

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

DIEGO BATISTA SILVA CARVALHO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, INTANGIBILIDADE E REGIONALIDADE:
EVIDÊNCIAS PARA EMPRESAS DA B3**

UBERLÂNDIA

2023

DIEGO BATISTA SILVA CARVALHO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, INTANGIBILIDADE E REGIONALIDADE:
EVIDÊNCIAS PARA EMPRESAS DA B3**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração.

Linha de Pesquisa: Gestão Organizacional e Regionalidade.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Luciana Carvalho

UBERLÂNDIA

2023

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

C331
2023 Carvalho, Diego Batista Silva, 1983-
GOVERNANÇA CORPORATIVA, INTANGIBILIDADE E
REGIONALIDADE: EVIDÊNCIAS PARA EMPRESAS DA B3 [recurso
eletrônico] : CORPORATE GOVERNANCE, INTANGIBILITY AND
REGIONALITY: EVIDENCE FOR B3 COMPANIES / Diego Batista
Silva Carvalho. - 2023.

Orientadora: Luciana Carvalho.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de
Uberlândia, Pós-graduação em Administração.

Modo de acesso: Internet.

Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.di.2023.66>

Inclui bibliografia.

1. Administração. I. Carvalho, Luciana ,1980-,
(Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-
graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:
Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074

GOVERNANÇA CORPORATIVA, INTANGIBILIDADE E REGIONALIDADE:
EVIDÊNCIAS PARA EMPRESAS DA B3

Dissertação apresentada para a obtenção do título de Mestre no Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia pela banca examinadora formada por:

Uberlândia, 03 de fevereiro de 2023.

Prof.^a Dr.^a Luciana Carvalho, UFU/MG

Prof. Dr. Márcio Lopes Pimenta, UFU/MG

Prof. Dr. André Barra Neto, UFCAT/GO



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Administração

Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 5M, Sala 109 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia-MG, CEP 38400-902

Telefone: (34) 3239-4525 - www.fagen.ufu.br - ppgaadm@fagen.ufu.br



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Administração				
Defesa de:	Dissertação de Mestrado Acadêmico PPGA - Número 261				
Data:	04 de fevereiro de 2023	Hora de início:	14:00	Hora de encerramento:	16:00
Matrícula do Discente:	12112ADM004				
Nome do Discente:	Diego Basta Silva Carvalho				
Título do Trabalho:	Governança Corporativa, Intangibilidade E Regionalidade: Evidências Para Empresas Da B3				
Área de concentração:	Regionalidade e Gestão				
Linha de pesquisa:	Gestão Organizacional e Regionalidade				
Projeto de Pesquisa de vinculação:					

Reuniu-se virtualmente por webconferência, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do

Programa de Pós-graduação em Administração, assim composta: Professores Doutores: Márcio Lopes Pimenta (PPGA/UFU), André Barra Neto (UFG) e Luciana Carvalho orientadora do candidato. Ressalta-se que todos os membros da banca e o aluno participaram remotamente por webconferência.

Iniciando os trabalhos a presidente da mesa, a Prof^a. Dr^a. Luciana Carvalho, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao Discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do Discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir, a senhora presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos examinadores, que passaram a arguir o candidato. Ul mada a arguição, que se

desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o candidato:

Aprovado

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.

https://www.sei.ufu.br/sei/controlador.php?acao=documento_imprimir_web&acao_origem=arvore_visualizar&id_documento=4674906&infra_siste... 1/2 06/02/2023 12:00 SEI/UFU - 4172031 - Ata de Defesa - Pós-Graduação



Documento assinado eletronicamente por **Luciana Carvalho, Professor(a) do Magistério Superior**, em 03/02/2023, às 15:57, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Márcio Lopes Pimenta, Professor(a) do Magistério Superior**, em 03/02/2023, às 16:42, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **André Barra neto, Usuário Externo**, em 03/02/2023, às 17:27, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **4172031** e o código CRC **6EEFBCB3**.

Agradecimentos

Agradecer faz parte da minha caminhada. Aprendi com meus pais, apesar de ter demorado para fazer de coração. Hoje, entendo e acredito que tudo que nos é concedido serve para o nosso engrandecimento. E sou grato a Deus pela vida que eu tenho e pelas pessoas que colocou em meu caminho.

Muito novo, antes dos 9 anos de idade, eu quis aprender a toca violão para proporcionar às pessoas as mesmas sensações que eu sentia quando alguém tocava. Pedi aos meus pais que me colocassem em uma aula de violão e, mesmo com as dificuldades vigentes, eles me atenderam quando foi possível. Durei menos de seis meses estudando e abandonei o violão. Voltei a “tocar” sozinho depois de um tempo. Eu não gostava muito de estudar teoria. Já queria partir para a prática. Assim, seguí tocando. Me envolvi cada vez mais com grupos de jovens, atividades em lares de idosos, dias das crianças e até em algumas festinhas familiares. O violão ajudava muito e me colocava em evidência.

Quando estamos em evidência, somos vistos como uma espécie de modelo: o que se fala ou faz passa a ser copiado por outras pessoas. A responsabilidade disso é enorme e só percebi mesmo aos 22 anos, quando assumi a coordenação de um grupo de trabalhadores da arte. Ali, eu já sabia que queria estar à frente “das coisas”; queria liderar e ajudar as pessoas a realizarem seus desejos e, assim, realizar os meus. No ano seguinte, iniciei o curso superior de Administração em uma universidade particular, mesmo sem ter tentado na universidade pública pois, na minha cabeça, não havia mais tempo a perder. Antes da Administração eu fui aprovado para Engenharia, afinal, eu trabalhava em uma empresa que valorizava mais essa área. Entretanto, a tempo, percebi o que eu realmente queria e fiz o processo de mudança de curso.

Na universidade, após os horários de aula, auxiliava colegas com os conteúdos. Então, percebi que ensinar seria a melhor forma de ajudar pessoas a alcançarem objetivos, melhorarem de vida e, com isso, eu estaria ajudando na transformação do mundo. Coloquei na cabeça que “um dia” eu seria professor e faria um mestrado. No fundo, não fazia a menor ideia de como conseguir isso. Me formei no final de 2009 e, por alguns meses, fui professor em escola técnica que já não existe. Fui palestrante em escolas públicas e universidades privadas. Fiz uma pós-graduação na UFU, em Gestão de Pessoas, mas não passou disso. Nunca consegui, de fato, empreender uma carreira como professor, apesar de ter o desejo. Somente em 2017, após cair, me reerguer inúmeras vezes e passar por mudanças inesperadas, foi possível achar a coragem para empreender uma nova carreira, exatamente como professor.

Nesse ano, fui convidado a ministrar aulas em MBAs de universidades particulares, ministrar aulas para menores infratores e intensificar palestras na minha área de formação. E no início de 2019, por orientação da minha esposa, uma das pessoas mais importantes na minha vida e que me ajudou a trilhar esse novo caminho, me inscrevi em concurso para professor substituto na UFU e tive o privilégio de trabalhar na FAGEN por dois anos. Nesse período, além de ministrar aulas de conteúdos diversos da Administração, conheci professores e professoras que fizeram diferença em minha vida e pude não só pleitear uma vaga no mestrado, como me tornar aluno.

Durante a trajetória, quis desistir por várias vezes, pois as dificuldades foram enormes. No entanto, as pessoas com as quais finalizo os agradecimentos desse texto (que quase se parece com uma epopeia) são a razão de hoje eu chegar ao fim dessa jornada.

Agradeço aos meus pais, Fernando e Marli, por terem me dado a honra de ser filho de pessoas tão maravilhosas. Eles me proporcionaram uma educação digna por meio dos exemplos de honestidade, perseverança e fé diante dos revezes da vida, além de sempre terem se mantido ao meu lado nos momentos mais e menos difíceis.

Agradeço à minha orientadora, Luciana Carvalho, que mesmo antes de me aceitar como orientando, se mostrou uma pessoa íntegra quando precisou falar comigo quando fui professor substituto, me tratando sempre com respeito e benevolência. Ela foi crucial nesse processo de formação do mestrado e de não desistência em momentos críticos, se colocando, além de professora orientadora, como amiga e ombro de apoio.

Também, meus agradecimentos mais intensos à minha esposa, Natália Luiza. Foi ela quem me mostrou como esse caminho poderia ser trilhado e, muito mais importante, acreditou em mim mais do que eu mesmo, sendo uma parceira maravilhosa e dedicando a mim muito do seu tempo e paciência durante esse período. Eu e ela sabemos quantas dificuldades e bênção ocorreram nesse tempo, desde uma pandemia ao nascimento do nosso lindo filho, João Vitor. A você, Natália, sou grato por me deixar fazer parte da sua vida e qualquer agradecimento nunca será suficiente para demonstrar o quanto você tornou a minha vida melhor.

Ademais, não posso deixar de agradecer a inúmeros colegas, em especial ao Duterval Jesuka e ao Ismael Barbosa, que tanto me auxiliaram no aprendizado e na realização das atividades propostas. Por fim, a todos os professores que ajudaram na construção deste trabalho, com suas valiosas contribuições, aulas e trabalhos realizados.

Resumo

Os estudos sobre intangibilidade têm se tornado cada vez mais relevantes, tanto no âmbito acadêmico quanto por parte das organizações, tendo em vista a sua capacidade de agregar valor. Não só gestores, como também membros de conselhos administrativos e a própria sociedade, têm dado mais atenção em como os ativos intangíveis são gerenciados e quais os benefícios que eles podem apresentar para as empresas que investem com mais intensidade. Além disso, as boas práticas de governança corporativa têm obtido destaque no aumento da competitividade e desempenho empresarial. Nesse contexto, verificou-se a oportunidade de estudar a relação entre intangibilidade e a governança corporativa, medida pela estrutura de propriedade e remuneração dos executivos, em empresas brasileiras de capital aberto. Assim, foram propostos neste estudo os seguintes objetivos: a) analisar a relação entre a concentração de propriedade e a intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto na B3; b) analisar a relação entre a remuneração dos executivos e a intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto na B3. Para análise dos objetivos definidos, foram aplicados modelos de regressão linear múltipla com dados em painel e foram definidas três perspectivas de mensuração da intangibilidade em conjunto, que são: representatividade do ativo intangível, que se relaciona com a natureza contábil da mensuração do intangível, grau de intangibilidade e Q de Tobin que se refere aos aspectos econômicos e financeiros da intangibilidade. Tanto para o objetivo (a) quanto para o objetivo (b), o estudo abrangeu 377 empresas de capital aberto na B3 com situação ativa em fevereiro de 2022. O período analisado foi de 2010 a 2020, sendo realizado um estudo específico para as empresas listadas na B3, que possuem atividades na mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, no capítulo 2. Referente ao objetivo (a), os resultados demonstraram não haver relação significativa entre a concentração de propriedade e o investimento em ativos intangíveis, porém, de forma negativa. Dentre as hipóteses definidas, as relações entre Representatividade do Ativo Intangível – RAI e as variáveis de concentração de propriedade foram rejeitadas, pois nenhum dos resultados encontrou relação significativa, exceto quando se considera a existência de ações ordinárias e preferenciais, que apresentou relação de significância positiva. Para o objetivo (b), os resultados apontaram haver existência de relação positiva entre a remuneração da diretoria executiva (CEOPAY) com a intangibilidade, medida pelo valor de mercado das empresas, bem como não haver relação entre a remuneração do conselho de administração (BOARDPAY) com a intangibilidade no que tange às empresas de capital aberto no Brasil, em geral. Em relação à regionalidade, no capítulo 2, sendo abordadas as empresas brasileiras de capital aberto que possuem atividades na mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, verifica-se que a remuneração da diretoria executiva (CEOPAY) apresenta relação significativa tanto com a representatividade do ativo (RAI) quanto com o Q de TOBIN. Porém, com a primeira variável dependente, a relação é negativa, e com a segunda variável, a relação é positiva.

Palavras-chave: intangibilidade, concentração de propriedade, remuneração de executivos, governança corporativa, regionalidade.

Abstract

Studies on intangibility have become increasingly relevant both in academia and by organizations in view of their ability to add value. Not only managers, but also members of boards of directors and society itself, has paid more attention to how intangible assets are managed and what benefits they can bring to companies that invest more intensively. Furthermore, good corporate governance practices have gained prominence in increasing competitiveness and business performance. In this context, there was an opportunity to study the relationship between intangibility and corporate governance, measured by the structure of ownership and executive compensation, in publicly traded Brazilian companies. Thus, the following objectives were proposed in this study: a) to analyze the relationship between the concentration of ownership and the intangibility of publicly traded Brazilian companies on B3; b) analyze the relationship between executive compensation and the intangibility of publicly traded Brazilian companies on the B3. For the analysis of the defined objectives, multiple linear regression models were applied with panel data and three perspectives for measuring intangibility were defined together, which are: representativeness of the intangible asset, which relates to the accounting nature of the measurement of the intangible, degree of intangibility and Tobin's Q which refers to the economic and financial aspects of intangibility. For both objective (a) and objective (b), the study covered 377 publicly traded companies on B3 with active status in February 2022. The period analyzed was from 2010 to 2020, with a specific study being carried out for companies that have activities in the mesoregion of Triângulo Mineiro and Alto Paranaíba in chapter 2. Regarding objective (a), the results showed that there is no significant relationship between ownership concentration and investment in intangible assets, however, in a negative way. Among the hypotheses defined, the relationships between Representativeness of Intangible Assets - RAI and the ownership concentration variables were rejected, as none of the results found a significant relationship, except when considering the existence of common and preferred shares, which presented a positive significance relationship. For objective (b) the results indicated that there is a positive relationship between the compensation of the executive board (CEOPAY) and intangibility, measured by the market value of the companies, and there is no relationship between the compensation of the board of directors (BOARDPAY) with intangibility about publicly traded companies in Brazil, in general. About regionality, in chapter 2, considering publicly traded Brazilian companies that operate in the mesoregion of Triângulo Mineiro and Alto Paranaíba, it appears that the remuneration of the executive board (CEOPAY) presents a significant relationship both with the representativeness of the assets (RAI) and with TOBIN's Q. However, with the first dependent variable, the relationship is negative, and with the second variable, the relationship is positive.

Keywords: intangibility, ownership concentration, executive compensation, corporate governance, regionality.

Lista de Ilustrações

Quadro 2.1 – Variáveis do estudo de concentração de propriedade – Capítulo 2.....	35
Quadro 2.2 – Hipóteses referentes à concentração de propriedade – Capítulo 2.....	37
Quadro 3.1 – Variáveis do estudo de remuneração dos executivos – Capítulo 3.....	66
Quadro 3.2 – Hipóteses referentes à remuneração dos executivos – Capítulo 3.....	67

Lista de Tabelas

Tabela 2.1 – Análise descritiva das variáveis – Capítulo 2.....	38
Tabela 2.2 – Frequência das variáveis <i>dummies</i> – Capítulo 2.....	39
Tabela 2.3 – Correlação entre as variáveis – Capítulo 2.....	40
Tabela 2.4 – Associação entre o nível de intangibilidade das empresas e as variáveis do estudo – Capítulo 2.....	42
Tabela 2.5 – Resultado das hipóteses do estudo – Capítulo 2.....	44
Tabela 3.1 – Análise descritiva das variáveis – BRASIL – Capítulo 3.....	69
Tabela 3.2 – Análise descritiva das variáveis – TMAP – Capítulo 3.....	70
Tabela 3.3 – Frequência da variável <i>dummy</i> – BRASIL – Capítulo 3.....	72
Tabela 3.4 – Frequência da variável <i>dummy</i> – TMAP – Capítulo 3.....	72
Tabela 3.5 – Correlação das variáveis – Brasil – Capítulo 3.....	73
Tabela 3.6 – Correlação das variáveis – TMAP – Capítulo 3.....	74
Tabela 3.7 – Associação entre a intangibilidade das empresas e as variáveis – BRASIL – Capítulo 3.....	76
Tabela 3.8 – Resultado das hipóteses – BRASIL – Capítulo 3.....	78
Tabela 3.9 – Associação entre a intangibilidade das empresas e as variáveis – TMAP – Capítulo 3.....	79
Tabela 3.10 – Resultado das hipóteses – TMAP – Capítulo 3.....	81

Sumário

1. Capítulo 1: Introdução geral.....	15
1.1 Contextualização do tema de pesquisa.....	15
1.2 Objetivo geral e objetivos específicos.....	17
1.3 Relevância do estudo.....	18
1.3.1 <i>O constructo da intangibilidade organizacional.....</i>	<i>19</i>
1.3.2 <i>A Importância do estudo da intangibilidade nas empresas do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba.....</i>	<i>22</i>
Capítulo 2: Concentração de propriedade e os ativos intangíveis nas empresas brasileiras de capital aberto.....	27
2.1 Introdução.....	28
2.2 Referencial teórico.....	30
2.2.1 <i>Ativos intangíveis.....</i>	<i>30</i>
2.2.2 <i>Governança corporativa e intangibilidade.....</i>	<i>32</i>
2.3 Procedimentos metodológicos.....	34
2.4 Resultado e análise dos dados.....	38
2.4.1 <i>Análise descritiva das variáveis.....</i>	<i>38</i>
2.4.2 <i>Distribuição de frequência das Variáveis Dummies.....</i>	<i>40</i>
2.4.3 <i>Correlação das variáveis.....</i>	<i>41</i>
2.4.4 <i>Relações entre a intangibilidade e as variáveis do estudo.....</i>	<i>42</i>
2.4.5 <i>As Relações de intangibilidade e concentração de propriedade.....</i>	<i>42</i>
2.5 Considerações finais.....	45
Referências.....	47
Capítulo 3: Remuneração dos executivos e a intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto.....	55

3.1	Introdução.....	56
3.2	Referencial teórico.....	57
3.2.1	<i>A Importância da intangibilidade empresarial.....</i>	57
3.2.2	<i>A remuneração dos executivos e a intangibilidade.....</i>	60
3.2.2.1	<i>Remuneração dos gestores (CEOs)</i>	61
3.2.2.2	<i>Remuneração do conselho de administração.....</i>	62
3.3	Procedimentos metodológicos.....	64
3.4	Resultado e análise dos dados.....	69
3.4.1	<i>Análise descritiva das variáveis.....</i>	69
3.4.2	<i>Distribuição de frequência da Variável Dummy.....</i>	73
3.4.3	<i>Correlação das variáveis.....</i>	74
3.4.4	<i>Relações entre a intangibilidade e as variáveis do estudo.....</i>	76
3.4.4.1	<i>Empresas brasileiras de capital aberto.....</i>	77
3.4.5	<i>Empresas brasileiras de capital aberto, com atividades na mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba.....</i>	79
3.5	Considerações finais.....	82
3.6	Referências.....	84
	Capítulo 4: Conclusão geral.....	94
	Referências.....	100

1. Capítulo 1: Introdução geral

1.1 Contextualização do tema de pesquisa

O rápido desenvolvimento da tecnologia nas últimas décadas tem ocasionado a redução no ciclo de vida de produtos físicos, os quais são fáceis de assimilar e replicar mediante os cenários de competição (Maicas, Polo, & Javier Sese, 2009). Esse fato tem proporcionado mais importância e atenção à gestão de ativos intangíveis, como estratégia de diferenciação e sustentação de sucesso empresarial (Miotto, Del-Castillo-Feito, & Blanco-González, 2020). Por isso, a natureza dos investimentos realizados pelas empresas tem mudado e, além de apostarem nos ativos tangíveis, também começaram a dar importância aos ativos intangíveis, passando, inclusive, a ocorrer um equilíbrio entre os investimentos nos dois tipos de capitais (Zéghal & Maaloul, 2011).

Em sua pesquisa, Barajas, Shakina e Fernández-Járdon (2017) apresentam que empresas que possuem, em suas estratégias de mercado, foco na gestão e investimento de ativos intangíveis, tendem a se recuperar com mais facilidade diante de cenários econômicos desfavoráveis ou mesmo de crises. Ainda, conforme os estudos de Albuquerque Filho et al. (2019), investir na intangibilidade possibilita melhoria nos resultados da organização e agrega valor percebido.

No início do século XXI, Lev (2000) já afirmava que esses ativos eram atribuídos à competitividade e concorrência geradas pelo processo globalizacional, que tornam as barreiras produtivas quase inexistentes, e ao surgimento e evolução de tecnologias que, conjuntamente, fazem com que as empresas passem a se estruturar a partir da sua intangibilidade para agregação de valor. Machado e Famá (2011) apontaram que a competição acirrada do mercado, praticamente, obriga as organizações a gerirem seus ativos intangíveis com mais acuracidade.

Hendriksen e Van Breda (1999) afirmam que reconhecer os ativos intangíveis como parte da organização precisa ser algo feito com base em regras válidas para outros tipos de

ativos. Conforme os autores, os intangíveis precisam ser relacionados com a definição de ativo, possuírem relevância na obtenção de informações que propiciem tomadas de decisões, serem mensuráveis e possuírem valor preciso.

Kayo et al. (2006), dentre os autores que descrevem as classes de ativos intangíveis, propõem uma separação que, para o presente estudo, possui relevância e será, assim, adotada. De acordo com os autores, as classes de ativos intangíveis são: 1) ativos humanos; 2) ativos de inovação (patentes, P&D, conhecimento tecnológico e fórmulas secretas); 3) ativos estruturais; 4) ativos de relacionamento (direitos autorais, marcas, *trademarks* e logos). Esses ativos são difíceis de replicar e, por isso, se tornam únicos na organização, além de suas informações contábeis serem de extrema importância. Contudo, é importante destacar, conforme a pesquisa de Caggese e Pérez-Orive (2022), que a intangibilidade empresarial possui um teor de difícil financiamento, tendo em vista o baixo valor de garantia, obrigando as empresas a planejarem esses investimentos e realizarem o acúmulo de recursos financeiros para investir.

Nesse contexto, pode-se inferir ser importante que haja, nas organizações, uma relação próxima entre os investimentos feitos em ativos intangíveis e a governança corporativa adotada. A definição de governança corporativa, instaurada pela OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) em 2018, preconiza ser um sistema de gestão e controle implementado nas empresas, caracterizado pelo relacionamento entre o CA (Conselho Administrativo), acionistas majoritários e/ou minoritários e os demais *stakeholders* (sociedade, fornecedores e outros).

Jensen e Meckling (1976), autores seminais sobre as relações entre acionistas e gestores, propõem a adoção da Teoria da Agência, apontando a existência de conflitos de interesses nesses relacionamentos se não houver objetivos comuns entre ambos. No trabalho de Ritta, Cunha e Klan (2017), verifica-se a relação direta entre ativos intangíveis e práticas de governança corporativa. Conforme essas pesquisas, a relação entre estes pode promover a

existência de vantagem competitiva no mercado, para as empresas que adotam os preceitos de relacionamento entre esses elementos.

Machado e Famá (2011) afirmam que, para ocorrer maior investimento em ativos intangíveis, as empresas precisam fazer uso mais intensivamente de mecanismos de governança corporativa que propiciem segurança aos investidores. Isso é importante, pois, conforme Klapper e Love (2004), esses ativos precisam ser mais bem monitorados, uma vez que apresentam características únicas que facilitam sua utilização de forma inadequada.

Então, a partir das constatações de que os ativos intangíveis são estratégicos para as organizações e da indução de que os investimentos neles são determinados pelas estruturas de gestão, visto necessitarem de mais capital próprio, o que está diretamente interligado à concentração acionária, vislumbrou-se a necessidade de ampliar as discussões das relações entre esses elementos.

Este estudo traz evidências empíricas relacionadas a como os mecanismos de governança corporativa influenciam nos investimentos das empresas em ativos intangíveis. A questão foi versada a nível nacional brasileiro e regional, respondendo ao seguinte problema de pesquisa: **Qual a relação entre a remuneração dos executivos e a concentração de propriedade, como mecanismos de governança corporativa, com a intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto entre os anos de 2010 e 2020?**

Intenciona-se avaliar separadamente a relação da governança corporativa com a intangibilidade das empresas que possuem atividades na região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, listadas na B3.

1.2 Objetivo geral e objetivos específicos

Para responder ao problema de pesquisa, o estudo tem o objetivo geral de verificar a relação entre governança corporativa, medida por concentração de propriedade e a

remuneração dos executivos (conselho administrativo e gestores), com a intangibilidade das empresas brasileiras listadas na B3, considerando o período entre 2010 e 2020.

Para realizar esse objetivo, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

1. Estudar a relação da intangibilidade com o percentual de ações ordinárias em poder dos três maiores acionistas, a identidade do controlador principal, a existência de ações ordinárias e ações preferenciais e o fato de as empresas terem sido auditadas por uma das quatro maiores empresas de auditoria do mundo, considerados neste estudo como elementos formadores da “concentração de propriedade”;
2. Estudar a relação da intangibilidade com o percentual de membros independentes do conselho de administração, o número total de membros do conselho de administração, a remuneração média anual do conselho de administração, o fato de o CEO também ser presidente do conselho de administração e a média da remuneração do corpo diretor das empresas, considerados neste estudo como elementos constituintes do mecanismo de governança corporativa “remuneração dos executivos”;
3. Realizar estudos a nível de Brasil e a nível regional, considerando, para essa separação, as empresas que possuem atividades na mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba.

1.3 Relevância do estudo

Verifica-se, nos estudos realizados por La Porta et al. (2002) e Klapper e Love (2004), que a América Latina sustentava a fama de oferecer baixa proteção legal aos acionistas, o que, hoje, cerca de 20 anos depois das pesquisas citadas, está mudando por meio de uma mentalidade voltada à implantação e melhoria constante dos mecanismos de governança corporativa.

Conforme a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), a Comissão Europeia define governança corporativa como o sistema de gestão e controle

implementado dentro de uma empresa. Esse sistema é caracterizado pelo conjunto de relacionamentos entre o conselho de administração da empresa, acionistas e demais *stakeholders* (Braune, Sahut, & Teulon, 2020).

Esses relacionamentos determinam como as empresas investirão não só em ativos tangíveis como, e principalmente, nos ativos intangíveis. Estes, por sua vez, são cada vez mais considerados como geradores de vantagens competitivas e influenciadores do desempenho, crescimento e *valuation* (Vogt et al., 2016).

O Brasil apresenta ascensão na adoção das práticas de governança corporativa, sendo, inclusive, o mercado de capitais com maior volume financeiro negociado na América Latina (Ripamonti & Kayo, 2016), e mesmo que haja diversos estudos sobre governança, ainda há aspectos que podem ser melhor explicados na literatura financeira, por exemplo, se o investimento em ativos intangíveis são diretamente ou inversamente proporcionais ao controle acionário privado ou mesmo de que forma a intangibilidade organizacional se comporta em relação à existência apenas de ações ordinárias.

1.3.1 O constructo da intangibilidade organizacional

Na década de 80, ocorreu um fenômeno desconhecido na Bolsa de Valores de Nova York: o valor das ações de algumas empresas ultrapassou os valores contábeis. Na década de 90, o valor do *Dow Jones Industrial Average* era o dobro dos valores contábeis de seus 30 constituintes (Niculita, Popa, & Caloian, 2012). Esses e outros fatos da história das organizações culminou na necessidade de abordar e considerar novos tipos de fontes de criação de valor e vantagens competitivas para as organizações, que não são visíveis, portanto, intangíveis.

Ao realizar a análise da estrutura moderna de mercado, identifica-se que a base para a verticalização do posicionamento empresarial, com vistas ao destaque de desempenho,

perpassa, com robustez, o capital de natureza intangível (Santos, 2015), denominado ativos intangíveis.

Esses ativos, vistos com singularidade, eram vistos como compostos por atributos sem regras claras de medição, mas que ampliavam, sobretudo, a riqueza gerada pelas empresas e, principalmente, a divergência entre valor de mercado e valor contábil (Perez & Famá, 2006). Kayo et al. (2006) abordavam a natureza dos ativos intangíveis, discorrendo sobre o alto valor agregado, impossibilidade de imitação, serem raros e praticamente insubstituíveis, levando as empresas que soubessem bem gerenciá-los ao auge da lucratividade e geração de valor empresarial.

Dessa forma, já era de se esperar o carecimento de informações específicas que atribuíssem a esses ativos a coerência econômica do seu valor. Contudo, identificar e mensurar esses ativos, devido ao caráter não físico, exige uma comprovação de informações, particularmente atrelada a critérios aceitáveis (Meneses, Ponte, & Mapurunga, 2013). Mesmo sendo possível identificar que essa intangibilidade agrega valor às empresas, sua valoração é complexa.

Ao conjunto de partes interessadas nas organizações, a necessidade de exposição de informações contábeis que permitam o conhecimento do valor dos ativos intangíveis exigiria a ultrapassagem das barreiras impostas pela contabilidade formal e seus relatórios (Lauretti, Kayo, & Marçal, 2009).

Aos registros contábeis, sempre coube demonstrar transações, de maneira sistemática e subjetiva, proporcionando a evidenciação das informações de fenômenos históricos patrimoniais (Lopes de Sá, 2010). Esse processo participa, de maneira irrepreensível, do emaranhado de ações realizadas por gestores e demais interessados nas organizações para que decisões sejam empreendidas. Logo, ativos intangíveis são identificados baseando-se na

legislação societária legalmente aceita e sua contabilidade representa a razão entre o investimento na intangibilidade da empresa sobre o total dos seus ativos (Medrado et al., 2016).

Os debates sobre a composição dos ativos intangíveis, sua mensuração e a influência sobre o desempenho empresarial são recorrentes, mas desprovidos de consenso. Há estudiosos que afirmam haver ganho para as organizações, com base nos pressupostos adotados por eles, como Andonova e Ruíz-Pava (2016) que pesquisaram sobre a função das características relacionadas à indústria, como ativos intangíveis, no desempenho de empresas colombianas; Sprenger et al. (2017) que avaliaram os resultados no desempenho econômico de empresas da Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, tendo como variável a intangibilidade e sua intensidade em cada organização.

Outros estudiosos, por sua vez, apresentam resultados empíricos que contradizem o excerto anterior. Pesquisadores como Kreuzberg, Rigo e Klann (2013), Voght et al. (2016) e Ritta, Cunha e Klan (2017) não identificaram maior lucratividade e rentabilidade das organizações com influência atrelada de uma maior intangibilidade.

Diversos países começaram a adequar suas normas contábeis para inserir os ativos intangíveis. Os Estados Unidos deram início ao processo, por meio do *Financial Accounting Standards Board (FASB)*, que emitiu, em 2001, o pronunciamento número 142 que versava sobre *goodwill*, ágios e outros ativos intangíveis naquele país (Raupp & Beuren, 2008). Com isso, o *International Accounting Standards Board (IASB)*, órgão responsável pelas normas internacionais de contabilidade, realizou mudanças, em 2004, na *International Accounting Standard (IAS)* número 38, realizando uma mudança nos métodos de identificação, medida e divulgação das contas intangíveis.

No Brasil, de acordo com Albuquerque Filho et al. (2018), ativos intangíveis passaram a receber mais atenção, no balanço da empresa, sobretudo após a Lei nº 11.638/2007, que alterou e revogou dispositivos relativos à elaboração e divulgação de demonstrações

financeiras. A partir daí, nos ativos, as contas passaram a ser dispostas em grupos distintos, incluindo de forma explícita o ativo permanente, composto por investimentos, imobilizado, intangível e diferido (Brasil, 2007). A Lei ainda definiu que as contas do intangível devem ser classificadas como “os direitos que tenham por objeto bens incorpóreos destinados à manutenção da companhia ou exercidos com essa finalidade, inclusive, o fundo de comércio adquirido” (Brasil, 2007).

Em 2010, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis emitiu o documento de posicionamento técnico CPC 01 (CPC 01, 2010) em consonância com o CPC 04 (CPC 04, 2010), de acordo com a Norma Internacional de Contabilidade (IAS) 38, especificando os critérios para reconhecimento e avaliação de ativos intangíveis e os requisitos para divulgação de informações. De acordo com os documentos, reconhece-se o ativo intangível como conhecimento científico ou técnico, projeto e implantação de novos processos ou sistemas, licenças, propriedade intelectual, conhecimento mercadológico, nome, reputação, imagem e marcas registradas (incluindo nomes comerciais e títulos de publicações).

Itens que podem ser inseridos nessa categoria são *softwares*, patentes, direitos autorais, direitos sobre filmes cinematográficos, listas de clientes, direitos sobre hipotecas, licenças de pesca, quotas de importação, franquias, relacionamentos com clientes ou fornecedores, fidelidade de clientes, participação no mercado e direitos de comercialização (CPC 04, 2010). Logo, verifica-se que as empresas têm competido entre si no que tange à busca de maximização desses ativos e, por isso, a importância da intangibilidade para a realidade das organizações ganhou ênfase (Appelbaum et al., 2017).

1.3.2 A Importância do estudo da intangibilidade nas empresas do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba

A preocupação e discussão sobre a necessidade de regionalização nas sociedades, com vistas a uma melhor distribuição e entendimento de recursos e características políticas, econômicas e financeiras não é atual. Após a Segunda Guerra Mundial, seguida da Guerra Fria e outros conflitos entre países e suas próprias populações, devido às constantes consequências que afetavam de forma diferenciada cada espaço geográfico, iniciaram-se buscas por mecanismos que auxiliassem na resolução dos problemas de desigualdade acarretados (Diniz, 2001).

Contudo, a divisão dessas sociedades em caráter regionalista ultrapassa os aspectos físicos-geográficos, uma vez que podem ser realizadas, também, com base em variáveis e nexos humanos ou sociais, dentro da perspectiva de cada observador, como o custo para economistas, o dialeto para etnólogos, as classes para sociólogos e outros aspectos específicos (Pozenato, 2003).

Para Pozenato (2003), o processo de regionalização perpassa uma esquematização de ações que objetivam estabelecer ou reforçar associações existentes e formalizadas em um espaço, não necessariamente físico, circunscrito pelas relações produtivas que são estabelecidas. Elas caracterizam, por si, o desenvolvimento de instrumentos de gestão, baseados em programas políticos.

Considerando esses aspectos e as exposições realizadas acerca da intangibilidade, verifica-se que esta, por sua vez, é fator crucial para a caracterização do padrão de desenvolvimento regional que, no Brasil, têm sido realizados esforços para legislá-lo e normatizá-lo (Pereira et al., 2015).

Ainda assim, identifica-se um crescimento exponencial em algumas regiões que se explica pela valorização do capital humano e do investimento em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) como aspectos primordiais da intangibilidade que podem, por sua vez, promover transformação e desenvolvimento regionais sustentáveis (Haddad, 2009). A mesorregião do

Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba caracteriza uma dessas regiões de desenvolvimento, tanto pela posição geográfica que ocupa, quanto pelas características que possui.

A mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, definida por 66 municípios, possui um papel importante no desenvolvimento econômico e social de Minas Gerais, estado em que se situa, e do Brasil como um todo. Ela é responsável pela produção de 15% do PIB mineiro (IBGE, 2017) e possui localização geográfica estratégica.

Nesse aspecto, a amplificação do sistema viário mineiro se destaca na mesorregião Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, pois, via de fato, cresceu economicamente com o advento da agroindústria, em especial, a pecuária extensiva e a produção de grãos. Isso exigiu a consolidação de uma rede rodoviária para garantir o transporte de mercadorias, bens, serviços e pessoas, não restrita à região mineira, mas penetrável em todo território nacional (Bernardes & Ferreira, 2013).

Ainda é possível identificar, na mesorregião estudada, a existência e constante instalação de empresas de segmentos diversos. De acordo com a JUCEMG (2022), de 2020 para 2021, o número de empresas em Minas Gerais aumentou em 32,38%. Desse número, o setor de serviços foi o que apresentou maior taxa de crescimento seguido por lojas e indústrias. No *ranking* das cinco cidades de maior crescimento em relação à abertura de empresas, estão duas que pertencem ao Triângulo Mineiro: Uberlândia, em segundo lugar, e Uberaba, em terceiro lugar.

Ainda há, no Triângulo Mineiro, instituições de ensino públicas e privadas de grande relevância para a produção científica e formação para a região e para o Brasil, com destaque para a Universidade Federal de Uberlândia e a Universidade Federal do Triângulo Mineiro, esta última na cidade de Uberaba, que estão entre as instituições mais bem avaliadas no *ranking* mundial, de acordo com a consultoria Britânica *Times Higher Education* (Revista Exame, 2022).

Cabe destacar que o Triângulo Mineiro é o berço originário de empresas de grande valor para a região e o país, representado pelo Grupo Algar (Uberlândia), Martins Atacadista (Uberlândia), Peixoto (Uberlândia), Arcom (Uberlândia), Call Link (Uberlândia), não estando essas empresas listadas na B3.

Também, de acordo com o anuário Valor Inovação Brasil de 2020, realizado pela empresa *Strategy&* em conjunto com o Valor Econômico, o Triângulo Mineiro, além de possuir empresas originárias da região, como Algar Telecom e Algar Tech, não listadas na B3, no *ranking* das 150 mais inovadoras do país, possui atividades das principais empresas de capital aberto listadas na B3, como Coca Cola, Ambev, Natura, Cogna Educação e várias outras (Strategy&, 2020).

Destarte, partindo desses panoramas, constata-se a importância e relevância dos recursos intangíveis para as empresas do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba. Com isso, cabe destacar o valor do presente trabalho ao apresentar estudos empíricos sobre a influência da governança corporativa na intangibilidade das empresas de capital aberto na B3 com atividades na região citada.

A contribuição deste trabalho possui alcance teórico e empírico. Ele reúne uma diversidade de autores que, ao longo das últimas duas décadas, têm demonstrado a importância da governança corporativa e da intangibilidade, tornando a literatura sobre os temas ainda mais rica, fazendo as relações necessárias entre ambos.

Como implicação prática, o estudo apresenta contribuições para acionistas, gestores e potenciais investidores ao mostrar se a concentração de propriedade e a remuneração dos gestores possuem relevância no investimento em ativos intangíveis, o que, por sua vez, demonstra à sociedade quais são as organizações que mais têm investido nesses ativos e, conseqüentemente, estão propensas à valorização de capital intelectual, que é um dos ativos intangíveis populacionais capazes de contribuir com as organizações, estabelecendo relações de parceria e trabalho.

A estrutura do estudo foi determinada em cinco capítulos, sendo este o capítulo 1, que apresenta a contextualização inicial sobre o tema abordado, identificando a problemática, objetivos e relevância do trabalho. O capítulo 2 analisa a influência da concentração de propriedade na intangibilidade de empresas brasileiras listadas na B3. Já o capítulo 3 verifica a influência da remuneração dos executivos na intangibilidade de empresas brasileiras listadas na B3. O capítulo 4 apresenta as conclusões referentes aos resultados alcançados nos capítulos 2 e 3, com intuito de responder ao problema e aos objetivos da pesquisa em questão.

Capítulo 2: Concentração de propriedade e os ativos intangíveis nas empresas brasileiras de capital aberto

Resumo

Os ativos intangíveis têm se tornado cada vez mais importantes na perenidade das empresas e no alcance dos seus objetivos. Eles passaram a ser considerados como impulsionadores do cenário econômico empresarial, por promoverem a geração de diferenciação entre as empresas. Por esse motivo, as organizações têm buscado formas mais efetivas de realizarem a gestão da intangibilidade, principalmente, por haver estudos que apontam uma relação direta desses ativos com o capital próprio. Sendo assim, a governança corporativa tem se tornado a maior aliada das empresas no controle e gestão efetiva dos ativos intangíveis, uma vez que eles possuem características que facilitam o uso impróprio por gestores mal-intencionados. Dessa forma, o estudo em questão tem como objetivo analisar a relação entre a governança corporativa, medida pela concentração de propriedade, e o investimento em ativos intangíveis das empresas brasileiras de capital aberto. Para isso, utilizou-se a regressão múltipla de dados em painel, por meio da definição de três perspectivas de mensuração dos recursos intangíveis: (1) representatividade do ativo intangível, como medida contábil de mensuração; (2) grau de intangibilidade e (3) Q de Tobin, ambas como medidas financeiras de mensuração. O estudo abrangeu o período de 2010 a 2020, com uma amostra de 377 empresas não financeiras de capital aberto listadas na B3 e com situação ativa na Comissão de Valores Mobiliários no mês de março de 2022, originárias, como fonte, na própria B3. A técnica estatística utilizada foi a análise de dados em painel não balanceado para os anos de 2010 a 2020. Os resultados sugerem haver relação significativa entre a concentração de propriedade e o investimento em ativos intangíveis, porém, de forma negativa somente a nível contábil. Os resultados ainda demonstraram haver existência de relação entre intangibilidade e desempenho das empresas nas amostras e períodos analisados, considerando o ROA como variável de desempenho

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

Abstract

Intangible assets have become increasingly important for the perpetuity of companies and the achievement of their objectives. They came to be considered as drivers of the business economic scenario by promoting the generation of differentiation between companies. For this reason, organizations have sought more effective ways to manage intangibility, mainly because there are studies that point to a direct relationship between these assets and their own capital. Therefore, corporate governance has become the greatest ally of companies in the effective control and management of intangible assets, since they have characteristics that facilitate the improper use by bad intentioned managers. Thus, the study in question aims to analyze the relationship between corporate governance, measured by ownership concentration, and investment in intangible assets of publicly traded Brazilian companies. For this, multiple regression of data in the panel was used, through the definition of three perspectives for measuring intangible resources: (1) representativeness of intangible assets, as an accounting measure of measurement, (2) degree of intangibility and (3) Tobin's Q, ambassadors as financial measurement measures. The study covered the period from 2010 to 2020, with a

sample of 377 publicly traded non-financial companies listed on B3 and with active status at the Securities Commission in March 2022, originating, as a source, at B3 itself. The technical statistics used was the analysis of unbalanced panel data for the years 2010 to 2020. The results suggest that there is a significant relationship between ownership concentration and investment in intangible assets, however, in a negative way only at the accounting level. The results also suggest the existence of a relationship between intangibility and the performance of companies in the Exhibitions and analyzed periods, considering ROA as a performance Variable.

Keywords: intangible assets, concentration of ownership, corporate governance.

2.1 Introdução

Nas últimas quatro décadas, a importância dos ativos intangíveis ganhou visibilidade acentuada nos países industrializados. Tecnologia da informação, conhecimento, capital humano e mesmo marcas organizacionais têm sido identificadas como importantes tanto para a produção quanto para a redução gradual na dependência de capital físico (Caggese & Pérez-Orive, 2022).

Além disso, as mudanças ocasionadas pela inovação, aliadas à concorrência no ambiente econômico e profissional, passam por mudanças que agregam ou segregam valor às empresas, influenciando diretamente em sua competitividade (Faria et al., 2020).

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

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

Nessa mesma linha, existem estudos demonstrando que os investimentos em intangibilidade organizacional promovem melhores resultados financeiros; além de agregarem valor para as empresas, boas práticas de governança corporativa, por sua vez, possibilitam melhor e mais larga evidência dos ativos intangíveis (Albuquerque Filho et al., 2019).

Destaca-se que o conceito de governança corporativa surge como uma possibilidade de atenuar antagonismos, pressupondo-se que, quanto melhores as suas práticas, mais aumenta a proteção aos acionistas e diminui o risco de conflito entre eles (Pinheiro et al., 2020). Contudo, a concentração de propriedade, delimitada neste estudo pela porcentagem de propriedade dos acionistas majoritários, exerce influência direta na forma com que a governança corporativa é adotada. As organizações que possuem esse índice alto tendenciam a implantar modelos de governança que favorecem essa composição acionária (Sant'ana et al., 2016).

De acordo com Dias et al. (2021), a estrutura de propriedade e controle das empresas de capital aberto no Brasil é de alta concentração acionária, reforçada por estruturas piramidais, propriedade cruzada, acordos de acionistas e ações sem direito a voto. Além disso, a estrutura de propriedade/controle tem implicações importantes para as decisões estratégicas das organizações (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997).

Diante desses contextos, a pesquisa busca responder ao seguinte problema: **Qual a relação da concentração de propriedade, como mecanismo de governança corporativa, com a intangibilidade das empresas de capital aberto do Brasil?**

A pesquisa objetiva avançar empiricamente na proposição de três perspectivas de mensuração dos recursos intangíveis retratadas pela literatura, mas em conjunto (representatividade do ativo intangível, grau de intangibilidade e o Q de Tobin). Para isso, é realizada a análise da relação que a concentração de propriedade, medida pelo percentual de ações ordinárias em poder dos três maiores acionistas, a identidade do acionista controlador, a

posse de ações ordinárias e preferenciais e a auditoria das empresas pelas quatro maiores auditoras mundiais possuem com a intangibilidade.

2.2 Referencial teórico

2.2.1 Ativos intangíveis

Conforme mostra a pesquisa de Park e Jang (2021), apesar de haver uma compreensão limitada do papel dos ativos intangíveis, eles possuem influência considerável no *valuation* (valor de mercado) das organizações, o qual possui dependência de como os investidores avaliam os ativos físicos (tangíveis) e, sobretudo, os intangíveis.

Com o passar do tempo, a intangibilidade tem se tornado mais importante e mais reconhecida, apresentando vantagem competitiva sobre os ativos tangíveis, promovendo, inclusive, altos desempenhos organizacionais (Perez & Famá, 2006). Esses ativos tornam-se recursos importantes na estratégia da sociedade do conhecimento (Perez & Famá, 2015) e pode-se perceber que possuem características relacionadas com a sua qualidade, além de serem considerados vetores de diferenciação competitiva, originados de suas atribuições anormais, valiosas e que não podem ser imitados e nem substituídos (Albuquerque Filho et al., 2018).

Ainda, para Vogt et al. (2016), além dos ativos intangíveis serem considerados recursos capazes de criar vantagem competitiva, eles também são agentes influenciadores de desempenho, crescimento e valor do negócio. Em sua pesquisa, Faria et al. (2020) apresentam estudos que buscaram relacionar o desempenho organizacional, demonstrado por informações contábeis, com o grau de intangibilidade das empresas. Conforme os autores, uma boa parte dos estudos concluiu que há influência da intangibilidade das organizações no seu desempenho econômico.

Ao falar sobre o desempenho das organizações, verifica-se que elas estão em uma busca constante pela melhoria, prezando as consideradas boas práticas de governança corporativa, que podem reduzir os conflitos da agência. Elas desejam se tornar mais competitivas com a

criação e o aumento de valor condicionado por seus ativos intangíveis (Silva, Souza, & Klann, 2017).

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

Contudo, quando estuda-se sobre países em desenvolvimento, os resultados não possuem uma congruência entre si (Andonova & Ruíz-Pava, 2016; Moura, Mecking, & Scarpin, 2013). Mas, especificamente, no Brasil, pesquisas como as de Perez e Famá (2006), Decker et al. (2013), Oliveira et al. (2014) e Medrado et al. (2016) demonstraram relação positiva da intangibilidade com o desempenho financeiro e *valuation* das empresas.

Já pesquisadores como Carvalho, Kayo e Martin (2010), Nascimento et al. (2012) e Miranda et al. (2013) não encontram, em seus resultados, relações entre esses ativos e os indicadores de desempenho. Isso demonstra que ainda há espaço a ser preenchido no que tange ao conhecimento que relacione a intangibilidade com o desempenho das organizações.

Logo, verificando a pesquisa de Machado e Famá (2011), ao avaliarem o nível médio de intangibilidade das empresas listadas na B3 nos diversos segmentos de governança corporativa, identificaram que aquelas que aderem ao mais alto nível de governança apresentaram maior grau de intangibilidade, em média.

Braune, Sahut e Teulon (2020) apresentam que governança corporativa é definida como um sistema de gestão e controle empresarial que se particulariza pela relação entre o conselho

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

2.2.2 Governança corporativa e intangibilidade

O trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976) apresenta a proposta da Teoria da Agência, a qual preconiza a existência de conflitos de interesses entre acionistas e gestores, surgindo quando não há interesses comuns entre ambos. Nesse aspecto, os autores adotam o pressuposto de que a concentração de propriedade pode beneficiar o desempenho, uma vez que os controladores têm condições de efetivar um monitoramento eficiente dos gestores, limitando esses conflitos.

Em contradição, La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999) adotam a proposta de que estruturas não concentradas são mais assertivas e beneficiam o desempenho organizacional, reduzindo a facilidade de expropriação.

Shleifer e Vishny (1997) já apresentavam que, em empresas com alta concentração acionária, havia a possibilidade de os acionistas monitorarem melhor os gestores. Os membros ou proprietários podem se concentrar em estratégias corporativas ao invés de coordenarem executivos, o que pode levar à economia de custos, maior eficiência e compromisso de longo prazo (Bhaumik, Estrin, & Mickiewicz, 2017). Alguns estudos apresentam evidências relacionadas à proposta do presente trabalho e nos auxiliam, assim, na proposição das hipóteses da pesquisa.

No estudo de Medrado et al. (2016), é realizada a análise da relação entre o valor de mercado (das ações) das empresas brasileiras de capital aberto e a intangibilidade, constatando uma cooperação, ou seja, associação positiva e relevante entre ambos.

No estudo de Ferla, Muller e Klann (2019), foi identificada a relação influenciadora dos ativos intangíveis no desempenho das empresas latino-americanas, observando-se as características e fatores preponderantes de cada país.

Em Santos (2015), temos a verificação de que a intangibilidade é aumentada com ativos intangíveis passíveis de serem registrados, o que demonstra que investir nesses bens e divulgá-los nas notas explicativas causa uma interferência no modo que a expectativa de lucros é percebida pelo mercado.

Na pesquisa de Ensslin et al. (2009), é verificada a relação entre intangibilidade, por meio do grau de intangibilidade (GRI), e o retorno sobre o ativo (ROA) em empresas brasileiras de capital aberto. Foi identificada inexistência de correlação entre as variáveis do estudo e discorrido pelos autores sobre o aspecto subjetivo do GRI, atrelado a oscilações mercadológicas, apresentando, talvez por esse motivo, relações ínfimas com retornos financeiros.

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

Sobre as consequências, Caixe e Krauter (2013) confirmaram os efeitos alinhamento e entrincheiramento, demonstrando que, se há maior concentração de propriedade e, conseqüentemente, do direito de voto, haverá menor valoração da empresa.

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

seja, concentração acionária fora das mãos dos municípios, estados, união ou autarquias, como demonstra o trabalho de Machado et al. (2009).

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

Luca et al. (2014) pesquisa a relação entre a representatividade de ativos intangíveis (RAI) e desempenho econômico de organizações consideradas inovadoras. Foi constatado que a intangibilidade é mais intensa em organizações sem desempenho excelso e equilibrado, mais especificamente, no que tange aos ativos de propriedade intelectual e de infraestrutura. Também foi verificado que não há relação positiva do investimento em ativos intangíveis e o desempenho dessas organizações.

Carvalho, Kayo e Martin (2010) realizaram um estudo sobre a relação entre a intangibilidade dos ativos (Q de Tobin) e a performance das organizações brasileiras de capital aberto. Constatou-se que há uma relação negativa entre as variáveis, ou seja, ao aumentar o Q de Tobin, menos o desempenho das organizações se mantém. Nesse caso, foi verificado que a intangibilidade não sustentou vantagens competitivas para as organizações.

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

2.3 Procedimentos metodológicos

O estudo possui um caráter descritivo, classifica-se como de natureza quantitativa e

investigou a influência da governança corporativa no investimento em ativos intangíveis nas empresas de capital aberto listadas na B3. Para medir o nível de intangibilidade, utilizou-se três variáveis dependentes, descritas a seguir:

- 1) Representatividade do Ativo Intangível, denominada pela sigla RAI, tendo como métrica a divisão do ativo intangível das organizações pelo ativo total. Essa variável é caracterizada como medida contábil da intangibilidade;
- 2) Grau de Intangibilidade, denominada pela sigla GRI, tendo como métrica a divisão dos valores de mercado das organizações pelo patrimônio líquido. Essa variável é caracterizada como uma medida de valor de mercado;
- 3) Q de Tobin, denominada pela sigla QTOBIN, tendo como métrica a soma do valor de mercado das organizações com as dívidas totais, dividida pelo ativo total. Essa variável é caracterizada como uma medida de valor de mercado.

Dessa forma, qualquer uma das variáveis dependentes que possuir influência das variáveis independentes caracterizará resultado para a pesquisa. Ou seja, não há necessidade de que as três variáveis dependentes possuam significância estatística com variáveis independentes concomitantemente.

Como variáveis independentes, levando em consideração as questões de governança corporativa e, pensando na concentração de propriedade, para atendimento do objetivo específico número 1 desta pesquisa, foram utilizadas as seguintes variáveis:

- 1) Concentração acionária, denominada pela sigla CONC, tendo como métrica o percentual de ações ordinárias em poder dos três maiores acionistas;
- 2) Propriedade estatal, denominada pela sigla STATE, tendo como métrica a avaliação se o acionista controlador possui identidade estatal (Estado, União, Município ou autarquias representativas do Governo);
- 3) Verificação, por meio de variável *dummy*, denominada DUAL, demonstrando se a

empresa possui apenas ações ordinárias (1) ou se apresenta, além delas, ações preferenciais (2);

- 4) Variável *dummy* denominada BIGFOUR, a qual demonstra se as empresas foram auditadas por uma das quatro empresas de auditoria independente consideradas mais importantes (1) ou se não foram (0).

Para controle, foram utilizadas variáveis: ROA (retorno sobre os ativos), FCO (Fluxo de Caixa Operacional), GROWTH (crescimento econômico das organizações), LEV (alavancagem) e SIZE (logaritmo natural dos ativos totais), LIQCOR (Liquidez Corrente) e CAPEX (variação entre os ativos e passivos).

As variáveis podem ser vistas compiladas no quadro 2.1, que segue:

Quadro 2.1

Variáveis do estudo de concentração de propriedade – Capítulo 2

	VARIÁVEL	MÉTRICA	FONTE DE COLETA	AUTOR BASE
Variáveis Dependentes	RAI (REPRESENTATIVIDADE ATIVO INTANGÍVEL)	Ativo Intangível/Ativo Total	Econômica	Ritta e Ensslin (2010); Nascimento et al. (2012); Miranda et al. (2013)
	GRI (GRAU DE INTANGIBILIDADE)	Valor De Mercado/ Patrimônio Líquido	Econômica	Faria et al. (2020)
	QTOBIN (Q DE TOBIN)	(Valor De Mercado+ Dívidas Totais) / Ativo Total	Econômica	Villalonga (2004); Carvalho, Kayo e Martin (2010)
Variáveis Independentes	CONC	Concentração Acionária – Percentual De Ações Ordinárias Em Poder Dos 3 Maiores Acionistas	CVM	Demsetz e Lehn (1985); Okimura, Silveira e Rocha (2007); Caixe e Krauter (2013)
	STATE	Propriedade Estatal – Identidade Do Controlador Estatal, Quando O Acionista Controlador É O Estado, União Ou Município Ou Autarquias Representativas Do Governo.	CVM	Machado et al. (2009); Herculano e Moura (2015)
	DUAL	Variável <i>Dummy</i> Igual A 1 Se A Empresa Possui Apenas Ações Ordinárias E 0 Se Possui Ações Ordinárias E Preferenciais.	CVM	Arantes, Lima e Carvalho (2012)
	BIGFOUR	Variável <i>Dummy</i> Igual A 1 Se A Empresa For Auditada Por Uma Das Quatro Grandes Empresas De Auditoria Independente E 0, Caso Contrário	CVM	Devos et al. (2022)
Variáveis De Controle	ROA	Lucro Líquido / Ativo Total	Econômica	Dal Magro, Dani e Klann (2019)
	LIQCOR	Ativo Circulante/Passivo Circulante	Econômica	Bomfim et al. (2011)
	CAPEX	Variação Dos Ativos - Variação Dos Passivos	Econômica	Gu e Lev (2011)
	FCO	Receita Líquida Operacional / Ativos Totais	Econômica	Dal Magro, Dani e Klann (2019); Guo et al. (2019), Roychowdhury (2006).
	LEV	Dívida Total/Ativo Total	Econômica	Tristão e Sonza (2021)
	GROWTH	(Valor atual da empresa – Valor da empresa no ano anterior) / Valor da empresa no ano anterior x 100%	Econômica	Silva Junior, Fagundes e Figueiredo (2021)
	SIZE	Logaritmo Natural Dos Ativos Totais Da Empresa	Econômica	Sprenger et al. (2017)

Fonte: Elaborada pelo autor

A base de dados é composta por 377 empresas não financeiras de capital aberto listadas

na B3 e que apresentaram informações financeiras disponibilizadas na base de dados da Economática® e CVM. Da primeira base, foram retirados os dados econômico-financeiros e, da segunda, foram retirados os dados de governança corporativa (GC). Os dados de GC foram coletados manualmente, empresa por empresa, ano por ano, variável por variável.

Foram selecionadas somente empresas com ações na bolsa de valores e com situação ativa na Comissão de Valores Mobiliários no mês de março de 2022, originárias, como fonte, na B3. A técnica estatística utilizada foi a análise de dados em painel não balanceado para os anos de 2010 a 2020.

A opção de iniciar em 2010 foi devido às mudanças de obrigatoriedade das organizações brasileiras para se adequarem às Normas Internacionais de Contabilidade a partir desse ano. Foi utilizado, no estudo, o modelo de Regressão Linear Múltipla, desenvolvido como demonstrado na equação 1:

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

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

Assim, foram elaboradas as seguintes hipóteses, considerando os objetivos geral e específicos e as variáveis definidas para a pesquisa, que seguem no quadro 2.2:

Quadro 2.2

Hipóteses referentes à concentração de propriedade – Capítulo 2

INTANGIBILIDADE	HIPÓTESES	DESCRIÇÃO
RAI	H1a	Existe relação de significância positiva entre representatividade do ativo intangível (RAI) e concentração acionária (CONC)

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

Fonte: Elaborada pelo autor

Foi realizado o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF), o qual apresentou média abaixo de 10 para todas as variáveis, nas duas bases de dados, indicando que não há multicolinearidade no estudo.

Para a definição da utilização de efeitos fixos ou aleatórios, foram feitos testes de *Breusch-Pagan*, *Chow* e Teste de *Hausman* e apresentou-se efeito aleatório para os modelos. Para os Testes de *Wald* e de *Wooldridge*, não foi identificada heterocedasticidade e autocorrelação.

2.4 Resultado e análise dos dados

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

2.4.1 Análise descritiva das variáveis

A tabela 2.1 apresenta as médias e desvio padrão das variáveis selecionadas para a pesquisa, excluindo-se as *dummies*.

Tabela 2.1
Análise descritiva das variáveis – Capítulo 2

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

Fonte: Resultados da pesquisa

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

Ao analisar variáveis que indicam desempenho econômico das empresas, verifica-se uma média geral do ROA de 0,126, demonstrando um nível de performance mediana das empresas. A variável LIQCOR, que apresenta a liquidez corrente das empresas, apresentou uma média de 3,359, indicando que as empresas brasileiras possuem uma boa capacidade de quitar as dívidas de curto prazo, uma vez que esse valor demonstra que o ativo circulante das empresas é mais que o dobro do passivo circulante.

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

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

2.4.2 Distribuição de frequência das Variáveis Dummies

Dentre as variáveis independentes do estudo, foram utilizadas três *dummies* que, aqui, são apresentadas. A tabela 2.2 apresenta os resultados:

Tabela 2.2
Frequência das variáveis dummies – Capítulo 2

VAR	OBS	0		1	
STATE	4.147	3.993	96,29%	154	3,71%
DUAL	2.919	1.638	56,12%	1.281	43,88%
BIGFOUR	4.147	1.392	33,57%	2.755	66,43%

Fonte: Resultado da pesquisa

A frequência da variável STATE demonstra o percentual de empresas que possuem órgãos estatais como acionistas controladores, ou seja, o controlador pode ser o Estado, União, Município ou autarquias representativas do governo. O valor 1 representa essas empresas e o valor 0 (zero) representa as que não possuem controlador estatal. Verifica-se que há 3,71% das empresas controladas pelo poder público.

A frequência da variável DUAL demonstra se as empresas possuem apenas ações ordinárias, representadas pelo valor 1, ou possuem tanto ações ordinárias quanto preferenciais, representadas pelo valor 0 (zero). Verifica-se que, no Brasil, as empresas possuem um percentual menor de ações ordinárias e preferenciais do que apenas ações ordinárias, o que implica que as decisões e votos nas empresas estão menos concentrados nas mãos de poucos acionistas.

Por fim, a frequência da variável BIGFOR demonstra as empresas em que houve auditoria realizada por uma das quatro maiores auditoras que são Deloitte, EY, KPMG e PwC. O valor 1 (um) representa o percentual de empresas que tiveram auditoria realizada pelas auditoras citadas e 0 (zero) para as que não foram.

2.4.3 Correlação das variáveis

A tabela 2.3 apresenta os resultados do coeficiente R de Pearson entre as variáveis independentes e de controle do estudo, excluindo as *dummies*.

Tabela 2.3
Correlação entre as variáveis – Capítulo 2

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

Fonte: Resultado da pesquisa

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

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

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

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

2.4.4 Relações entre a intangibilidade e as variáveis do estudo

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

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

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

2.4.5 As Relações de intangibilidade e concentração de propriedade

A Tabela 2.4 demonstra os resultados da relação entre o nível de intangibilidade das empresas e a concentração acionária e demais variáveis do estudo.

Tabela 2.4
Associação entre o nível de intangibilidade das empresas e as variáveis do estudo – Capítulo 2

VARIÁVEIS	RAI	GRI	QTOBIN
CONC	-0,0184114 (0,0173637)	-1,704982 (1,270531)	-0,2626094 (0,5589819)
STATE	0,0385533 (0,0506315)	0,2133228 (1,728128)	-0,9076424 (1,030761)
DUAL	-0,0262119** (0,0114175)	-0,2161861 (0,6979206)	-0,4358107 (0,3463567)
BIGFOUR	-0,0141329 (0,0094644)	-0,3814564 (0,6602411)	0,3304645 (0,3151053)
ROA	0,0161542 (0,0121427)	-1,066049 (1,238102)	-1,85276*** (0,4770841)
FCO	0,0041083 (0,0067141)	0,8824314* (0,5122831)	-0,562241** (0,2311931)
GROWTH	-0,0000395 (0,0026411)	0,4722072 (0,2756626)	0,6013716*** (0,1025626)
LEV	0,0000339 (0,0012595)	-0,0668756 (0,1073287)	0,9481693*** (0,0482058)
SIZE	0,0181457*** (0,0032531)	-0,5009833*** (0,1752572)	-0,9121235*** (0,0929677)
LIQCOR	-0,0013871** (0,0005704)	-0,0275187 (0,0547619)	-0,1670654*** (0,0216765)
CAPEX	0,0595458** (0,0256489)	6,450069** (2,780716)	0,7838342 (1,056404)
Observações	1,741	2,177	2,177
Número de grupos	229	244	244
RHO	0,52613245	0,24818257	0,52613245
Teste Breusch e Pagan	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Chow	0,0000	0,0379	0,0000
Teste Hausman	0,0000	0,0181	0,0000
Teste de Wald	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Wooldridge	0,0000	0,0334	0,0002

Fonte: Resultado da pesquisa

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

Os resultados demonstram que o mecanismo de governança corporativa concentração de propriedade, definido neste trabalho pela concentração acionária (CONC), propriedade estatal (STATE) e existência de ações ordinárias e preferenciais (DUAL), não possui relação de significância com a intangibilidade das empresas de capital aberto no Brasil. Esses

resultados contrariam a pesquisa de Caixe e Krauter (2013), a qual demonstra que, se há maior concentração de propriedade e, conseqüentemente, do direito de voto, haverá menor valoração da empresa, que, nesse trabalho, pode ser verificada tanto pelo GRI quanto pelo Q de Tobin.

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

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

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

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

Sendo assim, a tabela 2.5, a seguir, demonstra quais das hipóteses foram rejeitadas ou não rejeitadas, com base nos resultados dos testes.

Tabela 2.5
Resultado das hipóteses do estudo – Capítulo 2

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

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos resultados da pesquisa

2.5 Considerações finais

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

Os resultados do trabalho, identificados por meio da análise das regressões dos modelos econométricos especificados, consideraram que estrutura de propriedade, enquanto mecanismo de governança corporativa, influencia a intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto; não apresentou evidências que empresas com melhores práticas de governança corporativa são mais intangíveis.

A variável independente DUAL (existência apenas de ações ordinárias) possui relação negativa com a representatividade do ativo intangível, que considera a razão entre o ativo intangível e o ativo total das empresas. Não há relação significativa da concentração de propriedade com o valor de mercado.

Embora algumas pesquisas relatem que a concentração de propriedade afeta positivamente o valor das empresas, especialmente, devido ao efeito incentivo (Claessens & Fan, 2002; Marques, Guimarães, & Peixoto, 2015; Peixoto & Buccini, 2013), essa relação não foi confirmada para a intangibilidade. Uma das possíveis explicações pode ser o efeito temporal que o mercado tem para absorver os investimentos em ativos intangíveis.

Ainda, a verificação de que as principais variáveis influenciadoras da intangibilidade foram concentração de propriedade (CONC), o retorno sobre o ativo (ROA) e até mesmo o logaritmo natural dos ativos totais das empresas (SIZE), há possibilidades de novos estudos que abordem as relações entre a intangibilidade e os resultados econômico-financeiros das empresas.

Os ativos intangíveis têm se tornado cada vez mais importantes para que as empresas consigam atingir seus objetivos e, por isso, é necessário que os esforços acadêmicos sejam cada vez mais intensos. Isso proporcionará o aprofundamento e entendimento acerca dos seus fatores determinantes e seus benefícios.

Esta pesquisa se justifica ao demonstrar que não se encontram estudos específicos que apresentem a relação direta entre estrutura de propriedade e intangibilidade das empresas. Ademais, é possível verificar que as empresas possuem diferentes maneiras de apurar a sua intangibilidade.

Este trabalho identificou lacunas que podem ser preenchidas por novas pesquisas. Considerando estrutura de propriedade, é possível verificar se há diferenças relevantes no nível de intangibilidade conforme os controladores: privado ou estatal.

Referências

- Akoglu, H. (2018). User's guide to correlation coefficients. *Turkish Journal of Emergency Medicine, 18*(3), 91-93. <https://doi.org/10.1016/j.tjem.2018.08.001>
- Albuquerque Filho, A. R. et al. (2018). Fatores determinantes da intangibilidade em companhias abertas familiares. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ, 23*(2), 37-52. <https://doi.org/10.12979/rcmccuerj.v23i2.39912>
- Albuquerque Filho, A. R. et al. (2019). Influência da governança corporativa e da intangibilidade no desempenho das maiores empresas brasileiras. *FACES, 18*(4), 25-43. <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES0V0N0ART6763>
- Andonova, V., & Ruiz-Pava, G. (2016). The role of industry factors and intangible assets in company performance in Colombia. *Journal of Business Research, 69*(10), 4377–4384. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.03.060>
- Appelbaum, S. H. et al. (2017). The challenges of organizational agility: part 2. *Industrial and Commercial Training, 49*(2), 69-74. <https://doi.org/10.1108/ICT-05-2016-0028>
- Arantes, B. R., Lima, Á. V., & Carvalho, F. A. A. (2012). Um estudo sobre a relação entre ações preferenciais e valor de mercado das empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting, 5*(2), 181-200. <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/ASAA/article/view/1854>
- Arrighetti, A., Landini, F., & Lasagni, A. (2014). Intangible assets and firm heterogeneity: Evidence from Italy. *Research Policy, 43*(1), 202–213. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2013.07.015>
- Arruda, A. T. F. F. P., & Mazzei, U. S. (2014). *Grau de intangibilidade e desempenho econômico-financeiro em empresas do setor de transporte listadas na BM&FBovespa* [Anais de evento]. 28º Congresso De Pesquisa E Ensino Em Transportes, Curitiba, ANPET.

- Barajas, A., Shakina, E., & Fernández-Jardón, C. (2017). Acceleration effect of intangibles in the recovery of corporate performance after-crisis. *Research in International Business and Finance*, 42, 1115-1122. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.046>
- Bhaumik, S. K., Estrin, S., & Mickiewicz, T. (2017). Ownership identity, strategy and performance: Business group affiliates versus independent firms in India. *Asia Pacific Journal of Management*, 34(2), 281–311. <https://doi.org/10.1007/s10490-016-9477-9>
- Bomfim, P. R. C. M. et al. (2011). Utilização de análise multivariada na avaliação do desempenho econômico-financeiro de curto prazo: uma aplicação no setor de distribuição de energia elétrica. *Revista ADM. MADE*, 15(1), 75-92.
<http://revistaadmmade.estacio.br/index.php/admmade/article/view/75>
- Braune, E., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2020). Intangible capital, governance and financial performance. *Technological Forecasting and Social Change*, 154, 119934.
<https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.119934>
- Caggese, A., & Pérez-Orive, A. (2022). How stimulative are low real interest rates for intangible capital? *European Economic Review*, 142, 103987.
<https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2021.103987>
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). The Influence of the Ownership and Control Structure on Corporate Market Value in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142-153. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005>
- Carvalho, F. M., Kayo, E. K., & Martin, D. M. L. (2010). Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 14(5), 871-889. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552010000500007>
- Claessens, S., & Fan, J. P. H. (2002). Corporate Governance in Asia: A Survey. *International Review of Finance*, 3(2), 71–103. <https://doi.org/10.1111/1468-2443.00034>

- Dal Magro, C. B., Dani, A. C., & Klann, R. C. (2019). Remuneração variável no tempo de mandato é a causa do oportunismo dos CEOs? Evidências do gerenciamento de resultados no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(3), 77-92.
<https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i3.42193>
- Dancey, C. P., & Reidy, J. (2007). *Statistics without Maths for Psychology*. Pearson Education.
- Decker, F. et al. (2013). A relação entre os ativos intangíveis e a rentabilidade das empresas listadas no índice Bovespa. *Revista REUNA*, 18(4), 75-92.
<https://revistas.una.br/reuna/article/view/561>
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
<https://doi.org/10.1086/261354>
- Devos, Y. et al. (2022). Risk management recommendations for environmental releases of gene drive modified insects. *Biotechnology Advances*, 54, 107807.
<https://doi.org/10.1016/j.biotechadv.2021.107807>
- Dias, V. F. M. B. et al. (2021). Concentração acionária e conselho de administração impactam as exportações? *Revista de Administração Mackenzie*, 22(3), 1-29.
<https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF210009>
- Ensslin, S. R. et al. (2009). Grau de intangibilidade e retorno sobre investimentos: um estudo entre as 60 maiores empresas do índice Bovespa. *Revista Ciências Sociais em Perspectiva*, 8(14), 101-118. <https://doi.org/10.48075/revistacsp.v8i14.1740>
- Faria, G. G. et al. (2020). Governança corporativa e a intangibilidade: um estudo em empresas brasileiras não financeiras da B3. *Iberoamerican Journal of Strategic Management*, 19(4), 58-75. <https://doi.org/10.5585/riae.v19i4.16591>

- Ferla, R., Muller, S. H., & Klann, R. C. (2019). Influência dos ativos intangíveis no desempenho econômico de empresas latino-americanas. *Revista Brasileira de Finanças*, 17(1), 35-50. <http://doi.org/10.12660/rbfin.v17n1.2019.63869>
- Gu, F., & Lev, B. (2011). Overpriced Shares, Ill-Advised Acquisitions, and Goodwill Impairment. *The Accounting Review*, 86(6), 1995-2022. <https://doi.org/10.2308/accr-10131>
- Guo, S. et al. (2019). Attention based spatial-temporal graph convolutional networks for traffic flow forecasting. *Proceedings of the AAAI Conference on Artificial Intelligence*, 33(1), 922-929. <https://doi.org/10.1609/aaai.v33i01.3301922>
- Herculano, H. A., & Moura, G. D. (2015). Informação contábil e concentração acionária: análise sob a ótica da persistência e da oportunidade. *Revista Ambiente Contábil*, 7(2), 231–247. <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/5693>
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Lima, A. et al. (2016). Capital structure of behavior in tangible-intensive and intangible-intensive companies valdirene gasparetto. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 8(3), 110-125. <http://doi.org/10.5380/rcc.v8i3.42616>
- Luca, M. M. M. et al. (2014). Intangible assets and superior and sustained performance of innovative Brazilian firms. *BAR - Brazilian Administration Review*, 11(4), 407–440. <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2014130012>
- Machado, E. A. et al. (2009). Destinação de riqueza aos empregados no Brasil: comparação entre empresas estatais e privadas do setor elétrico (2004-2007). *Revista*

Contabilidade & Finanças, 20(50), 110-122. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200008>

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

Marques, T. A., Guimarães, T. M., & Peixoto, F. M. (2015). A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. *Revista de Administração Mackenzie*, 16(4), 100-133. <https://doi.org/10.1590/1678-69712015/administracao.v16n4p100-133>

Medrado, F. et al. (2016). Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(28), 32. <https://doi.org/10.11606/rco.v10i28.119480>

Miranda, K. F. et al. (2013). Ativos intangíveis, grau de inovação e o desempenho das empresas brasileiras de grupos setoriais inovativos. *Revista Gestão Organizacional*, 6(1), 4-17. <https://doi.org/10.22277/rgo.v6i1.1823>

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

Nascimento, E. M. et al. (2012). Ativos intangíveis: análise do impacto do grau de intangibilidade nos indicadores de desempenho empresarial. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 31(1), 37-52. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v31i1.10586>

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

119-135. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/31027/estrutura-de-propriedade-e-desempenho-corporativo-no-brasil/i/pt-br>

Oliveira, M. O. R. et al. (2014). Ativos intangíveis e o desempenho econômico-financeiro: comparação entre os portfólios de empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração Da UFSM*, 7(4), 678–699.

<https://doi.org/10.5902/1983465913552>

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

Peixoto, F. M., & Buccini, A. R. A. (2013). Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(18), 48. <https://doi.org/10.11606/rco.v7i18.55613>

Perez, M. M., & Famá, R. (2006). Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(40), 7-24. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000100002>

Perez, M. M., & Famá, R. (2015). Características estratégicas dos ativos intangíveis e o desempenho econômico da empresa. *Unisanta Law and Social Science*, v. 4, n. 2, p. 107-123, 2015.

Pinheiro, L. E. T. et al. (2020). Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(41), 3-22. <http://doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n41p3>

Ritta, C. D. O., & Ensslin, S. R. (2010). *Investigação sobre a relação entre ativos intangíveis e variáveis financeiras: um estudo nas empresas brasileiras pertencentes ao Índice Ibovespa nos anos de 2007 e 2008* [Anais de evento]. 10º CONGRESSO USP de

Controladoria e Contabilidade, São Paulo, USP.

<https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos102010/231.pdf>

Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation.

Journal of Accounting and Economics, 42(3), 335-370.

<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>

Sandner, P. G., & Block, J. (2011). The market value of R & D, patents, and trademarks.

Research Policy, 40(7), 969–985. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2011.04.004>

Sant'ana, N. L. S. et al. (2016). Concentration of ownership and performance: A study in the Brazilian listed companies of the electric utilities industry. *Gestão e Produção*, 23(4),

718–732. <https://doi.org/10.1590/0104-530X2576-15>

Santos, J. G. C. (2015). Evidências dos ativos intangíveis no contexto brasileiro:

representatividade, caracterização, percepção de mercado e desempenho. *Revista*

Contabilidade e Controladoria, 7(3), 85-105. <http://doi.org/10.5380/rcc.v7i3.38931>

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*,

52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

Silva Junior, E. A., Fagundes, M. B. B., & Figueiredo, A. M. R. (2021). Economic

complexity: a systematic review of literature. *Desafio Online*, 9(1), 116-137.

<https://doi.org/10.55028/don.v9i1.10863>

Silva, A., Souza, T. R., & Klann, R. C. (2017). A Influência dos Ativos Intangíveis na

Relevância da Informação Contábil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*,

14(31), 26-45. <http://doi.org/10.5007/2175-8069.2017v14n31p26>

Sprenger, K. B. et al. (2017). Intensidades das Intangibilidades e Desempenhos Econômico-

Financeiros em Empresas dos Países do GLENIF. *Revista de Gestão, Finanças e*

Contabilidade, 7(1), 121-148. <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p121-148>

- Tristão, P. A., & Souza, I. B. (2021). Incremento na alavancagem impulsionado pela adoção do padrão internacional contábil. *Revista de Administração Contemporânea*, 25(4), 1-17. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2021200157.en>
- Villalonga, B. (2004). Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 54(2), 205–230. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2003.07.001>
- Vogt, M., Kreuzberg, F., Degenhart, L., Rodrigues Junior, M. M., & Biavatti, V. T. (2016). Relação entre intangibilidade, desempenho econômico e social das empresas listadas na BM&Fbovespa. *Gestão & Regionalidade*, 32(95). <https://doi.org/10.13037/gr.vol32n95.2741>

Capítulo 3: Remuneração dos executivos e a intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto

Resumo

O interesse pelo estudo e entendimento dos ativos intangíveis tem sido crescente nas últimas décadas. Estudiosos de todo o mundo já assumem e buscam comprovar a importância desse ativo nos resultados das empresas. Contudo, apesar dos esforços nesse entendimento, são escassos os trabalhos que relacionem a remuneração dos executivos, como mecanismo de governança corporativa, com a intangibilidade das empresas. Como a governança corporativa é uma das maiores aliadas das empresas no controle e gestão desses ativos, este estudo tem como objetivo analisar a relação entre a governança corporativa, medida pela remuneração dos executivos, e intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto. Para isso, utilizou-se a regressão múltipla de dados em painel, por meio da definição de três perspectivas de mensuração dos recursos intangíveis: (1) representatividade do ativo intangível, como medida contábil de mensuração, (2) grau de intangibilidade e (3) Q de Tobin, ambas como medidas financeiras de mensuração. O estudo abrangeu o período de 2010 a 2020, com uma amostra de 377 empresas não financeiras de capital aberto listadas na B3 e com situação ativa na Comissão de Valores Mobiliários no mês de março de 2022, originárias, como fonte, na própria B3. A técnica estatística utilizada foi a análise de dados em painel não balanceado para os anos de 2010 a 2020. Os resultados sugerem haver relação significativa entre a remuneração dos executivos e a intangibilidade das empresas, avaliando-a por meio do valor de mercado. Os resultados ainda demonstraram haver existência de relação entre intangibilidade e desempenho das empresas nas amostras e períodos analisados, considerando o ROA como variável de desempenho.

Palavras-chave: ativos intangíveis, remuneração dos executivos, governança corporativa.

Abstract

Interest in the study and understanding of intangible assets has been growing in recent decades. Scholars from all over the world already assume and seek to prove the importance of this asset in the results of companies. However, despite efforts in this understanding, there are few works that relate executive compensation, as a mechanism of corporate governance, with the intangibility of companies. As corporate governance is one of the greatest allies of companies in the control and management of these assets, this study aims to analyze the relationship between corporate governance, measured by executive compensation, and the intangibility of publicly traded Brazilian companies. For this, multiple regression of panel data was used, through the definition of three perspectives for measuring intangible resources: (1) representativeness of intangible assets, as an accounting measure of measurement, (2) degree of intangibility and (3) Tobin's Q, both as financial measurement measures. The study covered

the period from 2010 to 2020, with a sample of 377 publicly traded non-financial companies listed on B3 and with active status at the Securities Commission in March 2022, originating, as a source, at B3 itself. The statistical technique used was the analysis of unbalanced panel data for the years 2010 to 2020. The results suggest that there is a significant relationship between executive compensation and the intangibility of companies, evaluating it through market value. The results also showed that there is a relationship between intangibility and the performance of companies in the analyzed samples and periods, considering ROA as a performance variable.

Keywords: intangible assets, executive compensation, corporate governance.

3.1 Introdução

O desempenho de executivos que tomam decisões é estratégico para o sucesso das empresas. Eles possuem papéis essenciais nos sistemas resolutivos de conflitos de interesse entre tomadores de decisão e portadores de risco residual (Chen et al., 2019).

Nesse contexto, a pesquisa seminal de Jensen e Meckling (1976) apresenta que esse conflito entre tomadores de decisão, os gestores e portadores de risco residual, os acionistas, é chamado de “conflito de agência”.

A pesquisa de Ye (2014) apresenta que uma compensação estruturada de forma variável pode gerar conflitos de interesse entre os gestores e os acionistas. O estudo mostra que essa forma de remuneração cria incentivos para que gestores empreguem mais esforços em práticas de gerenciamento de resultados.

Entretanto, conforme Alkebeese, Alhebry e Tian (2021), não é clara, na literatura de finanças, a associação entre essa remuneração e a qualidade das informações reportadas na contabilidade. Eles afirmam que a forma como os executivos são remunerados é crucial para as determinações referentes ao gerenciamento dos resultados corporativos. Quando se verifica a literatura no que tange à remuneração do conselho administrativo, há uma escassez ainda maior de informações (Ye, 2014).

A governança corporativa (GC) é um dos meios de realizar um controle eficiente em relação ao que se espera da empresa e o que os gestores fazem na prática. O pressuposto da GC é haver possibilidades dos profissionais que estão inseridos nas empresas, principalmente em

cargos de gestão, agirem imperiosamente a favor dos próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas e do aumento de valor de mercado e eficiência real das organizações (Sonza & Kloechner, 2014).

Assim, uma das características que pode ser influenciada pelas decisões dos gestores, e que tem sido considerada fator de agregação de valor, é a intangibilidade empresarial. Ela é verificada por meio dos ativos intangíveis que são determinados pelas práticas e atitudes empresariais, conhecimentos e habilidades dos colaboradores, dentre outros aspectos não corpóreos que agregam valor para a organização em conjunto com os ativos tangíveis, por sua vez, físicos (Kayo et al., 2006).

Logo, identificou-se a oportunidade de estudar a relação entre a remuneração dos executivos, como mecanismo de governança corporativa, considerando não só os gestores, mas também o conselho administrativo das empresas de capital aberto brasileiras listadas na B3. Então, a questão norteadora desta pesquisa é: **“Qual a relação da remuneração dos executivos, como mecanismo de governança corporativa, com a intangibilidade das empresas de capital aberto do Brasil?”**

Este estudo se justifica por haver certa escassez de trabalhos que apresentem essa relação no Brasil e, por isso, se torna relevante por apresentar evidências empíricas referentes ao contexto da pesquisa. O trabalho propõe a utilização de três perspectivas de mensuração dos recursos intangíveis retratadas pela literatura, utilizadas aqui de forma conjunta, sendo: 1) representatividade do ativo intangível, 2) grau de intangibilidade, 3) Q de Tobin, a fim de analisar a relação entre a remuneração dos executivos, medida por intermédio da remuneração dos gestores e da remuneração dos membros do conselho administrativo com a intangibilidade.

3.2 Referencial teórico

3.2.1 A Importância da intangibilidade empresarial

Nas últimas décadas, tem ocorrido um movimento crescente de interesse pela intangibilidade (Wu & Lai, 2020). Conforme os autores, apesar desse interesse e consequente crescimento da importância da intangibilidade, seu papel na influência nos preços de ações e estabilidade do mercado financeiro é inadequadamente estudado.

Por ser um termo abrangente, ela pode ser considerada a partir de várias noções complementares que não se diferenciam na forma e substância, como investimentos intangíveis, ativos intangíveis ou capital intangível (Zéghal & Maaloul, 2011).

Essa intangibilidade tem se tornado tão importante no mercado, não só para as empresas, mas também para os clientes e consumidores, pois, por exemplo, produtos digitais, amplamente ofertados, são intangíveis, porém, tratados como bens (Nugraha, 2020). Mesmo não sendo passíveis de existência física, esses ativos são primordiais à realização dos objetivos organizacionais, uma vez que seus valores estão no direito de propriedade legal de seus detentores (Viceconti & Neves, 2013).

O reconhecimento da gestão dos ativos intangíveis nas organizações, baseado nos investimentos realizados com pretensão em benefícios futuros, apresenta indícios de uma economia emergente que se consolida em produtos e mercadorias, experiências de consumo e trabalho que não são passíveis de materialidade, criadas por meio de processos com pouco esforço físico e mais utilização do intelecto (Ferreira & Oliveira, 2020).

Com isso, realizar a comprovação da existência dos ativos intangíveis fornece dados que demonstram com fidelidade a conjuntura da organização, provendo resultados que alimentam o processo decisório referente às diversas demandas existentes (Dionízio, 2016). A publicação fidedigna e apropriada para o atendimento das demandas dos diversos *stakeholders* promove a diminuição do desequilíbrio informacional e gera mais confiabilidade dos gestores e valorização da empresa (Meneses, Ponte, & Mapurunga, 2013).

Conforme Perez e Famá (2015), os ativos intangíveis podem ser utilizados de forma estratégica em uma sociedade que valoriza o conhecimento, uma vez que são classificados com grande potencial para gerar diferencial competitivo entre as organizações. Os autores ainda afirmam que esses ativos apresentam possibilidades de proporcionar aos investidores retornos maiores que os esperados pelas organizações, visto eles aumentarem a riqueza gerada.

Contudo, a qualidade dos ativos intangíveis e a forma com que são geridos é que delimitarão o potencial de diferenciação gerada, uma vez que não são passíveis de imitação e, por isso, são extremamente valiosos (Albuquerque Filho et al., 2018).

A pesquisa de Carabel, Gonzales e Peces (2021) apresenta que os gestores das organizações precisam, sem dúvidas, considerarem que os ativos intangíveis são fonte de vantagem competitiva. Por isso, ainda afirmam, é necessário que o gerenciamento desses ativos seja feito com parcimônia. Entretanto, sem deixar de lado a gestão dos demais ativos que a organização possui.

Vogt et al. (2016) afirmam sobre a necessidade de análise sobre o grau de intangibilidade das empresas, com a finalidade de verificar como ele pode afetar o desempenho econômico, porque esta é passível de auxiliar na tomada de decisões em relação a novos investimentos.

Moura, Mecking e Scarpin (2013) verificaram, em sua pesquisa, a composição do ativo intangível, com base nos balanços patrimoniais, para as empresas de energia elétrica de capital aberto no Brasil entre os anos de 2006 e 2008. Os resultados apresentaram que houve um crescente movimento de evidenciação do item “ativo intangível” e consequente aumento percentual da participação desse ativo em relação ao tangível.

Santos et al. (2016) realizaram pesquisa das consequências da inovação no desempenho de 76 empresas brasileiras entre os anos de 2011 e 2012. Os resultados apresentaram a lucratividade e criação de valor, sendo que se destacavam em empresas que investiam em P&D

(Pesquisa e Desenvolvimento), além de um desempenho superior quando verificada a visão do mercado em relação às empresas com investimento em ativos intangíveis de inovação. Entretanto, nessa mesma pesquisa, foi concluído que tanto os ativos intangíveis de inovação quanto P&D tinham relação negativa com os resultados de desempenho.

3.2.2 A remuneração dos executivos e a intangibilidade

Entender a relação entre a remuneração dos executivos e como ela pode influenciar nos investimentos em ativos intangíveis pode ser crucial para algumas organizações. Quando o poder dos gestores é excessivamente concentrado, por exemplo, quando o CEO também é o presidente do conselho de administração e desempenha o papel de executor e supervisor da tomada de decisão da empresa, os interesses dos acionistas podem ser facilmente desviados (Chiu, Li, & Kao, 2022).

As ações que otimizam a importância dos gestores executivos das empresas não são semelhantes às que aumentam a importância dos acionistas e, por isso, se faz necessário o estabelecimento legal de políticas que permitam o alinhamento do interesse entre ambos (Alves & Krauter, 2014). Nesse contexto, o formato de remuneração pode ser um fator de diminuição dos conflitos.

Além disso, realizar a escolha assertiva de um CEO possui mais influência sobre a reputação da organização do que buscar a construção da reputação por meio da melhoria de desempenho (Weng & Chen, 2017). Da mesma forma que o CEO é importante para o desempenho empresarial, as características atreladas ao conselho administrativo também o são.

Os CEO's (diretoria executiva), normalmente, assimilam as vantagens oferecidas a eles pelo conselho de administração e podem, a partir disso, empreenderem esforços para aumentarem o valor da empresa ou para buscarem a realização dos seus próprios interesses (Cooper, Gulen, & Rau, 2016).

Diversos pesquisadores investigaram as relações entre o conselho de administração com a assunção de riscos, baseando as experiências dos conselheiros com o ramo de atividade das empresas e identificaram que a governança eficaz é vital na supervisão da gestão de risco dessas organizações (Berger, Kick, & Schaeck, 2014; García-Sánchez, García-Meca, & Cuadrado-Ballesteros, 2017; Kutubi, Ahmed, & Khan, 2018; Minton, Taillard, & Williamson, 2014). No entanto, são escassas as evidências empíricas para entender se e como os incentivos do conselho, como a remuneração do conselho, afetam a supervisão da gestão de riscos das empresas (Unda & Ranasinghe, 2019).

3.2.2.1 Remuneração dos gestores (CEOs)

De acordo com a Teoria da Agência, a remuneração dos CEO's, especialmente quando diretamente atrelada ao desempenho, possibilita a minimização dos problemas causados pelo não alinhamento entre interesses dos gestores com os acionistas (Wang et al., 2021). Essa minimização é importante, principalmente, considerando que esses executivos ocupam funções estratégicas para as empresas e a forma com que atuam no dia a dia afeta as decisões que geram ou extinguem conflitos de interesse com acionistas (Chen et al., 2019).

Contudo, a possibilidade de existência dos conflitos, preconizados pela Teoria da Agência, induz à criação de formas mais eficientes de realizar a compensação (ou remuneração) dos executivos, advindas da necessidade de monitoramento mais adequado de suas ações, que os incentive a cuidar da maximização do valor da organização (Amzaleg et al., 2014). Esse tema tem sido discutido não só no meio acadêmico, mas também organizacional, objetivando encontrar o que, de fato, determina a remuneração executiva por meio da suposição de que certos tipos de incentivos podem influenciar seu comportamento (Chen et al., 2019).

Nesse contexto, a literatura de finanças e gestão já apresenta dados de que a compensação se demonstra fundamental para a motivação gerencial em manipular ganhos próprios (Cheng & Warfield, 2005; Choi, Kim, & Lee, 2019; Conyon & He, 2011). Por isso, a

estrutura definida pelas empresas é tão importante. Comumente, sua composição é de uma parte fixa e outra variável. A primeira, sendo determinada pelo salário nominal, como valor financeiro pago pelas atividades desenvolvidas; a segunda, determinada por resultados atingidos, incluindo planos de incentivos, opções com ações da empresa ou mesmo outros instrumentos definidos pela organização (Sundaram & Yermak, 2007).

Um movimento crescente nas organizações é a mudança substancial na estrutura de remuneração executiva, dando mais ênfase ao formato variável, enfatizando a compensação baseada em ações (Edmans, Gabaix, & Jenter, 2017).

A remuneração executiva pode ser realizada por meio de várias categorias (revisão salarial, bonificação, participação em lucros ou ações etc.). Em especial para executivos com cargos estratégicos, a remuneração, normalmente, é composta por incentivos atrelados ao desempenho da firma (Machado & Beuren, 2015), o que, no contexto desta pesquisa, pode influenciar a forma com que esses gestores investem em capital ou ativo intangível.

Na pesquisa de Yang, Dolar e Mo (2014), é analisada a relação entre a remuneração dos CEO's e o desempenho financeiro e de mercado das empresas norte-americanas, entre 1992 e 2011, com uma base de dados de 32.294 observações, 3286 empresas e 6242 CEO's. Foram analisadas e comparadas as remunerações em dinheiro e as compensações baseadas em ações, com os indicadores de ROA e desempenho da ação. Os resultados apresentaram que, antes da crise mundial de 2008, a remuneração dos CEO's baseada em dinheiro, ações e a total se correlacionavam de forma positiva com o desempenho de mercado. Após a crise, o monitoramento pelos conselhos de administração foi intensificado e, assim, a remuneração em dinheiro e a compensação por ações passaram a ser insignificantes para o desempenho das organizações e a remuneração total passou a se relacionar de forma negativa com a performance de mercado das empresas.

3.2.2.2 Remuneração do conselho de administração

A função do conselho de administração de uma empresa é estratégica no que tange à governança corporativa e suas atribuições têm sido expandidas ao longo dos anos (Dah & Frye, 2017). Os membros do conselho possuem em seu rol de atividades, em especial, a contribuição ao serem criadas as estratégias da organização e a representação dos interesses dos acionistas e, por isso, são uma espécie de guardiães reguladores das ações dos gestores, de forma imparcial (Collin et al., 2017; Hermalin & Weisbach, 2003).

A composição desse conselho é vital para o sucesso das suas atividades. Fatores como aumentar ou diminuir o tamanho do conselho podem ser percebidos como prática de gerenciamento de resultados (Ribeiro & Colauto, 2016) e que pode influenciar na maneira com que a regulação dos gestores é feita.

Sobre essa composição, é necessário considerar que a dualidade de funções para uma mesma pessoa, quando se é CEO e presidente do conselho, afeta a eficiência da gestão e da função do conselho administrativo, uma vez que possibilita maior violação dos princípios contábeis (Chen, Crossland, & Luo, 2015).

De acordo com a literatura que aborda a governança corporativa e os códigos do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), além da cartilha da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), é importante considerar, como membras do conselho administrativo, pessoas independentes da empresa para minimizar a possibilidade de ações que sejam contra os interesses da organização (Peixoto & Buccini, 2013). Os autores ainda apontam uma necessidade de verificar o tamanho ótimo do conselho, com a finalidade de realizar uma coordenação mais eficaz das atribuições, além de separar as funções de CEO e presidente do conselho.

Levando-se em consideração escândalos envolvendo falha de governança corporativa do conselho de administração, como na Petrobrás, Linx e Totvs (IBGC, 2020), tem sido

intensificadas as discussões da eficácia do conselho, dos diretores e a relevância dos sistemas de compensação, que já eram citados na literatura por Fama e Jensen (1983).

A governança de uma empresa é a principal atribuição do conselho administrativo, sendo preconizada por autoridade concedida legalmente (Muravyev, 2017). Por ser atribuição estratégica, envolvendo um relacionamento estreito com o CEO, é sugerido que a compensação dos membros do conselho, por sua própria perspectiva, seja definida por meio de uma negociação entre eles e os CEOs (Elnahass, Salama, & Trinh, 2020).

Há estudiosos que apresentam defesa de que certos modelos de remuneração dos conselheiros possuem eficiência na resolução de conflitos de agência e promovem mais contribuições para o melhor desempenho da organização, bem como seu aumento de valor de mercado (Guo et al., 2019; Yas et al., 2018).

Não só os acionistas quanto os reguladores e o mercado possuem expectativas de que o conselho de administração tenha postura ativa na organização e estabeleça formas e instrumentos eficazes no monitoramento de riscos (Kress, 2018). Logo, diversos autores, objetivando um controle de excessos de compensação e minimização de perda de confiança dos acionistas, indicam aumentar o nível de independência do conselho administrativo (Andreas, Rapp, & Wolff, 2010; Cheng & Firth, 2005; Conyon & He, 2011; Ryan & Wiggins, 2004). Cabe ao conselho de administração a gestão das ações dos CEO's, de forma a serem realizadas ações que mitiguem estratégias oportunistas (Weisbach, 1988).

3.3 Procedimentos metodológicos

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

- 1) Representatividade do Ativo Intangível, denominada pela sigla RAI, tendo como

métrica a divisão do ativo intangível das organizações pelo ativo total. Essa variável é caracterizada como medida contábil da intangibilidade;

- 2) Grau de Intangibilidade, denominada pela sigla GRI, tendo como métrica a divisão dos valores de mercado das organizações pelo patrimônio líquido. Essa variável é caracterizada como uma medida de valor de mercado;
- 3) Q de Tobin, denominada pela sigla QTOBIN, tendo como métrica a soma do valor de mercado das organizações com as dívidas totais, dividida pelo ativo total. Essa variável é caracterizada como uma medida de valor de mercado.

Dessa forma, qualquer uma das variáveis dependentes que possuir influência das variáveis independentes caracterizará resultado para a pesquisa. Ou seja, não há necessidade de que as três variáveis dependentes possuam significância estatística com variáveis independentes concomitantemente.

Como variáveis independentes, levando em consideração as questões de governança corporativa e, pensando na remuneração dos executivos, aqui composta pela remuneração dos CEO's e remuneração do conselho de administração, para atendimento do objetivo específico número 2 desta pesquisa, foram utilizadas as seguintes variáveis:

BOARDINDEP: coletado no item 12.5/6 do FR, por meio do cálculo do percentual de membros independentes em relação ao total de membros efetivos do conselho de administração. Para o caso de empresas que, porventura, não apresentaram, em algum dos anos, a descrição separada dos membros independentes, considerou-se *missing value* para aquele ano.

CEODUALITY: coletado no item 12.5/6 do FR se a mesma pessoa atuou como CEO e presidente do conselho de administração para cada um dos anos pesquisados.

CEOPAY: verificado no item 13.2 a remuneração total da diretoria executiva para cada ano da pesquisa.

BOARDPAY: verificado no item 13.2 a remuneração total do conselho de administração para cada ano da pesquisa, tendo sido considerada apenas a quantidade de membros efetivos e remunerados.

BOARDSIZE: Verificado no item 13.2 a quantidade de membros do conselho de administração para cada ano da pesquisa.

Para controle, foram utilizadas variáveis: ROA (retorno sobre os ativos), FCO (Fluxo de Caixa Operacional), GROWTH (crescimento econômico das organizações), LEV (alavancagem) e SIZE (logaritmo natural dos ativos totais), LIQCOR (Liquidez Corrente) e CAPEX (variação entre os ativos e passivos).

As variáveis podem ser vistas compiladas no quadro 3.1, que segue:

Quadro 3.1*Variáveis do estudo de remuneração dos executivos – Capítulo 3*

	VARIÁVEL	MÉTRICA	FONTE DE COLETA	AUTOR BASE
Variáveis Dependentes	RAI (REPRESENTATIVIDADE ATIVO INTANGÍVEL)	Ativo Intangível/Ativo Total	Econômica	Ritta e Ensslin (2010); Nascimento et al. (2012); Miranda et al. (2013)
	GRI (GRAU DE INTANGIBILIDADE)	Valor De Mercado/ Patrimônio Líquido	Econômica	Faria et al. (2020)
	QTOBIN (Q DE TOBIN)	(Valor De Mercado+ Dívidas Totais) / Ativo Total	Econômica	Villalonga (2004); Carvalho, Kayo e Martin (2010)
Variáveis Independentes	BOARDINDEP	Quantidade de membros independentes do conselho de administração.	CVM	Duru, Iyengar e Zampelli (2016)
	CEODUALITY	Variável <i>dummy</i> igual a 1 se o CEO for também o presidente do Conselho e 0, caso contrário.	CVM	Brandão et al. (2019); Duru, Iyengar e Zampelli (2016)
	CEOPAY	O logaritmo natural da remuneração média anual da Diretoria Executiva (CEOs) da empresa.	CVM	Hossain e Monroe (2015); Alkebeese, Alhebery e Tian (2021).
	BOARDPAY	O logaritmo natural da remuneração média anual do Conselho de Administração da empresa.	CVM	Oxelheim e Clarkson (2015); Zittei, De Moura e Hein (2015)
	BOARDSIZE	Número de membros do Conselho de Administração.	CVM	Duru, Iyengar e Zampelli (2016); Guo et al. (2019)
Variáveis De Controle	ROA	Lucro Líquido / Ativo Total	Econômica	Dal Magro, Dani e Klann (2019)
	LIQCOR	Ativo Circulante/Passivo Circulante	Econômica	Bomfim et al. (2011)
	CAPEX	Varição Dos Ativos - Varição Dos Passivos	Econômica	Gu e Lev (2011)
	FCO	Receita Líquida Operacional / Ativos Totais	Econômica	Dal Magro, Dani e Klann (2019); Guo et al. (2019), Roychowdhury (2006).
	LEV	Dívida Total/Ativo Total	Econômica	Tristão e Sonza (2021)
	GROWTH	(Valor atual da empresa – Valor da empresa no ano anterior) / Valor da empresa no ano anterior x 100%	Econômica	Silva Junior, Fagundes e Figueiredo (2021)
	SIZE	Logaritmo Natural Dos Ativos Totais Da Empresa	Econômica	Sprenger et al. (2017)

Fonte: Elaborado pelo autor

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

Foram selecionadas somente empresas com ações na bolsa de valores e com situação ativa na Comissão de Valores Mobiliários no mês de março de 2022, originárias, como fonte, na B3. A técnica estatística utilizada foi a análise de dados em painel não balanceado para os anos de 2010 a 2020.

A opção de iniciar em 2010 foi devido às mudanças de obrigatoriedade das organizações brasileiras para se adequarem às Normas Internacionais de Contabilidade a partir desse ano. Foi utilizado, no estudo, o modelo de Regressão Linear Múltipla, desenvolvido como demonstrado na equação 2:

$$\begin{aligned} \text{VARIÁVEL DE INTANGIBILIDADE}_{it} = & \beta^0 + \beta^1 \text{BOARDINDEP}_{it} + \beta^2 \text{BOARDPAY}_{it} + \beta^3 \text{BOARDSIZE}_{it} \\ & + \beta^4 \text{CEODUALITY}_{it} + \beta^5 \text{CEOPAY}_{it} + \beta^6 \text{ROA}_{it-1} + \beta^7 \text{LIQCOR}_{it} + \beta^8 \text{CAPEX}_{it} \\ & + \beta^9 \text{FCO}_{it-1} + \beta^{10} \text{LEV}_{it-1} + \beta^{11} \text{GROWTH}_{it-1} + \beta^{12} \text{SIZE}_{it-1} + \epsilon_i \end{aligned}$$

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

Assim, foram elaboradas as seguintes hipóteses, considerando os objetivos geral e específicos e as variáveis definidas para a pesquisa, que seguem no quadro 3.2:

Quadro 3.2

Hipóteses referentes à remuneração dos executivos – Capítulo 3

INTANGIBILIDADE	HIPÓTESES	DESCRIÇÃO
RAI	H1a	Existe relação de significância positiva entre representatividade do ativo intangível (RAI) e a remuneração dos CEO's (CEOPAY)
	H1b	Existe relação de significância positiva entre representatividade do ativo intangível (RAI) e remuneração do conselho de administração (BOARDPAY).
GRI	H2a	Existe relação de significância positiva entre o grau de intangibilidade (GRI) e a remuneração dos CEO's (CEOPAY)
	H2b	Existe relação de significância positiva entre o grau de intangibilidade (GRI) e remuneração do conselho de administração (BOARDPAY).
QTOBIN	H3a	Existe relação de significância positiva entre o valor de mercado (Q DE TOBIN) e a remuneração dos CEO's (CEOPAY)
	H3b	Existe relação de significância positiva entre o valor de mercado (Q DE TOBIN) e remuneração do conselho de administração (BOARDPAY).

Fonte: Elaborado pelo autor

Para atender ao objetivo específico número 3 desta pesquisa, após a coleta dos dados, constituíram-se duas bases distintas. A primeira, denominada neste estudo como BRASIL, considerou todas as 377 empresas da amostra, e a segunda, denominada neste estudo como TMAP, considerou apenas as empresas da amostra que possuem atividades na mesorregião do

Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, com um total de 101 empresas. Tanto a regressão quanto os testes e as análises foram realizados separadamente para ambas as bases.

Foi realizado o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF), o qual apresentou média abaixo de 10 para todas as variáveis, nas duas bases de dados, indicando que não há multicolinearidade no estudo.

Para a definição da utilização de efeitos fixos ou aleatórios, foram feitos testes de *Breusch-Pagan*, *Chow* e Teste de *Hausman*. Nas duas bases de dados, apresentou-se efeito aleatório para os modelos. Para os Testes de *Wald* e de *Wooldridge*, não foi identificada heterocedasticidade e autocorrelação em nenhuma das duas bases.

3.4 Resultado e análise dos dados

Os resultados e análises foram realizados por meio da regressão linear múltipla e testes das duas bases de dados (BRASIL e TMAP), separadamente. Para cada item, será demonstrado o resultado da base BRASIL com as respectivas análises e, em seguida, será demonstrado o resultado da base TMAP com as respectivas análises.

3.4.1 Análise descritiva das variáveis

A tabela 3.1 apresenta as médias e desvio padrão das variáveis selecionadas para a pesquisa, excluindo-se variáveis *dummies*, referentes à base de dados BRASIL.

Tabela 3.1
Análise descritiva das variáveis – BRASIL – Capítulo 3

VARIÁVEL	OBS	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
CEOPAY	3.022	15,27208	1,71143	0,6931472	17,93339
BOARDPAY	2.720	13,55697	1,759471	-3	16,48734
BOARDINDEP	1.618	2,857849	1,773038	1	9
BOARDSIZE	3.208	6,484055	3,434146	0	17,75
ROA	3.401	0,126108	0,2786317	0,001284	1,836364
FCO	3.390	3,385985	9,524915	0,034890	70,59413
GROWTH	3.158	0,058237	0,1588111	0	6,976224
LEV	3.383	0,633539	0,5775584	0	8,840028
SIZE	3.377	0,397976	2,034448	0	65,1603
LIQCOR	2.532	0,104829	0,631978	-1	2,743657
CAPEX	3.402	14,53666	2,520451	4,546576	18,67634

Fonte: Resultado da pesquisa

Os resultados verificados na Tabela 3.1 demonstram que a média do logaritmo natural da remuneração da diretoria executiva (CEOs), medida pela variável independente CEOPAY, foi de 15,27208 e a média do logaritmo natural da remuneração do conselho administrativo, medida pela variável independente BOARDPAY, foi de 13,55697. Ainda verifica-se que a média do tamanho do conselho administrativo das empresas é de 6,4840 membros, medida pela variável BOARDSIZE, e que a média de conselheiros independentes é de 2,8578, medida pela variável BOARDINDEP. Com isso, tem-se uma média aproximada de 44,18% de conselheiros independentes em relação ao total de membros do conselho administrativo das empresas, o que segue os pressupostos identificados na pesquisa de Peixoto e Buccini (2013).

As variáveis indicativas de desempenho econômico apresentam uma média geral do ROA de 0,12; liquidez corrente (LIQCOR), com uma média de 0,1048, apresenta indicativo de boa capacidade para que as empresas assumam dívidas de curto prazo, considerando que valor apresenta um ativo circulante maior que o passivo circulante. O CAPEX, relativizado

pela sua razão com os ativos totais, apresenta uma média de 14,53 e o Fluxo de Caixa Operacional (FCO), também relativizado pela sua razão com os ativos totais, possui média de 3,38, permitindo inferir que o FCO possui um valor menor que o CAPEX, em média, indicando certo desequilíbrio das empresas, as quais realizam mais investimentos em ativos fixos do que a capacidade operacional que possuem. A alavancagem, apresentada pela variável LEV, com um média de 0,633 (abaixo de 1), apresenta um cenário favorável para investidores, indicando a existência de capitais de terceiro.

A tabela 3.2 apresenta as médias e desvio padrão das variáveis selecionadas para a pesquisa, excluindo-se variáveis *dummies*, referentes à base de dados TMAP.

Tabela 3.2
Análise descritiva das variáveis – TMAP – Capítulo 3

VARIÁVEL	OBS	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
CEOPAY	872	15,87996	1,447482	10,6736	18,12432
BOARPAY	768	14,15552	1,455416	7,329094	16,76526
BOARDINDEP	570	3,17193	1,844171	1	9
BOARDSIZE	864	7,310787	2,753248	0	14
ROA	910	0,0734117	0,0834789	0,0013239	0,4673064
LIQCOR	910	1,973845	2,064968	0,1919992	15,93285
CAPEX	868	0,0535155	0,0573497	0,0000775	0,8116621
FCO	907	0,7632241	0,6181805	0,0058652	6,669256
LEV	910	0,3172773	0,2350328	0	1,995966
GROWTH	766	0,1437695	0,6006958	-0,7473739	2,576148
SIZE	910	15,45556	1,828894	11,15745	18,68655

Fonte: Resultado da pesquisa

Verificados os resultados da tabela 3.2, para as empresas da mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, a variável independente CEOPAY, que indica o logaritmo natural da remuneração da diretoria executiva (CEOs), apresentou uma média de 15,8799 e, para a variável independente BOARDPAY, que indica o logaritmo natural da remuneração do conselho administrativo, a média foi de 14,1555. Comparando os resultados da base de dados

BRASIL com a base de dados TMAP, verifica-se que a mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, em média, remunera tanto a diretoria executiva quanto os membros do conselho executivo melhor do que a média nacional.

Em relação ao tamanho do conselho de administração, demonstrada pela variável *BOARDSIZE*, verifica-se, para a base TMAP, uma média de 7,31 membros, sendo um percentual de 13,45% maior que a média para a base BRASIL. E, para a quantidade de membros independentes do conselho administrativo, demonstrada pela variável *BOARDINDEP*, verifica-se, para a base TMAP, uma média de 3,18, sendo um percentual de 10,04% maior que a média para a base BRASIL.

Comparando, na base TMAP, a quantidade de membros independentes em relação ao tamanho do conselho de administração, verifica-se que 42,85% dos membros são independentes. Isso indica que, apesar de os conselhos de administração na mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba apresentarem média maior que as empresas brasileiras, a quantidade média de conselheiros independentes é menor, percentualmente. Por isso, considerando a pesquisa de Peixoto e Buccini (2013), verifica-se que, se considerarmos as empresas da mesorregião com as empresas do Brasil, as primeiras apresentam mais risco potencial de serem realizadas ações que sejam contra os interesses da organização.

As variáveis indicativas de desempenho econômico apresentam uma média geral do ROA de 0,0734, indicando um nível performance inferior em relação às empresas brasileiras como um todo. A liquidez corrente (*LIQCOR*), com uma média de 1,97, apresenta indicativo de boa capacidade para que as empresas assumam dívidas de curto prazo, considerando que valor apresenta um ativo circulante maior que o passivo circulante. Entretanto, percentualmente, essa capacidade é inferior à média das empresas brasileiras. O CAPEX, relativizado pela sua razão em relação ao ativo total, apresenta uma média de 0,5351 e o Fluxo de Caixa Operacional (*FCO*), também relativizado pela sua razão em relação ao ativo total,

possui média de 0,7632. Nesse aspecto, infere-se que as empresas da mesorregião estudada assumem menos riscos em relação aos investimentos em ativos fixos do que as empresas brasileiras como um todo, uma vez que investem menos em ativos fixos do que possuem capacidade média para pagamento desses ativos. A alavancagem, apresentada pela variável LEV, com um média de 0,3172, apresenta um cenário favorável para investidores, indicando a existência de capitais de terceiro melhor que a média brasileira.

3.4.2 Distribuição de frequência da Variável Dummy

Para o presente estudo, utilizou-se como variável *dummy* a verificação se o CEO ocupa também o cargo de presidente do conselho de administração durante o período pesquisado. Além de ter o intuito de comparar os resultados entre as duas bases de dados, a relevância dessa variável pode ser verificada nos estudos de Chen, Crossland e Luo (2015), que apontam a necessidade de considerar que a dualidade de funções para uma mesma pessoa, quando se é CEO e presidente do conselho, afeta a eficiência da gestão e da função do conselho administrativo, pois possibilita mais facilidade na violação dos princípios contábeis. A tabela 3.3 apresenta os resultados da primeira base (BRASIL) e a tabela 3.4 apresenta os resultados da segunda base (TMAP).

Tabela 3.3

Frequência da variável dummy – BRASIL – Capítulo 3

VARIÁVEL	OBS	0		1	
CEODUALITY	2.776	2.081	74,96%	695	25,04%

Fonte: Resultado da pesquisa

Tabela 3.4

Frequência da variável dummy – TMAP – Capítulo 3

VARIÁVEL	OBS	0		1	
CEODUALITY	761	637	83,71%	124	16,29%

Fonte: Resultado da pesquisa

Para a variável *dummy* CEODUALITY, o valor “0” (zero) representa as empresas em que o CEO e o presidente do conselho de administração são pessoas diferentes. O valor “1” (um) representa as empresas em que os dois cargos são ocupados pela mesma pessoa. Observando os resultados, verifica-se que 25,04% das empresas brasileiras de capital aberto

têm a mesma pessoa ocupando ambos os cargos simultaneamente. Já para as empresas que possuem atividades na mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, esse percentual é de 16,29%.

As empresas da mesorregião estudada possuem menos possibilidade de diminuição da eficiência da gestão e da função do conselho de administração (Chen, Crossland, & Luo, 2015).

3.4.3 Correlação das variáveis

A tabela 3.5 apresenta os resultados do coeficiente R de Pearson entre as variáveis independentes e de controle do estudo, incluindo as *dummies*, referentes à base de dados BRASIL.

Tabela 3.5
Correlação das variáveis – Brasil – Capítulo 3

	CEOPAY	BOARDPAY	BOARDINDEP	BOARDSIZE	ROA	FCO	GROWTH	LEV	SIZE	LIQCOR	CAPEX
CEOPAY	1										
BOARDPAY	0,6373*	1									
BOARDINDEP	0,2475*	0,3377*	1								
BOARDSIZE	0,3750*	0,3411*	0,3644*	1							
ROA	-0,1902*	-0,1435*	-0,0582*	-0,2743*	1						
FCO	0,0578*	0,0481*	0,1138*	-0,0057	-0,1244*	1					
GROWTH	0,0070	0,0101	0,0173	-0,036	0,0101	0,0500*	1				
LEV	0,0608*	0,0466*	-0,0579*	-0,0889*	0,1776*	-0,0263	0,0111	1			
SIZE	0,6027*	0,4700*	0,3054*	0,6044*	-0,5782*	0,0214	-0,0004	-0,0742*	1		
LIQCOR	-0,2172*	-0,1251*	-0,0071	-0,1998*	0,3459*	-0,1641*	-0,0307	-0,0455*	-0,3812*	1	
CAPEX	0,0313	-0,0109	-0,0146	0,0324	0,0427*	0,0758*	-0,0236	-0,0108	0,0249	0,0724*	1

Fonte: Resultado da pesquisa

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

Para o presente estudo, considerou-se a escala de correlação apresentada por Dancey e Reidy (2007), utilizada por Akoglu (2018), segundo a qual: correlação fraca para índices de 0,1 a 0,3; correlação moderada para índices de 0,4 a 0,6; correlação forte para índices de 0,7 a 0,9.

Para a variável que mede a remuneração dos executivos, CEOPAY, a qual apresenta a compensação específica dos diretores executivos, houve uma correlação moderada positiva com as variáveis BOARDPAY e SIZE, além de correlação fraca positiva com BOARDINDEP, BOARDSIZE, FCO e LEV. A variável analisada ainda apresentou correlação fraca e negativa

com ROA e LIQCOR. Cabe destacar que a maior correlação de CEOPAY foi exatamente com a variável BOARDINDEP, indicando que há proporcionalidade direta entre a remuneração da diretoria executiva com os membros do conselho de administração.

A variável BOARDPAY, que indica a remuneração dos membros do conselho de administração, também utilizada para indicar a remuneração dos executivos nesta pesquisa, apresentou significância estatística moderada apenas com CEOPAY. Contudo, cabe destacar a correlação fraca e positiva com as variáveis SIZE, BOARDINDEP e BOARDSIZE. Essas variáveis determinam o tamanho da empresa, quantidade de membros independentes do conselho de administração e o tamanho desse conselho, respectivamente.

Um destaque para a tabela de correlação pode ser visto em relação à variável ROA (retorno sobre os ativos), usada para medir a rentabilidade das organizações. Ela apresentou correlação significativa negativa, apesar de fraca, com todas as variáveis dependentes que não são *dummies*. Com exceção da correlação com a variável BOARDINDEP, o mesmo ocorreu para a variável LIQCOR (liquidez corrente), a qual apresenta a possibilidade de as empresas honrarem compromissos de curto prazo. Ou seja, ela apresentou correlação significativa negativa, apesar de fraca, com todas as variáveis dependentes que não são *dummies*.

A tabela 3.6 apresenta os resultados do coeficiente R de Pearson entre todas as variáveis do estudo, incluindo as *dummies*, referentes à base de dados TMAP.

Tabela 3.6
Correlação das variáveis – TMAP – Capítulo 3

	CEOPAY	BOARDPAY	BOARDINDEP	BOARDSIZE	ROA	FCO	GROWTH	LEV	SIZE	LIQCOR	CAPEX
CEOPAY	1										
BOARDPAY	0.6406*	1									
BOARDINDEP	0.1960*	0.2458*	1								
BOARDSIZE	0.4740*	0.4709*	0.3385*	1							
ROA	-0.1492*	-0.0927*	0.0545	-0.1398*	1						
FCO	0.0909*	-0.0084	0.2381*	0.0008	0.0149	1					
GROWTH	0.0153	0.0059	0.0513	-0.0522	-0.0297	0.0253	1				
LEV	-0.1266*	-0.0317	-0.0598	-0.1450*	0.0512	-0.0066	0.0239	1			
SIZE	0.6152*	0.5938*	0.2591*	0.5733*	-0.2731*	-0.0118	0.0027	-0.0520	1		
LIQCOR	-0.2254*	-0.1698*	-0.0096	-0.1739*	-0.0602	-0.1335*	-0.0467	-0.2913*	-0.2745*	1	
CAPEX	-0.0198	-0.0504	-0.0811	0.0669	0.0101	-0.0281	0.0086	-0.0294	-0.0259	-0.0538	1

Fonte: Resultado da pesquisa

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

Verificando a variável que mede a remuneração dos executivos, CEOPAY, a qual apresenta a compensação específica dos diretores executivos, houve uma correlação moderada positiva com as variáveis BOARDPAY e SIZE. Esse resultado ocorreu também para a base de dados BRASIL, demonstrando não haver alterações significativas das empresas do Brasil em geral com as empresas específicas que possuem atividades na mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba.

Os resultados significativos ocorridos na correlação de Pearson da base TMAP repetiram os mesmos padrões da base BRASIL. Entretanto, cabe destacar a diferenciação das correlações entre as variáveis LIQCOR e ROA. Na base BRASIL, a correlação foi positiva e moderada, mas, na base TMAP, não houve correlação.

3.4.4 Relações entre a intangibilidade e as variáveis do estudo

Ao realizar a avaliação estatística dos valores verificados no resultado, o estudo prosseguiu com a análise de dados em painel, objetivando investigar a influência da concentração acionária e outras variáveis sobre o investimento em ativos intangíveis das empresas.

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

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

3.4.4.1 Empresas brasileiras de capital aberto

A Tabela 3.7 demonstra os resultados da relação entre o nível de intangibilidade das empresas e a remuneração dos executivos e demais variáveis do estudo, considerando a base de dados que contém todas as empresas do Brasil.

Tabela 3.7
Associação entre a intangibilidade das empresas e as variáveis – BRASIL – Capítulo 3

VARIÁVEIS	RAI	GRI	QTOBIN
CEOPAY	0,0030457 (0,0042276)	0,3261669** (0,1558564)	0,05455*** (0,0207585)
BOARDPAY	-0,0080002* (0,0042578)	0,2131321 (0,151328)	0,0068521 (0,0206999)
CEODUALITY	0,0033305 (0,009349)	-0,0634514 (0,4750842)	0,0894365* (0,0529662)
BOARDINDEP	0,0061811*** (0,0022947)	-0,0446778 (0,0977231)	-0,0047241 (0,0117979)
BOARDSIZE	0,003727** (0,0017957)	0,087994 (0,0652898)	-0,0110522 (0,0093516)
ROA	0,003453 (0,0221067)	-0,3072812 (1,233088)	0,3527452*** (0,1225823)
FCO	-0,0148672 (0,014583)	0,760549** (0,364711)	0,4728701*** (0,0675415)
GROWTH	-0,002337 (0,0041351)	0,768402*** (0,2465144)	0,2837057*** (0,0213486)
LEV	-0,0316251 (0,018275)	0,5456892 (0,7248651)	0,2720317*** (0,0997276)
SIZE	0,0127631 (0,0057625)	-0,2720058** (0,1442358)	-0,0058293 (0,0281127)
LIQCOR	-0,0083221*** (0,0022668)	-0,1908598** (0,1015198)	0,0303722*** (0,0118285)
CAPEX	0,0774416* (0,0424287)	4,008266 (2,433776)	1,088928*** (0,2344778)
Observações	964	1.234	1.234
Número de grupos	150	169	169
RHO	0,82586921	0,02095248	0,70351636
Teste Breusch e Pagan	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Chow	0,0000	0,2628	0,0000
Teste Hausman	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Wald	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Wooldridge	0,0000	0,3546	0,0000

Fonte: Resultado da pesquisa

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

Analisando os resultados, verifica-se que a Representatividade do Ativo Intangível (RAI) possui relação negativa com a remuneração do conselho administrativo ao nível de 10%. Sendo assim, conclui-se que um aumento na compensação dos membros do conselho administrativo poderá provocar uma diminuição, mesmo que pequena, na representatividade do ativo intangível.

A RAI ainda apresentou relação positiva com o tamanho do conselho de administração (BOARDSIZE), ao nível de 5%, e com a quantidade de conselheiros independentes (BOARDINDEP), ao nível de 1%.

Analisando os resultados para o Grau de Intangibilidade (GRI), verifica-se relação positiva com a remuneração da diretoria executiva ao nível de 5%, indicando que o GRI pode aumentar na medida em que a compensação dos CEOs aumenta.

Para o Q de Tobin, identifica-se nos resultados que há uma significância estatística ao nível de 1% com a remuneração da diretoria executiva (CEOPAY). Também apresenta relação de significância positiva com ROA, FCO, LEV, LIQCOR, e CAPEX, o que corrobora a pesquisa de Mazzioni et al. (2014), que identifica relação positiva e significativa entre o grau de intangibilidade e o desempenho empresarial.

Logo, a tabela 3.8, a seguir, demonstra o resultado das hipóteses com base nos testes para a base de dados BRASIL.

Tabela 3.8*Resultado das hipóteses – BRASIL – Capítulo 3*

INTANGIBILIDADE	HIPÓTESES	DESCRIÇÃO	RESULTADO
RAI	H1a	Existe relação de significância positiva entre representatividade do ativo intangível (RAI) e a remuneração dos CEO's (CEOPAY)	Rejeita-se a hipótese
	H1b	Existe relação de significância positiva entre representatividade do ativo intangível (RAI) e remuneração do conselho de administração (BOARDPAY).	Rejeita-se a hipótese
GRI	H2a	Existe relação de significância positiva entre o grau de intangibilidade (GRI) e a remuneração dos CEO's (CEOPAY)	Não se rejeita a hipótese
	H2b	Existe relação de significância positiva entre o grau de intangibilidade (GRI) e remuneração do conselho de administração (BOARDPAY).	Rejeita-se a hipótese
QTOBIN	H3a	Existe relação de significância positiva entre o valor de mercado (Q DE TOBIN) e a remuneração dos CEO's (CEOPAY)	Não se rejeita a hipótese
	H3b	Existe relação de significância positiva entre o valor de mercado (Q DE TOBIN) e remuneração do conselho de administração (BOARDPAY).	Rejeita-se a hipótese

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos resultados da pesquisa

3.4.5 Empresas brasileiras de capital aberto, com atividades na mesorregião do

Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba

A Tabela 3.9 demonstra os resultados da relação entre o nível de intangibilidade das empresas e a remuneração dos executivos e demais variáveis do estudo, considerando a base de dados que contém somente empresas com atividades na mesorregião estudada.

Tabela 3.9*Associação entre a intangibilidade das empresas e as variáveis do estudo – TMAP – Capítulo 3*

VARIÁVEIS	RAI	GRI	QTOBIN
CEOPAY	-0,0081563** (0,007161)	0,5277781 (0,3613686)	0,0996496** (0,0444144)
BOARDPAY	-0,0176879 (0,0074639)	0,4864953 (0,3851182)	0,0083252 (0,0442668)
CEODUALITY	-0,0025548 (0,0163746)	0,8953822 (1,327798)	0,1505109 (0,1271543)
BOARDINDEP	0,0038128 (0,0042039)	-0,1462816 (0,2230564)	-0,0243489 (0,0282582)
BOARDSIZE	0,0099644** (0,0042406)	0,500481** (0,2144636)	-0,0519574* (0,0278069)
ROA	-0,0458434 (0,0622943)	1,293303 (4,662068)	1,707778*** (0,4548771)
FCO	-0,0125298 (0,0260656)	0,3533568 (0,6666621)	0,4219797*** (0,127347)
GROWTH	-0,0046473 (0,0076111)	1,194826** (0,596163)	0,4290343*** (0,0510674)
LEV	-0,0142518 (0,0343035)	1,451362 (1,895663)	-0,4578527* (0,2420466)
SIZE	0,0361647*** (0,0102178)	-0,6677177* (0,3524861)	-0,0213667 (0,0614028)
LIQCOR	-0,0091145 (0,0057976)	-0,3320215 (0,3033074)	0,0340536 (0,0326074)
CAPEX	0,0370147 (0,0757603)	6,459039 (6,109867)	1,908705*** (0,5592639)
Observações	328	464	464
Número de grupos	56	65	65
RHO	0,79740015	0	0,6428273
Teste Breusch e Pagan	0,0000	1	0,0000
Teste de Chow	0,0000	0,6919	0,0000
Teste Hausman	0,0000	0,0519	0,0000
Teste de Wald	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Wooldridge	0,2317	0,0000	0,0000

Fonte: Resultado da pesquisa

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

Os resultados para a base de dados TMAP indicam que a Representatividade do Ativo Intangível (RAI) possui relação negativa com a remuneração da diretoria executiva (CEOPAY), ao nível de 5%. Isso indica a possibilidade de aumentar a representatividade do ativo quando há diminuição da remuneração dos CEO's. A RAI ainda apresentou relação positiva com o tamanho do conselho de administração (BOARDSIZE), ao nível de 5%, apresentando a possibilidade de que, se aumentar o tamanho do conselho de administração, a representatividade do ativo intangível também aumentará.

Os resultados do Grau de Intangibilidade (GRI) apresentaram relação positiva com o tamanho do conselho de administração (BOARDSIZE), ao nível de 5%, indicando que o GRI aumenta na medida em que a quantidade de membros do conselho aumenta. A mesma relação foi identificada com a alavancagem da empresa (LEV).

Os resultados do Q de Tobin indicam relação positiva, ao nível de 5%, com a remuneração da diretoria executiva (CEOPAY) e relação negativa, ao nível de 10%, com o tamanho do conselho de administração (BOARDPAY).

Logo, a tabela 3.10, a seguir, demonstra o resultado das hipóteses com base nos testes para a base de dados TMAP.

Tabela 3.10*Resultado das hipóteses – TMAP – Capítulo 3*

INTANGIBILIDADE	HIPÓTESES	DESCRIÇÃO	RESULTADO
RAI	H1a	Existe relação de significância positiva entre representatividade do ativo intangível (RAI) e a remuneração dos CEO's (CEOPAY)	Rejeita-se a hipótese
	H1b	Existe relação de significância positiva entre representatividade do ativo intangível (RAI) e remuneração do conselho de administração (BOARDPAY).	Rejeita-se a hipótese
GRI	H2a	Existe relação de significância positiva entre o grau de intangibilidade (GRI) e a remuneração dos CEO's (CEOPAY)	Rejeita-se a hipótese
	H2b	Existe relação de significância positiva entre o grau de intangibilidade (GRI) e remuneração do conselho de administração (BOARDPAY).	Rejeita-se a hipótese
QTOBIN	H3a	Existe relação de significância positiva entre o valor de mercado (Q DE TOBIN) e a remuneração dos CEO's (CEOPAY)	Não se rejeita a hipótese
	H3b	Existe relação de significância positiva entre o valor de mercado (Q DE TOBIN) e remuneração do conselho de administração (BOARDPAY).	Rejeita-se a hipótese

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos resultados da pesquisa

3.5 Considerações finais

O objetivo deste trabalho foi realizar a análise de qual a relação do mecanismo de governança corporativa, determinado pela remuneração dos executivos, com a intangibilidade das empresas de capital aberto no Brasil. Foi considerada uma amostra de 377 empresas na base BRASIL. Também foi realizada a verificação específica para empresas que possuem atividades na mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, com 101 empresas, entre os anos de 2010 e 2020, base TMAP.

A pesquisa se justifica por realizar um avanço empírico na proposição de três diferentes perspectivas para analisar a intangibilidade das empresas, porém, conjuntamente, também apresenta um tema que é pouco explorado na literatura.

Verifica-se, com o estudo, que as empresas realizam apuração de intangibilidade de forma diferente umas das outras, não havendo um consenso específico. Logo, os resultados desta pesquisa apresentam uma possibilidade de análise da relação objetivada, realizando o cálculo dos ativos intangíveis por meio de diferentes perspectivas: Representatividade do Ativo Intangível - RAI, Grau de Intangibilidade - GI e Q de Tobin - Tobin.

Os resultados identificados por intermédio da análise das regressões dos modelos econométricos especificados, para a base de dados BRASIL, abordando todas as empresas do estudo, sugerem haver relação significativa entre a remuneração da diretoria executiva das empresas (CEOs) e o investimento em ativos intangíveis de forma positiva. Também apresenta relação estatisticamente relevante com alguns fatores inerentes ao conselho de administração, que são o tamanho do conselho e a quantidade de membros independentes, de forma positiva.

Para a remuneração do conselho de administração, a relação é estatisticamente relevante, porém, de forma negativa. Dentre as hipóteses definidas, confirmou-se a existência de relação positiva entre a remuneração da diretoria executiva (CEOPAY) e rejeitou-se a existência de relação positiva entre a remuneração do conselho de administração (BOARDPAY).

Para a base de dados TMAP, considerando apenas empresas que possuem atividades na mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, verifica-se, nos resultados, que há uma relação estatisticamente significativa com a remuneração da diretoria executiva (CEOPAY) e negativa com a remuneração do conselho de administração (BOARDPAY).

Houve também uma relação estatisticamente significativa positiva com o tamanho do conselho de administração (BOARDSIZE). Assim, conforme ocorreu para a base de dados BRASIL, também ocorreu para a base de dados TMAP em relação às hipóteses do estudo: confirmou-se a existência de relação positiva entre a remuneração da diretoria executiva (CEOPAY) e rejeitou-se a existência de relação positiva entre a remuneração do conselho de administração (BOARDPAY).

Por meio deste trabalho, identifica-se possibilidades de novas pesquisas. Pode-se realizar uma verificação da relação da intangibilidade com a remuneração dos executivos a nível mais detalhado por setor, bem como por estados brasileiros, considerando as matrizes das empresas brasileiras de capital aberto. Um estudo como esse demonstraria mais

especificamente quais os setores da economia investem mais nos ativos intangíveis. Ainda há a possibilidade de analisar como a remuneração dos executivos influencia no gerenciamento de resultados das empresas e como a intangibilidade é significativa nesse gerenciamento.

No contexto de evolução tecnológica cada vez mais crescente, os ativos intangíveis têm ganhado espaço e promovido a diferenciação das empresas em relação aos concorrentes. Logo, se faz necessária a verificação cada vez mais minuciosa de como esses ativos são gerenciados e como as empresas ainda podem utilizá-los a seu favor e a favor das sociedades, principalmente emergentes.

3.6 Referências

- Akoglu, H. (2018). User's guide to correlation coefficients. *Turkish Journal of Emergency Medicine*, 18(3), 91-93. <https://doi.org/10.1016/j.tjem.2018.08.001>
- Albuquerque Filho, A. R. et al. (2018). Fatores determinantes da intangibilidade em companhias abertas familiares. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 23(2), 37-52. <https://doi.org/10.12979/rcmccuerj.v23i2.39912>
- Alkebeese, R., Alhebrity, A. A., & Tian, G. (2021). Whose cash compensation has more influence on real earnings management, CEOs or CFOs? *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 12(1), 187-210. <https://doi.org/10.1108/JAEE-12-2020-0336>
- Alves, M. F. R., & Krauter, E. (2014). Remuneração executiva: Existe contribuição para a performance da organização? *Journal Globalization, Competitiveness and Governability*, 8(2), 55–69. <https://doi.org/10.3232/GCG.2014.V8.N2.03>
- Amzaleg, Y. et al. (2014). CEO control, corporate performance and pay-performance sensitivity. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 106, 166-174. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2014.07.004>

- Andreas, J., Rapp, M. S., & Wolff, M. (2010). Determinants of director compensation in two-tier systems: Evidence from German panel data. *Review of Managerial Science*, 6, 33-79. <https://doi.org/10.1007/s11846-010-0048-z>
- Berger, A. N., Kick, T., & Schaeck, K. (2014). Executive board composition and bank risk taking. *Journal of Corporate Finance*, 28, 48-65. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.006>
- Bomfim, P. R. C. M. et al. (2011). Utilização de análise multivariada na avaliação do desempenho econômico-financeiro de curto prazo: uma aplicação no setor de distribuição de energia elétrica. *Revista ADM. MADE*, 15(1), 75-92. <http://revistaadmmade.estacio.br/index.php/admmade/article/view/75>
- Brandão, I. D. F. et al. (2019). Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 28-41. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>
- Carabel, T. C., González, A. B., & Peces, C. C. (2021). Intangible assets and business results of large companies. *Omnia Science*, 17(2), 108-123. <https://doi.org/10.3926/ic.1390>
- Carvalho, F. M., Kayo, E. K., & Martin, D. M. L. (2010). Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 14(5), 871-889. <https://doi.org/10.1590/S1415-6552010000500007>
- Chen, G., Crossland, C., & Luo, S. (2015). Making the same mistake all over again: CEO overconfidence and corporate resistance to corrective feedback. *Strategic Management Journal*, 36, 1513–1535. <https://doi.org/10.1002/smj.2291>
- Chen, J. et al. (2019). CEO and director compensation, CEO turnover and institutional investors: Is there cronyism in the UK? *Journal of Banking & Finance*, 103, 18-35. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.03.019>

- Cheng, Q., & Warfield, T. D. (2005). Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review*, 80(2), 441–476. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.441>
- Cheng, S., & Firth, M. (2005). Ownership, corporate governance and top management pay in Hong Kong. *Corporate Governance: An international Review*, 13(20), 291–302. <http://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00423.x>
- Chiu, J., Li, Y.-H., & Kao, T.-. (2022). Does organization capital matter? An analysis of the performance implications of CEO power. *The North American Journal of Economics and Finance*, 59. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101382>
- Choi, J. H., Kim, S., & Lee, A. (2019). CEO Tenure, Corporate Social Performance, and Corporate Governance: A Korean Study. *Sustainability*, 12(1), 99. <https://doi.org/10.3390/su12010099>
- Collin, S.-O. Y. et al. (2017). Governance strategy and costs: board compensation in Sweden. *Journal of Management & Governance*, 21(3), 685-713. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9359-z>
- Conyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006>
- Cooper, M. J., Gulen, H., & Rau, P. R. (2016). Performance for Pay? The Relation Between CEO Incentive Compensation and Future Stock Price Performance. *SSRN*. <http://doi.org/10.2139/ssrn.1572085>
- Dah, M. A., & Frye, M. B. (2017). Is board compensation excessive? *Journal of Corporate Finance*, 45, 566-585. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.06.001>
- Dal Magro, C. B., Dani, A. C., & Klann, R. C. (2019). Remuneração variável no tempo de mandato é a causa do oportunismo dos CEOs? Evidências do gerenciamento de

resultados no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(3), 77-92.

<https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i3.42193>

Dancey, C. P., & Reidy, J. (2007). *Statistics without Maths for Psychology*. Pearson Education.

Dionízio, C. L. D. R. (2016). *Evidenciação dos ativos intangíveis de empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA a luz do CPC 04 (R1)* [Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Tecnológica Federal do Paraná]. Repositório Institucional da Universidade Tecnológica Federal do Paraná (RIUT).

<https://repositorio.utfpr.edu.br/jspui/handle/1/14171>

Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269-4277. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.04.001>

Edmans, A., Gabaix, X., & Jenter, D. (2017). *Executive compensation: A survey of theory and evidence*. The National Bureau of Economic Research.

Elnahass, M., Salama, A., & Trinh, V. Q. (2020). Firm valuations and board compensation: evidence from alternative banking models. *Global Finance Journal*, 51, 100553.

<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100553>

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 327-349. <https://doi.org/10.1086/467038>

Faria, G. G. et al. (2020). Governança corporativa e a intangibilidade: um estudo em empresas brasileiras não financeiras da B3. *Iberoamerican Journal of Strategic Management*, 19(4), 58-75. <https://doi.org/10.5585/riac.v19i4.16591>

Ferreira, D. A., & Oliveira, I. L. (2020). A intangibilidade e a materialidade das experiências de consumo de marca. *Revista do Programa de Pós-Graduação em Comunicação da*

Faculdade Casper Libero, 23(46), 155-168.

<https://seer.casperlibero.edu.br/index.php/libero/article/view/1120>

- García-Sánchez, I.-M., García-Meca, I.-M. E., & Cuadrado-Ballesteros, B. (2017). Do financial experts on audit committees matter for bank insolvency risk-taking? The monitoring role of bank regulation and ethical policy. *Journal of Business Research*, 76, 52-66. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.03.004>
- Gu, F., & Lev, B. (2011). Overpriced Shares, Ill-Advised Acquisitions, and Goodwill Impairment. *The Accounting Review*, 86(6), 1995-2022. <https://doi.org/10.2308/accr-10131>
- Guo, S. et al. (2019). Attention based spatial-temporal graph convolutional networks for traffic flow forecasting. *Proceedings of the AAAI Conference on Artificial Intelligence*, 33(1), 922-929. <https://doi.org/10.1609/aaai.v33i01.3301922>
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=794804
- Hossain, S., & Monroe, G. S. (2015). Chief Financial Officers' Short-and Long-term Incentive-based Compensation and Earnings Management. *Australian Accounting Review*, 25(3), 279-291. <https://ideas.repec.org/a/bla/ausact/v25y2015i3p279-291.html>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2020). *Remuneração dos Administradores* (7. ed.). IBGC.
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Kayo, E. K. et al. (2006). Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, 10(3), 73-90. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552006000300005>
- Kress, J. C. (2018). Board to death: How busy directors could cause the next financial crisis. *BCL Review*, 59, 877. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2991142>
- Kutubi, S. S., Ahmed, K., & Khan, H. (2018). Bank performance and risk-taking — Does directors' busyness matter? *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 184-199. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.02.002>
- Machado, D. G., & Beuren, I. M. (2015). Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. *Gestão & Regionalidade*, 31(92), 4-24. <https://doi.org/10.13037/gr.vol31n92.2088>
- Mazzioni, S. et al. (2014). A relação entre a intangibilidade e o desempenho econômico: estudo com empresas de capital aberto do Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul (BRICS). *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(1), 122-148. <https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/138>
- Meneses, A. F., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2013). Determinantes do nível de disclosure de ativos intangíveis em empresas brasileiras. *Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 10(2), 142-153. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/10609>
- Minton, B. A., Taillard, J. P., & Williamson, R. (2014). Financial expertise of the board, risk taking, and performance: evidence from bank holding companies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(2), 351–380. <https://www.jstor.org/stable/43303949>

- Miranda, K. F. et al. (2013). Ativos intangíveis, grau de inovação e o desempenho das empresas brasileiras de grupos setoriais inovativos. *Revista Gestão Organizacional*, 6(1), 4-17. <https://doi.org/10.22277/rgo.v6i1.1823>
- Moura, G. D., Mecking, D. V., & Scarpin, J. E. (2013). Competitividade de mercado, ativos intangíveis e eficiência na combinação dos ativos fixos em companhias abertas listadas na BM&Fbovespa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 32(3), 19-35. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v32i3.18406>
- Muravyev, A. (2017). Boards of directors in Russian publicly traded companies in 1998–2014: Structure, dynamics and performance effects. *Economic Systems*, 41(1), 5-25. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2016.12.001>
- Nascimento, E. M. et al. (2012). Ativos intangíveis: análise do impacto do grau de intangibilidade nos indicadores de desempenho empresarial. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 31(1), 37-52. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v31i1.10586>
- Nugraha, I. Y. (2020). Is tangibility a prerequisite? Digital products as goods. *Asian Journal of WTO & International Health Law and Policy*, 15(2), 653–690. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3732245
- Oxelheim, L., & Clarkson, K. (2015). Cronyism and the determinants of chairman compensation. *Journal of Business Ethics*, 131(1), 69-87. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2260-2>
- Peixoto, F. M., & Buccini, A. R. A. (2013). Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(18), 48. <https://doi.org/10.11606/rco.v7i18.55613>
- Perez, M. M., & Famá, R. (2015). Características estratégicas dos ativos intangíveis e o desempenho econômico da empresa. *Unisantia Law and Social Science*, 4(2), 107-123. <https://periodicos.unisantia.br/index.php/lss/article/view/393>

- Ribeiro, F., & Colauto, R. D. (2016). A relação entre board interlocking e as práticas de suavização de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(70), 55-66.
<https://doi.org/10.1590/1808-057x201501320>
- Ritta, C. D. O., & Ensslin, S. R. (2010). *Investigação sobre a relação entre ativos intangíveis e variáveis financeiras: um estudo nas empresas brasileiras pertencentes ao Índice Ibovespa nos anos de 2007 e 2008* [Anais de evento]. 10º CONGRESSO USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, USP.
<https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos102010/231.pdf>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Ryan, H. E., & Wiggins, R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497–524. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.11.002>
- Santos, J. G. C. et al. (2016). Efeitos da Inovação no Desempenho de Firms Brasileiras: Rentabilidade, Lucro, Geração de Valor ou Percepção do Mercado? *Revista de Administração da Unimep*, 14(3), 155–183.
<http://www.raunimep.com.br/ojs/index.php/rau/article/view/967>
- Silva Junior, E. A., Fagundes, M. B. B., & Figueiredo, A. M. R. (2021). Economic complexity: a systematic review of literature. *Desafio Online*, 9(1), 116-137.
<https://doi.org/10.55028/don.v9i1.10863>
- Sonza, I. B., & Kloeckner, G. O. (2014). A governança corporativa influencia a eficiência das empresas brasileiras? *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 145-160.
<https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200005>

- Sprenger, K. B. et al. (2017). Intensidades das Intangibilidades e Desempenhos Econômico-Financeiros em Empresas dos Países do GLENIF. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 121-148. <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p121-148>
- Sundaram, R. K., & Yermack, D. L. (2007). Pay me later: Inside debt and its role in managerial compensation. *The Journal of Finance*, 62(4), 1551-1588. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01251.x>
- Tristão, P. A., & Sonza, I. B. (2021). Incremento na alavancagem impulsionado pela adoção do padrão internacional contábil. *Revista de Administração Contemporânea*, 25(4), 1-17. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2021200157.en>
- Unda, L. A., & Ranasinghe, D. (2021). To pay or not pay: Board remuneration and insolvency risk in credit unions. *Pacific-Basin Finance Journal*, 66. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.03.005>
- Viceconti, P., & Neves, S. (2013). *Contabilidade básica* (16. ed.). Editora Saraiva.
- Villalonga, B. (2004). Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 54(2), 205–230. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2003.07.001>
- Vogt, M. et al. (2016). Relação entre intangibilidade, desempenho econômico e social das empresas listadas na BM&Fbovespa. *Gestão & Regionalidade*, 32(95), 71-89. <https://doi.org/10.13037/gr.vol32n95.2741>
- Wang, C. et al. (2021). Executive compensation and corporate performance of energy companies around the world. *Energy Strategy Review*, 38, 100749. <https://doi.org/10.1016/j.esr.2021.100749>
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90053-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90053-0)

- Weng, P.-S., & Chen, W.-Y. (2017). Doing good or choosing well? Corporate reputation, CEO reputation, and corporate financial performance. *The North American Journal of Economics and Finance*, 39, 223-240. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2016.10.008>
- Wu, K., & Lai, S. (2020). Intangible intensity and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101682. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101682>
- Yang, F., Dolar, B., & Mo, L. (2014). CEO Compensation and Firm Performance : Did the 2007-2008 Financial Crisis Matter? *Journal of Accounting and Finance*, 14(1), 137–147. http://www.na-businesspress.com/JAF/YangF_Web14_1_.pdf
- Yas, Q. M. et al. (2018). Comprehensive insights into evaluation and benchmarking of real-time skin detectors: Review, open issues & challenges, and recommended solutions. *Measurement*, 114, 243-260. <https://doi.org/10.1016/j.measurement.2017.09.027>
- Ye, K. (2014). Independent director cash compensation and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 391-400. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.001>
- Zéghal, D., & Maaloul, A. (2011). The accounting treatment of intangibles – A critical review of the literature. *Accounting Forum*, 35(4), 262-274. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2011.04.003>
- Zittei, M. V. M., De Moura, G. D., & Hein, N. (2015). Análise da relação entre ativos intangíveis e os níveis de governança corporativa em que se encontram listadas as empresas na BM&FBovespa. *Revista Científica Hermes*, (14), 91-117. <http://doi.org/10.21710/rch.v14i0.205>

Capítulo 4: Conclusão geral

A tecnologia, com seu rápido desenvolvimento, possibilita a existência de uma “era da informação” que tem contribuído para que a intangibilidade das empresas se torne valorosa para a diferenciação de resultados. Ainda no século passado, autores como Hendriksen e Van Breda (1999) já reconheciam a importância desses ativos como integrantes cruciais do sucesso empresarial e afirmam a necessidade de reconhecê-los com base em regras válidas também para outros tipos de ativos.

Empresas que reconhecem essa importância têm inserido, em suas estratégias gerenciais, foco na gestão e investimento dos ativos intangíveis e, conforme Barajas, Shakina e Fernández-Járdon (2017), possuem uma possibilidade de rápida recuperação, se comparadas a outras que não inserem os ativos intangíveis em suas estratégias, diante de cenários econômicos de crise.

Contudo, o investimento na intangibilidade das empresas perpassa a forma com que os executivos tomam suas decisões. Analisando empresas de capital aberto, é importante citar que os executivos podem ser vistos como a diretoria executiva das empresas, que tomam as decisões cotidianas, e os membros do conselho de administração, que possuem em sua função gerenciar a própria diretoria executiva.

Logo, nesse contexto, Jensen e Meckling (1976), com a proposição da teoria da agência, apontaram a possibilidade de existir um conflito de interesses entre os diretores (CEOs) e os proprietários (acionistas) das empresas. Ao fazer essa proposição, a pesquisa de Jensen e Meckling (1976) colocou em pauta uma questão que não havia sido discutida na literatura existente à época e que possibilitou inúmeras pesquisas posteriores para investigação de fatores internos ou externos que influenciam não só nos resultados, mas, principalmente, no valor de mercado das organizações.

Nesse contexto, pode-se observar uma conexão entre as abordagens teóricas que apresentam a existência de fatores internos à organização, controlados pelos diretores, que influenciam na perenidade e resultados das empresas. Também pode-se observar a mesma conexão com fatores externos, não controlados pelos diretores, mas que merecem atenção tanto quanto os outros.

Como a intangibilidade é um desses fatores que pode não apenas agregar valor operacional às empresas, mas também aumentar o próprio valor de mercado, há diversos estudos que buscam relacionar esses ativos com os resultados das organizações (Arrighetti, Landini, & Lasagni, 2014; Park & Jang, 2021; Perez & Famá, 2006, 2015; Sandner & Block, 2011; Vogt et al., 2016).

Nessa perspectiva, este trabalho buscou responder ao seguinte problema de pesquisa: **Qual a relação entre a remuneração dos executivos e a concentração de propriedade, como mecanismos de governança corporativa, com a intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto entre os anos de 2010 e 2020?**

De modo geral, o assunto foi abordado em duas etapas que seguem: 1) na primeira etapa, considerando-se todas as empresas de capital aberto brasileiras e, separadamente, as empresas de capital aberto que possuem atividades na mesorregião estudada, foi utilizado um modelo de regressão linear múltipla para analisar as relações entre a concentração de propriedade e a intangibilidade; 2) na segunda etapa, considerando-se todas as empresas de capital aberto brasileiras e, separadamente, as empresas de capital aberto que possuem atividades na mesorregião estudada, foi utilizado um modelo de regressão linear múltipla para analisar as relações entre a remuneração dos executivos e a intangibilidade.

Para os dois estudos, foram consideradas perspectivas diferentes para verificação da intangibilidade das empresas, porém, conjuntamente para análise das relações com a governança corporativa. Essas perspectivas foram:

- 1) Representatividade do Ativo Intangível, denominada pela sigla RAI, tendo como métrica a divisão do ativo intangível das organizações pelo ativo total;
- 2) Grau de Intangibilidade, denominada pela sigla GRI, tendo como métrica a divisão dos valores de mercado das organizações pelo patrimônio líquido;
- 3) Q de Tobin, denominada pela sigla QTOBIN, tendo como métrica a soma do valor de mercado das organizações com as dívidas totais, dividida pelo ativo total.

O primeiro estudo, apresentado no capítulo 3, utilizou como medidas da concentração de propriedade as seguintes variáveis:

- 1) Concentração acionária, denominada pela sigla CONC, tendo como métrica o percentual de ações ordinárias em poder dos três maiores acionistas;
- 2) Propriedade Estatal, denominada pela sigla STATE, tendo como métrica a avaliação se o acionista controlador possui identidade estatal (Estado, União, Município ou autarquias representativas do Governo);
- 3) Verificação, por meio de variável *dummy*, denominada DUAL, demonstrando se a empresa possui apenas ações ordinárias (1) ou se apresenta, além delas, ações preferenciais (2).

Os resultados apontaram haver relação significativa entre a concentração de propriedade e o investimento em ativos intangíveis, porém, de forma negativa. Dentre as hipóteses definidas, as relações entre Representatividade do Ativo Intangível – RAI e as variáveis de concentração de propriedade foram rejeitadas, pois nenhum dos resultados encontrou relação significativa. Os resultados ainda demonstraram haver existência de relação entre intangibilidade e desempenho das empresas nas amostras e períodos analisados, considerando o ROA como variável de desempenho.

O segundo estudo, apresentado no capítulo 3, utilizou como medidas de remuneração dos executivos as seguintes variáveis:

- 1) CEOPAY: Verificado no item 13.2 do relatório da CVM a remuneração total da diretoria executiva para cada ano da pesquisa;
- 2) BOARDPAY: Verificado no item 13.2 do relatório da CVM a remuneração total do conselho de administração para cada ano da pesquisa, tendo sido considerada apenas a quantidade de membros efetivos e remunerados.

Para responder ao problema de pesquisa, por meio das variáveis e métodos definidos, o estudo teve o objetivo geral de verificar a relação entre governança corporativa, medida por concentração de propriedade e a remuneração dos executivos (conselho administrativo e gestores), com a intangibilidade das empresas brasileiras listadas na B3, considerando o período entre 2010 e 2020.

Para realizar esse objetivo, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- 1) Estudar a relação da intangibilidade com o percentual de ações ordinárias em poder dos três maiores acionistas, a identidade do controlador principal, a existência de ações ordinárias e ações preferenciais e o fato de as empresas terem sido auditadas por uma das quatro maiores empresas de auditoria do mundo, considerados nesse estudo como elementos formadores da “concentração de propriedade”;
- 2) Estudar a relação da intangibilidade com o percentual de membros independentes do conselho de administração, o número total de membros do conselho de administração, a remuneração média anual do conselho de administração, o fato de o CEO também ser presidente do conselho de administração e a média da remuneração do corpo diretor das empresas, considerados nesse estudo como elementos constituintes do mecanismo de governança corporativa “remuneração dos executivos”;
- 3) Realizar estudos a nível de Brasil e a nível regional, considerando para essa separação as empresas que possuem atividades na mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba.

Os resultados demonstraram haver relação significativa entre a concentração de propriedade e o investimento em ativos intangíveis, porém, de forma negativa, atendendo ao objetivo 1. Dentre as hipóteses definidas, as relações entre Representatividade do Ativo Intangível – RAI e as variáveis de concentração de propriedade foram rejeitadas, pois nenhum dos resultados encontrou relação significativa, exceto quando se considera a existência de ações ordinárias e preferenciais, que apresentou relação de significância positiva.

Atendendo ao objetivo 2, os resultados apontaram haver existência de relação positiva entre a remuneração da diretoria executiva (CEOPAY) com a intangibilidade, medida pelo valor de mercado das empresas, e não haver relação entre a remuneração do conselho de administração (BOARDPAY) com a intangibilidade.

Em relação à regionalidade, no atendimento ao objetivo 3, a pesquisa demonstrou não haver resultados diferentes e significativos em relação às empresas do Brasil como um todo e as empresas específicas que possuem atividades na mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba. Ainda assim, resultados advindos permitem mais acuracidade no processo de decisão das empresas da mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba ao darem condições de avaliar a importância da intangibilidade e as relações tanto com a concentração de propriedade quanto com o formato de remuneração de executivos escolhido.

As evidências deste trabalho promovem uma contribuição com a literatura financeira, considerando fatores controlados e não controlados pelos gestores que podem influenciar na intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto. Com os resultados, conclui-se que mecanismos como concentração de propriedade e remuneração dos executivos são fundamentais para a existência de investimentos em ativos intangíveis. Ficou claro que adotar boas práticas de governança corporativa favorece a maximização do valor das empresas, promovendo a diminuição de conflitos de agência que podem levar ao baixo investimentos nos ativos intangíveis.

Como contribuição teórica, este trabalho reúne uma diversidade de autores que, ao longo das últimas duas décadas, têm demonstrado a importância da governança corporativa e da intangibilidade, tornando a literatura sobre o tema ainda mais rica, fazendo as relações necessárias entre ambos.

Como implicação prática, o estudo apresenta contribuições para acionistas, gestores e potenciais investidores ao mostrar se a concentração acionária possui relevância no investimento em ativos intangíveis, o que, por sua vez, demonstra à sociedade quais são as organizações que mais têm investido nesses ativos e que, conseqüentemente, estão propensas à valorização de capital intelectual, que é um dos ativos intangíveis populacionais capazes de contribuir com as organizações, estabelecendo relações de parceria e trabalho.

Em termos de limitações, este trabalho utilizou apenas as empresas de capital aberto que estavam com o *status* ativo na B3 em fevereiro de 2022, não possibilitando uma avaliação histórica em relação às empresas que já não estão ativas.

Como possibilidade de pesquisas futuras, além de considerar não só as empresas ativas na B3, mas também aquelas que estiveram ativas em algum momento do período estudado, proporcionando uma análise histórica da relação da governança corporativa com a intangibilidade, ainda pode-se avaliar mais especificamente o período compreendido entre 2020 e 2022, quando se instaurou a pandemia do coronavírus, levando muitas empresas a encerrarem suas atividades e valorizando os ativos intangíveis devido à dificuldade de fornecimento de produtos e serviços fisicamente. Dessa forma, promovendo uma evolução tecnológica das empresas no período, que é considerada um ativo intangível.

Referências

- Albuquerque Filho, A. R. et al. (2018). Fatores determinantes da intangibilidade em companhias abertas familiares. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 23(2), 37-52. <https://doi.org/10.12979/rmccuerj.v23i2.39912>
- Albuquerque Filho, A. R. et al. (2019). Influência da governança corporativa e da intangibilidade no desempenho das maiores empresas brasileiras. *FACES*, 18(4), 25-43. <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES0V0N0ART6763>
- Andonova, V., & Ruíz-Pava, G. (2016). The role of industry factors and intangible assets in company performance in Colombia. *Journal of Business Research*, 69(10), 4377–4384. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.03.060>
- Appelbaum, S. H. et al. (2017). The challenges of organizational agility: part 2. *Industrial and Commercial Training*, 49(2), 69-74. <https://doi.org/10.1108/ICT-05-2016-0028>
- Arrighetti, A., Landini, F., & Lasagni, A. (2014). Intangible assets and firm heterogeneity: Evidence from Italy. *Research Policy*, 43(1), 202–213. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2013.07.015>
- Barajas, A., Shakina, E., & Fernández-Jardón, C. (2017). Acceleration effect of intangibles in the recovery of corporate performance after-crisis. *Research in International Business and Finance*, 42, 1115-1122. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.046>
- Bernardes, F. F., & Ferreira, W. R. (2013). A logística em transporte no Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba: operacionalizando os sistemas agrícolas. *Observatorium: Revista Eletrônica de Geografia*, 5(13), 101-124. <https://seer.ufu.br/index.php/Observatorium/article/view/45688>
- Brasil. (2007). *Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007*. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação

de demonstrações financeiras. Presidência da República.

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm

Braune, E., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2020). Intangible capital, governance and financial performance. *Technological Forecasting and Social Change*, 154, 119934.

<https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.119934>

Caggese, A., & Pérez-Orive, A. (2022). How stimulative are low real interest rates for intangible capital? *European Economic Review*, 142, 103987.

<https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2021.103987>

Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). (2010). *Pronunciamento Técnico CPC 01 (R1) - Redução Ao Valor Recuperável De Ativos*.

http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/27_CPC_01_R1_rev%2005.pdf

Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). (2010). *Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) - Ativo Intangível*.

http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/187_CPC_04_R1_rev%2014.pdf

Diniz, C. C. (2001). A questão regional e as políticas governamentais no Brasil. *Working paper*, 159, 20.

<https://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=https%3A%2F%2Fwww.cedeplar.ufmg.br%2Fpesquisas%2Ftd%2FTD%2520159.pdf;h=repec:cdp:texdis:td159>

Haddad, P. R. (2009). Capitais intangíveis e desenvolvimento regional. *Revista de economia*, 35(3), 119-146. <http://doi.org/10.5380/re.v35i3.16712>

Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade* (5. ed.). Editora Atlas.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE (2017). *Panorama cidades*.

<https://cidades.ibge.gov.br/brasil/mg/panorama>

Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Junta Comercial do Estado de Minas Gerais (JUCEMG). (6 de janeiro de 2022). *Número de empresas cresce 32,38% em Minas, aponta Jucemg*. Site Jucemg.

<https://jucemg.mg.gov.br/noticia/924/numero-de-empresas-cresce-3238-em-minas-aponta-Jucemg>

Kayo, E. K. et al. (2006). Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, 10(3), 73-90. [https://doi.org/10.1590/S1415-](https://doi.org/10.1590/S1415-65552006000300005)

[65552006000300005](https://doi.org/10.1590/S1415-65552006000300005)

Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.

[http://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](http://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)

Kreuzberg, F., Rigo, V. P., & Klann, R. C. (2013). *Relação entre os indicadores de desempenho financeiro e a intangibilidade dos ativos: um estudo das empresas listadas na BM&FBOVESPA* [Anais de evento]. 16º Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais, São Paulo, FGV-EAESP.

La Porta, R. et al. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>

Lauretti, C. M., Kayo, E. K., & Marçal, E. F. (2009). A sobre-reação do mercado à informação intangível. *Revista Brasileiras de Finanças*, 7(1), 215-236.

<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305824781004>

Lev, B. (2000). *Intangibles: management and reporting*. Brookings.

Lopes de Sá, A. (2010). *Teoria da Contabilidade*. Editora Atlas.

- Machado, J. H., & Famá, R. (2011). Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89-109.
<http://doi.org/10.5007/2175-8069.2011v8n16p89>
- Maicas, J. P., Polo, Y., & Javier Sese, F. (2009). Reducing the level of switching costs in mobile communications: The case of Mobile Number Portability. *Telecommunications Policy*, 33(9), 544–554.
<https://doi.org/10.1016/j.telpol.2009.04.003>
- Medrado, F. et al. (2016). Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(28), 32.
<https://doi.org/10.11606/rco.v10i28.119480>
- Meneses, A. F., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2013). Determinantes do nível de disclosure de ativos intangíveis em empresas brasileiras. *Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 10(2), 142-153.
<http://www.spell.org.br/documentos/ver/10609>
- Miotto, G., Del-Castillo-Feito, C., & Blanco-González, A. (2020). Reputation and legitimacy: Key factors for Higher Education Institutions' sustained competitive advantage. *Journal of Business Research*, 112, 342–353.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.076>
- Niculita, A. L., Popa, A. F., & Caloian, F. (2012). The Intangible Assets—A New Dimension in The Company's Success. *Procedia Economics and Finance*, 3, 304-308.
[https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00156-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00156-6)
- Park, K., & Jang, S. (2021). A study of value-relevance and reliability of intangible assets: What do we know from the restaurant industry? *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 47, 104-113. <https://doi.org/10.1016/j.jhtm.2021.03.002>

- Pereira, R. M. et al. (2015). *Sistemas de inovação regionais: a estrutura científico-tecnológica de Minas Gerais* [Anais de evento]. XVI Congresso Latino Iberoamericano de Gestão da Tecnologia, Porto Alegre.
- Perez, M. M., & Famá, R. (2006). Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(40), 7-24. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000100002>
- Perez, M. M., & Famá, R. (2015). Características estratégicas dos ativos intangíveis e o desempenho econômico da empresa. *Unisanta Law and Social Science*, 4(2), 107-123. <https://periodicos.unisanta.br/index.php/lss/article/view/393>
- Pozenato, J. C. (2003). *Processos Culturais: reflexões sobre a dinâmica cultural*. EDUCS.
- Raup, F. M., & Beuren, I. M. (2008). Mensuração de Ativos Imobilizados por meio do Fair Value e do Impairment Test em uma Rede de Fotocópias. *Pensar Contábil*, 10(41), 15-23. <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/pensarcontabil/article/view/94>
- Revista Exame. (12 de outubro de 2022). *Brasil tem 62 universidades entre as melhores do mundo*. Site Exame. <https://exame.com/brasil/brasil-tem-62-universidades-entre-as-melhores-do-mundo-veja-quais/>
- Ripamonti, A., & Kayo, E. K. (2016). Corporate Governance and Capital Structure in Brazil: Stock, Bonds and Substitution. *Revista de Administração Mackenzie*, 17(5), 85-109. <https://doi.org/10.1590/1678-69712016/administracao.v17n5p85-109>
- Ritta, C. O., Cunha, L. C., & Klann, R. C. (2017). Um estudo sobre causalidade entre ativos intangíveis e desempenho econômico de empresas (2010 - 2014). *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 22(2), 92-107. <https://doi.org/10.12979/32389>

- Sandner, P. G., & Block, J. (2011). The market value of R & D, patents, and trademarks. *Research Policy*, 40(7), 969–985. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2011.04.004>
- Santos, J. G. C. (2015). Evidências Dos Ativos Intangíveis No Contexto Brasileiro: Representatividade, Caracterização, Percepção De Mercado E Desempenho. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 7(3). <https://doi.org/10.5380/rcc.v7i3.38931>
- Sprenger, K. B. et al. (2017). Intensidades das Intangibilidades e Desempenhos Econômico-Financeiros em Empresas dos Países do GLENIF. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 121-148. <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p121-148>
- Strategy&. (2020). 6ª edição Prêmio Valor Inovação Brasil. <https://www.strategyand.pwc.com/br/pt/inovacao-brasil/2020/valor-inovacao-analises20.pdf>
- Vogt, M. et al. (2016). Relação entre intangibilidade, desempenho econômico e social das empresas listadas na BM&Fbovespa. *Gestão & Regionalidade*, 32(95), 71-89. <https://doi.org/10.13037/gr.vol32n95.2741>
- Zéghal, D., & Maaloul, A. (2011). The accounting treatment of intangibles – A critical review of the literature. *Accounting Forum*, 35(4), 262-274. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2011.04.003>