pensamento & Realidade**, v. 38, n. 1, p. 1-13, 2023.

BONTIS, N. Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models. **Journal of Intellectual Capital**, v. 1, n. 1, p. 63-76, 1998. DOI: 10.1108/14691930010348731.

BORGES DE OLIVEIRA, Emerson Ademir; HEINRICH FERRER, Catharina Martinez. STAKEHOLDERS E GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS ESTATAIS. **Revista da Faculdade de Direito da Uerj**, v. 13, n. 41, 2022.

BUCCELLI, Dalton Oswaldo; Popadiuk, Silvio. Integração dos ativos intangíveis no processo de planejamento estratégico: uma revisita à matriz SWOT. **FACEF pesquisa-desenvolvimento e gestão**, [s. l.], v. 10, n. 3, 2010.

CARVALHO, Francisval de Melo; Kayo, Eduardo Kazuo; MARTIN, Diógenes Manoel Leiva. Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 14, p. 871-889, 2010.

COLOMBO, Jéfferson Augusto; Terra, Paulo Renato Soares. Juros sobre o capital próprio versus dividendos: o papel da identidade do acionista na elisão fiscal de empresas. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, [s. l.], v. 24, p. 175-205, 2022.

CORDER, Solange; SALLES FILHO, Sérgio. Aspectos conceituais do financiamento à inovação. **Revista Brasileira de Inovação**, [s. l.], v. 5, n. 1, p. 33-76, 2006.

COPELAND, Thomas E.; Koller, Tim; MURRIN, Jack. Valuation: measuring and managing the value of companies. **New York: John Wiley & Sons**, [s. l.], v. 2. ed. 1996. (University edition).

COPELAND, Thomas E. et al. Valuation: medir e gerenciar o valor das empresas. 1991.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima. Dificuldades das empresas brasileiras para financiar seus investimentos em capital físico e em inovação. **Revista de Economia Contemporânea**, [s. l.], v. 13, p. 259-280, 2009.

CZARNITZKI, Dirk; TOOLE, Andrew A. Patent protection, market uncertainty, and R&D investment. **The Review of Economics and Statistics**, [s. l.], v. 93, n. 1, p. 147-159, 2011.

DA CRUZ, Felipe Jacques; CRISTINE KICH, Mara; DA CUNHA, Adriano Sérgio. Desempenho dos maiores bancos privados listados na BM&FBOVESPA: enfoque em indicadores econômico-financeiros entre os anos de 2013 a 2015. **Revista de Economia da UEG**, [s. l.], v. 14, n. 1, 2018.

DARDOT, Pierre; LAVAL, Christian. Propriedade, apropriação social e instituição do comum. **Tempo social**, [s. l.], v. 27, p. 261-273, 2015.

DE CARVALHO, Fernando J. Cardim. Mercado, estado e teoria econômica: uma breve reflexão. 1999.

DE MENDONÇA JUNIOR, Demétrio; TOALDO, Ana Maria Machado; DA SILVA ROSA, Quezia. Rede de valor agregado sobre a ótica das teorias da Visão Baseada em Recursos (RBV) e Sistemas de Marketing (SM). **Caderno Pedagógico**, v. 20, n. 11, p. 4938-4961, 2023.

DE OLIVEIRA SILVA, Pedro Henrique; JANNI, Vanessa. Relação da taxa mínima de atratividade no cenário econômico atual com a viabilidade econômica de projetos. **Boletim do Gerenciamento**, [s. l.], v. 25, n. 25, p. 68-75, 2021.

DE SOUSA JÚNIOR, Alvani Bomfim. Adequação das normas brasileiras de contabilidade à luz das normas internacionais: um estudo sobre o pronunciamento técnico cpc 04. **Revista Brasileira de Administração Científica**, v. 8, n. 3, p. 171-182, 2017.

DIAS, Daiane Souza et al. Evidenciação dos ativos intangíveis pelas empresas de Tecnologia da Informação da B3. **Race: revista de administração, contabilidade e economia**, v. 19, n. 2, p. 317-334, 2020.

DOS SANTOS, Alex Favalessa et al. Estatais brasileiras: comparativo do desempenho econômico-financeiro entre empresas públicas e privadas. **Revista Gestão Organizacional**, v. 15, n. 3, p. 126-142, 2022.

ECLACHE DA SILVA, Walter; KAYO, Eduardo; MARTELANC, Roy. BNDES loans and the financial constraints of Brazilian publicly traded companies. **RAUSP Management Journal**, [s. l.], v. 55, p. 567-582, 2021.

ELKEMALI, Taoufik. Ativos intangíveis e super e sub-reação de analistas às informações de lucros: evidências empíricas da Arábia Saudita. **Risks**, v. 12, n. 4, p. 63, 2024.

FAMA, E.F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**. Cambridge, [s. l.], v. 25, p.383-417, 1970.

FALASTER, Christian; DA COSTA, Priscila Rezende. Esforços de inovação de pequenos negócios na América Latina. **Revista de Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas**, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 3, 2021.

FAVRO, Jackelline; ALVES, Alexandre Florindo. Efeito do crédito do BNDES para a geração de empregos agroindustriais no Brasil. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, v. 60, n. 4, p. e229587, 2021.

FERREIRA, Ademir Antônio; Guimarães, Edílson Rodrigues; Contador, José Celso. Patente como instrumento competitivo e como fonte de informação tecnológica. **Gestão & Produção**, [s. l.], v. 16, p. 209-221, 2009.

FINGERL, Eduardo Rath; Garcez, Cristiane Magdalena D.'Avila. Economia do conhecimento e a atuação do BNDES: considerando os intangíveis. 2002.

NAJBERG, Sheila. "**Transformação do sistema BNDES em financiador do setor privado**

nacional." (2002).

NASCIMENTO, Eduardo Mendes et al. Ativos intangíveis: análise do impacto do grau de intangibilidade nos indicadores de desempenho empresarial. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 31, n. 1, p. 37-52, 2012.

GANEM, Angela. O mercado como ordem social em Adam Smith, Walras e Hayek. **Economia e Sociedade**, [s. l.], v. 21, p. 143-164, 2012.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

GOMES, H. B., Gonçalves, T. J. de C., & Tavares, A. de L. (2020). Intangibilidade e o valor da empresa: uma análise do mercado acionário brasileiro. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, 19, 1-17. <https://doi.org/10.16930/2237-766220203045>

GOMES, Matheus da Costa. O impacto de bancos de desenvolvimento sobre os investimentos das empresas: a experiência do BNDES. 2021.

GUO, L., & Huang, J. (2024). Digital transformation and its impact on corporate performance: A review and research agenda. **Journal of Business Research**, 165, 178-191. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2023.12.012>

GUO MING, Monica. Efeitos do crédito subsidiado do BNDES na decisão de investimento das empresas. 2021.

HAUSMAN, Jerry A. Specification tests in econometrics. **Econometrica: Journal of the econometric society**, p. 1251-1271, 1978.

HELFAT, Constance E. et al. Renewing the resource-based view: New contexts, new concepts, and new methods. **Strategic Management Journal**, v. 44, n. 6, p. 1357-1390, 2023.

HERMANTO, Yustinus Budi; LUSY, Lusy; WIDYASTUTI, Maria. Como o desempenho financeiro e os valores das empresas estatais (SOE) são afetados pelas perspectivas de boa governança corporativa e capital intelectual. **Economias**, [s. l.], v. 9, n. 4, p. 134, 2021.

HOHN, GABRIELLE SECCHI; CARVALHO, A. A.; BUENO, M. Recursos e Capacidades Organizacionais sob a luz da Visão Baseada em Recursos: um Estudo no Âmbito Industrial. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 25, n. 4, p. 16-34, 2021.

Hu, Y., Zhang, Y., & Wang, X. (2023). The impact of digital technologies on financial performance: Evidence from emerging markets. *Financial Management*, 52(4), 1127-1152. <https://doi.org/10.1111/fima.12456>

JERMAN, M.; KAVCIC, S.; KAVCIC, B. The significance of intangibles: a comparative analysis between Croatia, Slovenia, Czech Republic, Germany and the USA. **Ekonomika Istrazivanja: znanstveno-stručni časopis**, Pula, [s. l.], v. 23, n. 2, p. 60-69, 2010.

JOSEPH, Gabriel Paes de Almeida et al. Responsabilidade social corporativa e índices de

sustentabilidade: um estudo dos ativos tangíveis e intangíveis à luz da visão baseada em recursos. 2018.

KAYO, Eduardo Kazuo. The Determinants of Intangibility. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, [s. l.], v. 7, p. 112-130, 2020.

KAYO, E. K., & Famá, R. (2004). À estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, [s. l.] v, 39(2), 164-176.

KAYO, E. K., Kimura, H., Basso, L. F. C., & Krauter, E. (2006). The Determinants of Intangibility. **Revista de Administração Mackenzie**, [s. l.], v7(3), 112-130. <https://doi.org/10.1590/1678-69712006/administracao>.

KAYO, Eduardo Kazuo; TEH, Chang Chuan; BASSO, Leonardo Fernando Cruz. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. **Revista de Administração-RAUSP**, [s. l.], v. 41, n. 2, p. 158-168, 2006.

KIM, E. Han. Corporate governance and labor relations. **Journal of Applied Corporate FINANCE**, [s. l.], V. 21, N. 1, P. 57-66, 2009.

Kozlenkova, I. V.; Samaha, S. A.; Palmatier, R. W. Resource-based theory in marketing. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 42, n. 1, p. 1–21, 6 jan. 2014.

KNOTT, Eugene F.; SCHAEFFER, John F.; TULLEY, Michael T. **Radar cross section**. SciTech Publishing, 2004.

LAMBSDORFF, Johann Graf. Causes and consequences of corruption: What do we know from a cross-section of countries. **International handbook on the economics of corruption**, [s. l.], v. 1, p. 3-51, 2006.

LAPLANE, Mariano F.; SARTI, Fernando. Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. **Economia e sociedade**, [s. l.], v. 6, n. 1, p. 143-181.

LAZZARINI, Sergio G. et al. What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002–09. **World Development**, [s. l.], v. 66, p. 237-253, 2015.

LAZZARINI, Sérgio G. **A privatização certa: Por que as empresas privadas em iniciativas públicas precisam de governos capazes**. Portfolio-Penguin, 2023.

LEITE-DA-SILVA, Alfredo Rodrigues et al. Contradições gerenciais na disseminação da "cultura corporativa": o caso de uma estatal brasileira. **Revista de Administração Pública**, [s. l.], v. 40, p. 357-384, 2006.

LEV, Baruch, Suresh Radhakrishnan e Jamie Yixing Tong. 2021. Volatilidades dos componentes de lucros: despesas de capital versus P&D: **Gestão de Produção e Operações** 30: 1475–92.

LIN, Yini; WU, Lei-Yu. Explore the role of dynamic capabilities in business performance under

the framework of the resource-based view. **Business Research Magazine**, [s. l.], v. 3, pág. 407-413, 2014.

LI, J., Xia, J., & Zajac, EJ (2018). Sobre a dualidade da influência política e econômica dos stakeholders no desempenho da inovação das empresas: Teoria e evidências de empresas chinesas. **Strategic Management Journal**, 39(1), 193–216.

LONG, Wenbin et al. Corporate social responsibility and financial performance: The roles of government intervention and market competition. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 27, n. 2, p. 525-541, 2020.

LOPES, Fernanda Cristina Costa; Carvalho, Luciana. Ativos intangíveis e desempenho empresarial na América Latina. **XLIV Encontro da Anpad**, 2020.

MACHADO, Lídia Paula Cunha de Azevedo et al. **A ação de reivindicação no âmbito das expropriações de facto e o grave prejuízo para o interesse público na sua execução: reflexões sobre o princípio da intangibilidade da obra pública**. 2015. Tese de Doutorado.

MAIA, Alexandre Gori. Transformações no mercado de trabalho e desigualdade social no Brasil. **Ciência e Cultura**, v. 58, n. 4, p. 34-35, 2006.

MELLO, J. A. V. B.; GONÇALVES, F. M.; CORREIA, F. D. S.; MOURÃO, H. M. Percepções sobre valoração dos ativos intangíveis em clubes de futebol do Rio De Janeiro. **Revista de 160 Administração de Roraima - RARR**, Boa Vista, v. 7, n. 2, p. 331-347, fev. 2018. DOI: <http://dx.doi.org/10.18227/2237-8057rarr.v7i2.3989>.

MEDRADO, Franciele et al. Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [s. l.], v. 10, n. 28, p. 32-44, 2016.

MILLER, M. H. Debt and Taxes. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. 32, n. 2, p. 261-275, 1977.

NASCIMENTO, E. M., Oliveira, M., Marques, V. A. & Cunha, J. V. A. (2012). Ativos intangíveis: análise do impacto do grau de intangibilidade nos indicadores de desempenho empresarial. **Reflexão Contábil**, 31 (1), 37-52.

NEWBERT, Scott L. Pesquisa empírica sobre a visão da empresa baseada em recursos: uma avaliação e sugestões para pesquisas futuras. **Revista de gestão estratégica**, [s. l.], v. 28, n. 2, pág. 121-146, 2007.

NIDUMOLU, R., Prahalad, C. K., & Rangaswami, M. R. (2009). Why sustainability is now the key driver of innovation. **Harvard business review**, 87(9), 56-64.

OLIVEIRA, Marisa Silva; CINTRA, Denise Gomes Barros. ATIVO INTANGIVÉL: um estudo sobre as características e peculiaridades acrescidas com o advento do CPC 04. **Revista de Estudos Interdisciplinares do Vale do Araguaia-REIVA**, v. 3, n. 01, p. 19-19, 2020.

PATROCÍNIO, Mauricio Réa; KAYO, Eduardo Kazuo; KIMURA, Herbert. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **Revista de Administração**,

[s. l.], v. 42, n. 2, p. 205-215, 2007

PECI, Alketa; SOBRAL, Filipe. Parcerias Público-Privadas: análise comparativa das experiências britânica e brasileira. **Cadernos Ebape. BR**, [s. l.], v. 5, p. 01-14, 2007.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, [s. l.], v. 40, p. 7-24, jan./abr. 2006.

PINTO, Gustavo Wada Ferreira. **Uma análise do grau de intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto no período 2010-2020**. 2021. Tese de Doutorado. [sn].

PIRES, Jose Claudio Linhares et al. Uma análise comparativa das abordagens do BID no apoio às pequenas e médias empresas (PMEs): analisando resultados no setor industrial brasileiro. **Inter-American Development Bank**, 2014.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROMÃO DA SILVA, Aline; CUNHA CALLADO, Aldo Leonardo; TRUTA DO BOMFIM, Emanuel. INFLUÊNCIA DO NÍVEL DE INTANGIBILIDADE NO DESEMPENHO DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS. **Revista Científica Hermes**, v. 24, 2019.

ROZO, José Danúbio. Novos projetos: o que valoriza mais a empresa, recursos próprios ou de terceiros? qual a proporção ótima? **Revista contabilidade & finanças**, v. 12, p. 78-88, 2001.

SANTOS, Mariana Luísa Moutinho. **O estudo do EBITDA no Grupo Almedina**. 2012. **Dissertação de Mestrado**. FEUC.

SANCHES, Paula Luciana Bruschi; MACHADO, Andre Gustavo Carvalho. Estratégias de inovação e RBV: evidências em uma empresa de base tecnológica. **RAI Revista de Administração e Inovação**, [s. l.], v. 10, n. 4, p. 183-207, 2013.

SENA, Thiago Souza et al. A influência da conexão política nos ativos intangíveis. **Contabilometria**, v. 3, n. 1, 2016.

SUTRISNO, Sutrisno et al. Do Information Technology and Human Resources Create Business Performance: A Review. **International Journal of Professional Business Review: Int. J. Prof. Bus. Rev.**, v. 8, n. 8, p. 14, 2023.

SICSÚ, João et al. Financiamento do investimento em P & D, risco e seguro: uma abordagem não-convencional. **Revista Brasileira de Economia**, [s. l.], v. 52, n. 4, p. 675-696, 1998.

SILVA, L. S.; GALLON, A. V.; DE LUCA, M. M. M. Intangibilidade e inovação em empresas no Brasil. **Revista de Administração e Inovação**, v. 9, n. 2, p. 197-221, 2012

SHARMA, K.; KAUR, M. Intangible assets: reporting practices and hidden value measurement. **Research journal of social sciences**, v. 10, n. 1, 2019.

SOUZA, Welther et al. influência do setor de atuação na estrutura financeira das empresas brasileiras de capital aberto. **RAGC**, v. 15, 2024.

SPRENGER, K. B., Silvestre, A. O., Brunozi Júnior, A. C., & Kronbauer, C. A. (2017). Intensidades das Intangibilidades e Desempenhos Econômico-financeiros em Empresas dos Países do GLENIF. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7 (1), 121-148.

STAL, Eva. Internacionalização de empresas brasileiras e o papel da inovação na construção de vantagens competitivas. *INMR-Innovation & Management Review*, [s. l.], v. 7, n. 3, p. 120-149, 2010.

STEFANO, Nara Medianeira et al. Gestão de ativos intangíveis: implicações e relações da gestão do conhecimento e capital intelectual. *Perspectivas em Gestão & Conhecimento*, [s. l.], v. 4, n. 1, p. 22-37, 2014.

**SVEIBY, K. E.** *The New Organizational Wealth: managing & measuring knowledge-based assets*. San Francisco: Berrett-Koehler, 1997.

TEECE, D.J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18(7), 509-533.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; COSTA, Fernando Nogueira da. BNDES e o financiamento do desenvolvimento. *Economia e Sociedade*, [s. l.], v. 21, p. 975-1009, 2012.

VASCONCELLOS, Elimar Pires; RAPINI, Márcia Siqueira. Valoração de Intangíveis no contexto de Negociação e Transferência de Tecnologias. *Inovação, Ciência, Tecnologia e Gestão-a UFMG em Perspectiva*, v. 1, p. 187-212, 2021.

VIGLIONI, m.t.d., & Calegario, C.L.L. (2021). How firm size moderates the knowledge and affects the innovation performance? Evidence from Brazilian manufacturing firms. *Iberoamerican Journal of Strategic Management*, [s. l.], 01–20. <https://doi.org/10.5585/riac.v20i1.15567>

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. **Cengage Learning, Sao Paulo**, 2018.

YANG, Zhang; WENTAO, Zhou; BINGWEI, Jiang. Como os acionistas estatais sob a intervenção do governo afetam a decisão de inovar novamente nas empresas após falha de inovação tecnológica?. *Revista de Administração de Empresas*, v. 65, p. e2024-0143, 2025

ZEGARRA, Alejandro. Análise do desempenho empresarial, empregando a teoria da visão da empresa baseada em recursos (RBV). *Revista Investigación & Desarrollo*, [s. l.], v. 6, 2006.

LONG, Wenbin et al. Corporate social responsibility and financial performance: The roles of government intervention and market competition. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, v. 27, n. 2, p. 525-541, 2020.

## **TERCEIRA PARTE**

### **1. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

A globalização impôs desafios que exigem das empresas a constante atualização tecnológica para manterem sua competitividade. A inovação em processos produtivos e a adoção de estratégias são essenciais para o crescimento sustentável e a ampliação da receita. A falta de investimento em tecnologia pode comprometer a competitividade no cenário global, afetando a internacionalização e agravando desigualdades socioeconômicas. Dessa forma, destaca-se a importância de discutir a intangibilidade das empresas, especialmente no caso das estatais, que possuem uma função social voltada para o desenvolvimento do país e o bem-estar coletivo, diferenciando-se das empresas do setor privado

Diante disso, o estudo em questão se propôs a investigar o efeito do BNDES no desenvolvimento de ativos intangíveis para as empresas brasileiras e no seu desempenho e como o tipo de capital, público ou privado, afeta a relação entre os financiamentos do BNDES e o grau de intangibilidade das empresas. Para atingir tal objetivo, a amostra da pesquisa compreendeu empresas brasileiras que receberam suporte financeiro através dos desembolsos do BNDES nos programas do FINEM e FINAME, no período de 2018 e 2023. A amostra apresentou um total de 113 empresas.

Para atingir os objetivos específicos foram elaborados dois artigos, sendo que o primeiro contemplou os dois primeiros objetivos, de realizar um panorama sobre o uso de financiamento do BNDES adquirido por empresas brasileiras de capital aberto. Além disso, foi investigado os efeitos dos financiamentos do BNDES sobre os ativos intangíveis e como influenciam o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. Por fim, o segundo artigo contemplou o último objetivo, analisando o efeito do tipo de propriedade, público ou privado, sobre a relação entre os financiamentos do BNDES e ativos intangíveis das empresas brasileiras.

Os achados do primeiro artigo indicam que os desembolsos do BNDES influenciam o desempenho das empresas brasileiras. Como resultado ao objetivo proposto no artigo, de analisar o impacto dos ativos intangíveis e do financiamento do BNDES no desempenho das empresas brasileiras listadas na B3, o que sugere a relevância para as empresas brasileiras. Assim, os achados indicaram que a interação do BNDES e ativos intangíveis influenciam o desempenho das empresas.

O segundo artigo, com o objetivo de investigar se os financiamentos do BNDES, mostrou que os efeitos sobre a intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto. A pesquisa destacou que para as empresas POEs se sobressaem na aquisição de ativos intangíveis

em relação as empresas estatais (SOEs), favorecendo a intangibilidade. Isso mostra que investimento em intangível favorecem o grau de intangibilidade de empresas privadas.

Diante dos resultados, o trabalho apresenta como implicações acadêmicas a ampliação da discussão dos efeitos dos desembolsos financeiros do BNDES. Como implicações sociais, o estudo evidenciou a importância da atuação do Estado, por meio do BNDES, no suporte financeiro às empresas que buscam desenvolver ativos intangíveis como diferencial competitivo, conforme aponta a Teoria da Visão Baseada em Recursos (RBV). O desenvolvimento empresarial depende de financiamento, e o BNDES desempenha um papel central nesse processo, utilizando recursos provenientes do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), que retornam à sociedade na forma de investimentos para o crescimento econômico do país. Diante disso, torna-se fundamental garantir transparência nesses repasses e explorar novas modalidades de financiamento que atendam de forma mais ampla às necessidades do mercado.

Além disso, a pesquisa permitiu investigar se as estatais estão alinhadas com seus objetivos sociais de desenvolvimento nacional e promoção do bem-estar social. Nesse contexto, foi possível fomentar um debate sobre as diferenças entre a atuação das SOEs e das POEs, explorando os caminhos que essas organizações podem seguir no futuro. A análise também abordou como as empresas estatais podem manter uma conduta sustentável e qual será sua postura diante dos desafios sociais e econômicos, refletindo sobre a necessidade de adaptação às demandas de um mundo em constante transformação.

Como limitações aponta-se a análise de um longo período de tempo (2017 e 2023) e o número relativamente pequeno de empresas de propriedade estatal que utilizaram os desembolsos do FINEM e FINAME. Assim, pesquisas futuras podem utilizar outras amostras e outros indicadores, a fim de abranger uma quantidade maior de empresas, em especial as soes. Outro aspecto a ser explorado é se o movimento de privatização de empresas públicas ocorre, em parte, para ampliar a autonomia na tomada de decisões e maximizar a captação e o valor dos recursos financeiros, assim como também o valor de mercado em benefício de seus acionistas.