

ÁREA TEMÁTICA: Finanças

EFEITOS DOS FINANCIAMENTOS SOBRE O GRAU DE INTANGIBILIDADE DAS EMPRESAS

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

Palavras-chave: estado; BNDES; POEs; estratégia; intangibilidade.

1 INTRODUÇÃO

A globalização trouxe novos desafios e oportunidades, levando as empresas a priorizarem a inovação em seus processos produtivos e na gestão interna (Guo & Huang, 2024; Hu et al., 2023; Nidumolu et al., 2009). A Teoria da Visão Baseada em Recursos (RBV) destaca a importância dos recursos internos das organizações para fortalecer sua posição competitiva no mercado interno e externo. Nesse contexto, investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), capital tecnológico e outros ativos relacionados ao conhecimento tornaram-se essenciais para ampliar receitas e garantir crescimento sustentável (Dragomir, 2024; Jancenelle, 2021).

No Brasil, Crisóstomo (2009) observa que as empresas têm adotado a intangibilidade como estratégia para desenvolver novos mercados. Na América Latina, Lopes e Carvalho (2024) evidenciam que maiores investimentos em recursos intangíveis tendem a resultar em melhor desempenho financeiro.

Apesar dos benefícios, muitos ativos intangíveis não são reconhecidos contabilmente devido à dificuldade de mensuração, especialmente quando gerados internamente (Mehnaz et al., 2024; Dragomir, 2024; Perez & Famá, 2006; Silva et al., 2012). Assim, as organizações precisam desenvolver estratégias para construir e valorizar esses ativos, fortalecendo a competitividade, promovendo inovação e aumentando o valor percebido.

No Brasil, políticas públicas visam ampliar investimentos em ativos intangíveis por meio de bancos de investimento. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), criado em 1952, apoia empresas sem capital de longo

prazo, oferecendo financiamento para inovação, exportação e fortalecimento empresarial (Gomes, 2021; Stefano, 2014; Barbosa, 2016). Entre seus programas, destacam-se o FINEM, que financia estudos, projetos, aquisição de equipamentos e capacitação com foco em inovação, e o FINAME, voltado à aquisição de máquinas, equipamentos, veículos e bens de informática, favorecendo a modernização industrial.

A atuação do governo facilita o acesso ao financiamento, principalmente para empresas de capital aberto, cujo interesse de múltiplos stakeholders pode ampliar investimentos em intangíveis (Eclache & Kayo, 2021). Ainda assim, é necessário analisar se os desembolsos de bancos estatais, como o BNDES, realmente promovem o desenvolvimento desses ativos.

Diante disso, surge a seguinte questão: como os financiamentos do BNDES influenciam o grau de intangibilidade das empresas e de que forma a propriedade de capital interfere nessa relação? Este estudo investiga se os financiamentos do BNDES afetam a intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3, utilizando dados em painel de 2018 a 2023.

A pesquisa contribui para a literatura ao analisar a crescente valorização de ativos intangíveis impulsionada por P&D e outros investimentos (Elkemali, 2024), considerando que tecnologias, processos e produtos geram patentes, propriedade intelectual e vantagens competitivas (Barboza, 2019). Apesar da relevância, pouco se sabe sobre o efeito dos aportes do BNDES na intangibilidade. Além disso, este estudo oferece insights sobre o cenário nacional e países emergentes (Li, Xia & Zajac, 2018), permitindo que gestores públicos avaliem a eficácia dos investimentos, promovam transparência e contribuam para a equidade social (Azevedo, 2013). O artigo está estruturado em quatro seções principais: fundamentação teórica, metodologia, resultados e discussão, e conclusões, que apresentam as contribuições e implicações do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Intangibilidade nas empresas

A Teoria Baseada em Recursos (RBV) explica como empresas alcançam e sustentam vantagem competitiva por meio da gestão estratégica de recursos específicos. Segundo essa abordagem, empresas que possuem recursos valiosos, raros, difíceis de imitar e insubstituíveis podem obter desempenho financeiro superior no longo prazo, destacando-se no mercado (Kozlenkova et al., 2014; Sutrisno, 2023). Esses recursos incluem ativos tangíveis, como fábricas e equipamentos, e ativos intangíveis, como conhecimento especializado, marca, tecnologia e cultura organizacional (Barney, 2007; Penrose, 1996).

A RBV enfatiza que a gestão estratégica desses ativos deve garantir que continuem raros e difíceis de copiar, especialmente os intangíveis, que são menos acessíveis aos concorrentes e mais difíceis de mensurar. Empresas que consolidam

e exploram ativos intangíveis criam barreiras à concorrência e potencializam seus resultados (De Mendonça, 2023; Kozlenkova et al., 2014).

Ativos intangíveis podem se tornar fontes sustentáveis de vantagem competitiva. Cultivar uma cultura organizacional voltada para inovação e tecnologia permite lançar produtos e serviços com maior rapidez e eficiência. Além disso, a interação entre ativos intangíveis e redes externas, como confiança e relacionamento com clientes, fortalece a criação de valor (De Mendonça et al., 2023).

Os ativos intangíveis incluem conhecimento tácito, marcas, patentes, cultura organizacional e relacionamento com clientes. A intangibilidade refere-se à capacidade da empresa de gerar valor a partir de recursos sem substância física, enquanto ativos intangíveis, segundo o CPC 04 (R1), são elementos identificáveis, sem substância física, com valor econômico mensurável e registrável contabilmente. Para reconhecimento, devem ser separáveis ou derivar de direitos contratuais e gerar benefícios futuros (Mehnaz et al., 2024; De Souza, 2017; Dias, 2020; Oliveira, 2020).

A distinção entre intangibilidade e ativo intangível é essencial. Intangibilidade pode ser vista como um ativo latente, não contabilizado por não atender aos critérios do CPC 04 (Mello et al., 2018; Sharma, 2019), mas que impacta diretamente o desempenho financeiro e a competitividade da empresa. A dificuldade de mensuração gera desafios para gestores e analistas, podendo levar à subestimação do valor desses ativos (Bagna et al., 2024; Alberto et al., 2023; Lev et al., 2021).

Kayo et al. (2006) destacam a complexidade da intangibilidade, especialmente em serviços, influenciada por experiência do cliente, qualidade do serviço, marca e cultura organizacional. Vasconcellos (2021) reforça que a valorização desses ativos envolve incertezas, pois estimativas de retorno futuro dependem de fatores imprevisíveis, como flutuações de mercado e inovações tecnológicas (Elkemali, 2024).

2.2 Intangibilidade e apoio do Estado nas empresas

A aquisição de ativos intangíveis demanda investimentos significativos, com longo período de maturação para retorno, o que pode ser inviável para empresas menores ou com restrições financeiras (Vasconcellos, 2021). Estudos no Brasil indicam variações setoriais na intangibilidade, com evidências mistas quanto ao desempenho superior (Nascimento et al., 2012; Barcelos et al., 2011; Medrado et al., 2016). O BNDES oferece linhas de financiamento específicas para inovação e tecnologia, permitindo que empresas superem barreiras de capital e invistam em ativos intangíveis que promovem competitividade e criação de valor (Alves, 2010; Buenos, 2014). O banco contribui para modernização, expansão de mercados e fortalecimento da capacidade produtiva (Sanches, 2014; Eclache, 2021; Barbosa, 2016).

Hipótese 1 (H1): Existe relação positiva entre financiamento do BNDES e o grau de intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto.

2.3 Intangibilidade em empresas privadas e públicas

O Grau de Intangibilidade (GI) reflete a intensidade com que ativos intangíveis contribuem para geração de valor e desempenho empresarial. Empresas com maior proporção de ativos intangíveis apresentam maior capacidade de inovação e

vantagem competitiva (Nascimento, 2012; Pinto, 2021; Bontis, 1998; Sveiby, 1997; Stefano, 2014; Gomes et al., 2020; Oliveira et al., 2018).

A literatura recente evidencia crescente demanda por inovação, tecnologia e desenvolvimento, tanto em empresas privadas quanto na esfera estatal (Carvalho, 2024; Miles & Covin, 2000; Brown, 2011; Etzkowitz, 2017; Lopes & Carvalho, 2024; Sprenger et al., 2017). A presença estatal ocorre via empresas públicas (SOEs) ou parcerias público-privadas (PPPs), atuando como fomento para cobrir falhas de mercado (Paeleman, 2024; Meirelles, 2010).

SOEs têm controle estatal direto, garantindo serviços essenciais e função social, enquanto POEs são orientadas por lucro e competitividade (Niebuhr, 2020; Bresser, 2022; Baquer, 1991; Da Silva, 2011). Horta (2019) destaca que essa distinção influencia a gestão de intangibilidade, pois objetivos e prioridades diferem: lucro e diferenciação competitiva na iniciativa privada versus bem-estar social e prestação de contas no setor público (Carvalho, 2010; Borges, 2022).

Empresas privadas tendem a investir mais em ativos intangíveis, devido à maior flexibilidade e autonomia estratégica, promovendo inovação, diferenciação competitiva e aumento do valor de mercado (Hohn, 2021; Gomes, 2020; Dos Santos et al., 2022).

Hipótese 2 (H2): A predominância de propriedade privada tem efeito positivo sobre o grau de intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto.

2.4 Papel do BNDES e acesso ao crédito

A RBV evidencia que recursos e competências únicas sustentam vantagens competitivas (Sanches, 2013), incentivando estratégias inovadoras (Hohn, 2021; Zegarra, 2006). A estrutura de propriedade influencia a alocação de recursos e investimentos em ativos intangíveis, podendo gerar conflitos entre acionistas, especialmente entre SOEs e POEs (Paeleman, 2024).

Governos como acionistas podem melhorar acesso ao crédito, reduzindo percepção de risco e oferecendo melhores condições de financiamento (Brey et al., 2014; Kayo, 2015; Chen et al., 2021). O BNDES compartilha recursos com bancos privados, fortalecendo a atuação do Estado em ambos os setores (Eclache, 2021).

Originalmente, bancos de investimento apoiavam empresas com elevado potencial tecnológico, muitas com capital público (Gomes, 2021; Guo, 2021; Najberg, 2002; Barboza, 2018; Torres, 2012). Hoje, favorecem também empresas privadas, reduzindo incertezas na alocação em ativos intangíveis (Albert et al., 2023).

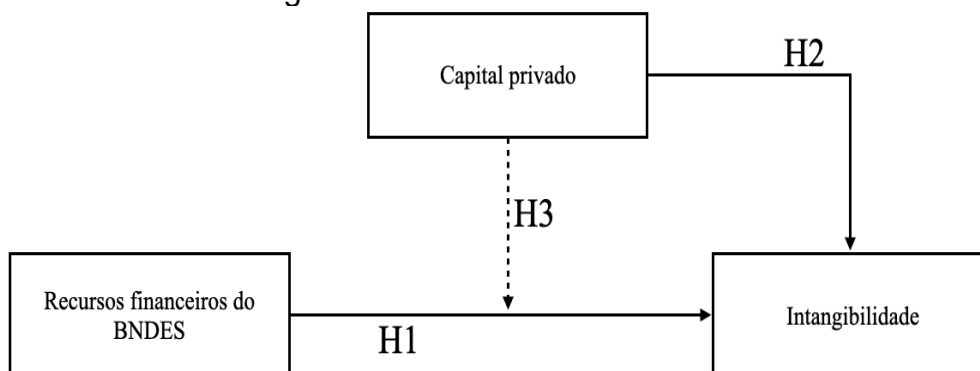
Hipótese 3 (H3): A predominância de propriedade privada modera positivamente a relação entre financiamento do BNDES e grau de intangibilidade das empresas brasileiras de capital aberto.

2.5 Modelo conceitual

Os desembolsos financeiros do Estado, por meio do BNDES, impulsionam a economia das empresas brasileiras ao possibilitar a aquisição de ativos valiosos, conforme a RBV (Fama, 1970; Hohn, 2021; Sanches, 2013). Essa estratégia oferece diferencial competitivo no mercado, embora envolva riscos aos acionistas, devido aos altos investimentos e à incerteza na obtenção de ativos intangíveis (Alberto et al., 2023; Barbosa, 2018).

A literatura destaca que a estrutura de propriedade influencia o acesso a capital público e a gestão de incertezas na aquisição desses recursos (Lazzarini et al., 2015). Nesse sentido, os investimentos do BNDES fortalecem a competitividade das instituições e podem aumentar o grau de intangibilidade, promovendo conhecimento e inovação. Os efeitos desses desembolsos variam conforme a natureza da empresa.

Figura 1- Modelo teórico conceitual.



Fonte: Elaborado pela autora (2025).

3 METODOLOGIA

Este estudo adota uma abordagem quantitativa, descritiva-explicativa, utilizando análise por regressão em painel. A vertente descritiva busca caracterizar o grupo em estudo e estabelecer conexões entre as variáveis, enquanto a explicativa investiga a natureza dessas relações (Gil, 2002). Essa combinação permite uma análise abrangente, detalhando variáveis e explorando relações causais.

Foram utilizados dados secundários por meio de pesquisa bibliográfica e documental. A pesquisa bibliográfica proporciona acesso ao conhecimento acumulado em artigos, livros, dissertações e teses (Marconi & Lakatos, 2005). A pesquisa documental envolveu análise das demonstrações financeiras anuais, obtidas na base Economática®, referentes ao período de 2008 a 2023.

A amostra inicial compreendeu 2.297 empresas que receberam desembolsos do BNDES via programas FINEM e FINAME. Após exclusão de empresas não listadas na Bovespa, inativas e instituições financeiras, a amostra final consistiu em 108 empresas. A série histórica de 16 anos justifica-se pelo caráter de médio e longo prazo dos desembolsos, permitindo a construção de um painel de dados robusto.

Os dados financeiros foram coletados na Economática, enquanto os desembolsos do BNDES foram obtidos nos relatórios oficiais do banco, permitindo o cruzamento e a montagem do painel das 108 empresas selecionadas.

3.1 Descrição das variáveis

O grau de intangibilidade (GI) das empresas foi mensurado pela proporção entre ativos intangíveis e o valor total dos ativos, conforme

Joseph et al. (2018). Calculado pela fórmula $(\text{Ativo Intangível} / \text{Valor Total dos Ativos}) \times 100$, o GI quantifica a participação dos ativos intangíveis no patrimônio das empresas. Essa variável é utilizada como dependente, enquanto o desempenho financeiro atua como variável independente. As demais variáveis estão apresentadas

na Tabela 1.

Tabela 1 – Variáveis do modelo.

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

Fonte: Elaborado pela Autora (2025).

Para analisar a influência do financiamento do BNDES e da propriedade estatal sobre o grau de intangibilidade, utilizamos os desembolsos dos programas FINEM e FINAME como variáveis independentes e uma dummy para a natureza jurídica (1 = privada; 0 = pública), avaliando também a interação com a propriedade estatal (Lazzarini et al., 2015). Como controles, incluímos EBIT e idade da empresa. O EBIT, diferença entre receita operacional líquida e despesas operacionais, indica a capacidade de investir em ativos intangíveis (Santos, 2012). A idade reflete acúmulo de conhecimento e experiência, embora empresas maduras possam ter dificuldade de adaptação (Wang et al., 2012; Marion, 2015). O desempenho financeiro foi medido pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), que relaciona lucro líquido ao patrimônio e avalia a eficiência em gerar retornos para acionistas, considerando a estrutura de capital (Ross, Westerfield & Jordan, 2015; Lima *et al.*, 2013).

3.2 Modelo Econométrico

Dada a natureza longitudinal dos dados, utilizou-se regressão em painel, técnica adequada para controlar efeitos individuais invariantes no tempo e capturar a dinâmica temporal das variáveis (Fávero & Belfiore, 2017). O modelo relaciona o grau de intangibilidade (GI_{it}) às variáveis explicativas: BNDES_{it}, que mede o impacto do financiamento do BNDES; POE_{it}, dummy para empresas privadas; e a interação BNDES_{it} × POE_{it}, que avalia se o efeito do financiamento difere para empresas

privadas. Incluem-se variáveis de controle (β_n), como ROE, idade da empresa (Age) e EBIT, e o termo de erro $\varepsilon_{i,t}$:

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

Espera-se que β_1 positivo e significativo indique impacto do BNDES sobre o GI, e β_3 significativo sugira que esse efeito varia conforme a propriedade da empresa. As variáveis de controle isolam esses efeitos, garantindo maior robustez na análise.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Análise descritiva

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

Tabela 2: Matriz de correlação

Variáveis	Média	Desvio	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) INTG	158775	192830	1.0000					
(2) BNDES	881307	323519	-0.1092*	1.0000				
(3) POE	908256	288745	0.1037*	-0.0368	1.0000			
(4) ROE	5.79166	155.604	0.0375	-0.0164	-0.0113	1.0000		
(5) EBIT	-8.976	990.575	-0.0009	-0.0005	-0.0081	-0.0380	1.000	
(6) IDADE	357853	878737	0.0421	0.2209***	-0.0638	-0.0146	-0.0070	1.000

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

Fonte: Elaborado pela Autora (2025).

A matriz de correlação revelou relações significativas: BNDES apresenta correlação negativa com INTG ($p < 0,1$), sugerindo que maior financiamento público pode associar-se a menores investimentos em ativos intangíveis; a dummy POE correlaciona-se positivamente com INTG ($p < 0,1$), indicando que empresas privadas investem mais em intangíveis; e BNDES e idade mostram correlação positiva altamente significativa ($p < 0,01$), indicando que empresas mais antigas têm maior envolvimento com o BNDES. Esses achados apontam a influência da propriedade e do financiamento público sobre a intangibilidade.

O teste VIF indicou média de 1,04, abaixo do limite de 10, mostrando ausência de multicolinearidade (Hair et al., 2010). O teste de Wooldridge rejeitou a ausência de autocorrelação ($F(1,102) = 138,397$; $p < 0,01$), evidenciando dependência serial nos resíduos, exigindo erros padrão robustos. O teste de Wald confirmou heterocedasticidade ($p < 0,001$), reforçando a necessidade de correções.

Para estimativa, utilizou-se o Feasible Generalized Least Squares (FGLS), adequado para amostras com $N > T$ e capaz de corrigir autocorrelação e

heterocedasticidade (Menke, 2015). O modelo 1 inclui apenas variáveis de controle; modelo 2, o efeito do BNDES; modelo 3, o capital intangível; e modelo 4, a interação entre intangíveis e capital privado sobre o GI. A Tabela 3 apresenta as estimativas FGLS.

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

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
BNDES		-0.200**		-0.114***
		(0.008)		(0.035)
POE			0.124***	0.024
			(0.017)	(0.029)
POE X BNDES				0.096***
				(0.036)
ROE	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
EBIT	-0.000	-0.000	0.000	0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
IDADE	0.225***	0.022***	0.017***	0.000***
	(0.005)	(0.004)	(0.005)	(0.004)
SALES	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
SIZE	-0.000	-0.000	-0.000	0.003
	(0.001)	(0.001)	(0.000)	(0.001)
Efeito do tempo	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído
Número de observações	1,210	1,210	1,210	1,210
Número de empresas	105	105	105	105
Prob > chi2	430.20**	42.03**	75.77***	1407.39***

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

Fonte: Elaborada pela autora, (2025).

O Modelo 1 indica que o financiamento do BNDES impacta negativamente o grau de intangibilidade das empresas, sugerindo que, no curto prazo, o apoio público pode associar-se à menor acumulação de ativos intangíveis. A idade da empresa apresentou efeito positivo e altamente significativo ($p < 1\%$), evidenciando que empresas mais maduras desenvolvem melhor seus ativos intangíveis.

No Modelo 2, considerando a distinção entre públicas e privadas, o efeito negativo do BNDES (-0,200**) permanece, reforçando que recursos isolados do banco podem reduzir a acumulação de intangíveis. O Modelo 3 incluiu a dummy POE, cujo coeficiente positivo e significativo (0,124***) mostra que empresas privadas possuem maior intangibilidade, confirmando que, mesmo com efeito negativo do BNDES, empresas privadas tendem a investir mais em inovação, P&D e ativos estratégicos.

O Modelo 4 manteve o efeito negativo do BNDES (-0,114***) e um coeficiente positivo para POE (0,024), indicando que propriedade privada está associada a maior intangibilidade. A interação POE $\times$ BNDES apresentou efeito positivo e significativo (0,096***), mostrando que o impacto negativo do financiamento público é atenuado em empresas privadas, potencializando seu investimento em intangíveis. Assim, confirma-se que a propriedade privada modera positivamente a relação entre financiamento estatal e intangibilidade (Hipótese 3). As variáveis de controle se mantiveram consistentes, com destaque para a idade da empresa. O teste global de significância ($\text{Prob} > \chi^2$) apresentou alta robustez, especialmente no Modelo 4 ($\chi^2 = 1407,39^{***}$). O Quadro 1 resume as hipóteses testadas e seus níveis de significância.

Quadro 1 – Resultados das hipóteses.

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

Fonte: Elaborada pela autora (2025).

No contexto de competitividade e inovação, empresas enfrentam desafios para garantir sucesso e sustentabilidade. Yang et al. (2025) destacam que a intervenção governamental via acionistas estatais influencia a adoção de inovações. POEs se destacam frente às SOEs por sua maior agilidade e capacidade de inovar (Gomes, 2021), aproveitando melhor os recursos do BNDES voltados à intangibilidade. Já as

SOEs, focadas na função social, priorizam objetivos políticos e sociais, limitando inovação e eficiência devido à burocracia e múltiplos interesses.

O BNDES, por meio dos programas FINEM e FINAME, impacta positivamente o capital intangível das POEs, promovendo aquisição de recursos estratégicos (Dos Santos, 2022; Sprenger, 2017; Oliveira, 2020). A RBV evidencia que a gestão integrada de ativos intangíveis confere vantagem competitiva duradoura (Helfat, 2023). Contudo, o efeito não se repete nas SOEs, possivelmente devido à divergência de prioridades (Hermanto, 2021; Barbosa, 2023; Souza, 2024). Favro e Alves (2021) mostram que o crédito do BNDES contribui para criação de empregos, reforçando seu papel de indutor de desenvolvimento. Sena (2016) observa que empresas privadas com conexões políticas investem mais em intangíveis, aproveitando melhor os recursos estratégicos.

Lazzarini (2015) evidencia que SOEs e empresas politicamente conectadas podem ter desempenho inferior a POEs devido à burocracia e falta de incentivos à inovação. Escândalos e má gestão levaram à privatização, visando maior eficiência, transparência e estímulo à inovação. A RBV reforça que inovação e diferenciação são essenciais; POEs investem melhor em novos processos e tecnologias, enquanto SOEs enfrentam limitações estruturais (Lazzarini, 2023). Ambos os setores possuem méritos e falhas, sendo importante entender as condições que permitem seu funcionamento eficiente e sustentável.

5. CONCLUSÃO

Este estudo analisou como os financiamentos do BNDES influenciam o grau de intangibilidade das empresas e como a estrutura de capital interfere nessa relação. Os resultados indicam que o financiamento do BNDES, isoladamente, não aumenta significativamente a intangibilidade das empresas de capital aberto. Em contrapartida, empresas com capital predominantemente privado investem mais em ativos intangíveis, como inovação, P&D e tecnologia, priorizando a diferenciação competitiva (RBV).

A interação entre propriedade privada e financiamento do BNDES evidencia que empresas privadas utilizam melhor os recursos para incrementar sua intangibilidade, enquanto empresas estatais (SOEs) apresentam menor aproveitamento desses fundos. Isso sugere que fatores como alocação de recursos, prioridades estratégicas e estrutura de gestão influenciam o impacto do apoio governamental.

A pesquisa reconhece limitações, incluindo divergências entre relatórios do BNDES e dados contábeis das empresas, além de transparência parcial das informações financeiras. Estudos futuros devem investigar a relação entre financiamento, endividamento, solvência e incentivos fiscais, especialmente em SOEs, ampliando a amostra e considerando aspectos da Abordagem Trade-Off, como vantagens tributárias associadas ao uso de capital de terceiros.

REFERÊNCIAS

ALBERT, Dança; ADU-AMEYAW, Emmanuel; BOATENG, Agyenim; IYIOLA, Bolaji.; Presença de empresas públicas, oportunidade de crescimento e investimento em ativos intangíveis fixos de empresas privadas do Reino; **Revista de Pesquisa Contábil Aplicada**, v. <https://doi.org/10/10.1108/JAAR-01-2023-0032>.

AZEVEDO, Mário Luiz Neves de. Igualdade e equidade: qual é a medida da justiça social? **Avaliação: Revista da Avaliação da Educação Superior (Campinas)**, [s. l.], v. 18, p. 129-150, 2013.

BAGNA, Emanuel et al. Ativos intangíveis e desempenho da empresa: Os efeitos relativos de ativos reconhecidos e não reconhecidos. **Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity**, v. 10, n. 3, p. 100356, 2024.

BAQUER, Sebastián Martín-Retortillo. Empresas públicas: reflexões do momento atual. **Revista Administração Pública**, nº. 126, pag. 63-132, 1991.

BARBOSA, Ismael et al. A influência das dimensões de governança regional no investimento de ativos intangíveis das empresas brasileiras: uma análise em nível de país. **Revista de Gestão e Secretariado**, v. 14, n. 1, p. 1138-1157, 2023.

BARBOZA, R. D. M., Furtado, M., & Humberto, G. (2018). A atuação histórica do BNDES: O que os dados têm a nos dizer? **Brazilian Journal of Political Economy**, 39(3), 544- 560.

BARBOSA, Luciana; Pinho, Paulo. Estrutura de financiamento das empresas. **Revista de Estudos Económicos**, [s. l.], v. 2, n. 1, p. 1-30, 2016.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

LIN, Yini; WU, Lei-Yu. Explore the role of dynamic capabilities in business performance under the framework of the resource-based view. **Business Research Magazine**, [s. l.], v. 3, pág. 407-413, 2014.

EL, J., Xia, J., & Zajac, EJ (2018). Sobre a dualidade da influência política e econômica

dos stakeholders no desempenho da inovação das empresas: Teoria e evidências de empresas chinesas. **Strategic Management Journal**, 39(1), 193–216.

LOPES, Fernanda Cristina Costa; Carvalho, Luciana. Ativos intangíveis e desempenho empresarial na América Latina. **XLIV Encontro da Anpad**, 2024.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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