



XII Congresso UFPE de Ciências Contábeis

NÍVEL DE INTANGIBILIDADE E VALOR DE MERCADO NAS EMPRESAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES BRASILEIRAS

JOSÉ RICARDO REFORÊDO DA SILVA

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

EMANUELLE PRISCILA DE ALMEIDA PEIXOTO

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

TALITHA TUANE DE ANDRADE SARMENTO

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

PAULO AMILTON MAIA LEITE FILHO

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

Resumo

Os ativos intangíveis são elementos patrimoniais não monetários, identificáveis sem substância física, que representam itens associados a investimentos, conhecimento ou inovação científica e tecnológica. No cenário econômico atual, as empresas têm modelos de negócios cada vez mais voltados para o uso do conhecimento e tecnologias na busca de melhores resultados. Acredita-se, então, que um maior nível de ativos intangíveis pode intensificar a criação de valor das companhias. Considerando esse contexto, o presente estudo buscou analisar a relação entre o nível de intangibilidade e o valor de mercado das empresas familiares e não familiares, listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3), no período que compreende os anos de 2011 a 2017. A amostra final foi composta por 109 entidades familiares e não familiares. Para a análise dos dados, foi utilizado um modelo de regressão linear múltipla com dados em painel não balanceado, sendo a variável dependente o valor de mercado, representado pela *proxy* M/B (*market-to-book*), e a variável de interesse, o nível de intangibilidade, representado pelo quociente entre o valor dos intangíveis e dos ativos totais. Os achados demonstraram uma relação positiva e significativa entre o valor de mercado e o nível de intangibilidade para as empresas, o que atesta as premissas de que o mercado precifica os investimentos em ativos intangíveis, sendo este relevante para a agregação de valor das entidades. No que se refere à estrutura de propriedade, identificou-se uma relação significativa com o valor de mercado. De maneira geral, as evidências aqui encontradas corroboram com os estudos anteriores que apontaram que a geração de riqueza e agregação de valor para as empresas estão cada vez mais atreladas ao ativo intangível.

Palavras-chave: Intangibilidade, Valor de mercado, Empresas familiares.



1 INTRODUÇÃO

Os ativos intangíveis são definidos pelo Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) como aqueles ativos não monetários, mensuráveis e sem substância física. São itens patrimoniais associados aos investimentos, à inovação científica e tecnológica, podendo ser considerados como elementos que colaboram para a criação de valor das companhias (Medrado, Cella, Pereira & Dantas, 2016). Para Brighenti, Chiarello e Rosa (2014) os intangíveis são aqueles com potencialidade de geração de fluxo de serviços, ou com capacidade de direito a benefícios futuros, que estão sob controle da entidade. Kayo, Kimura, Martin e Nakamura (2006) evidenciam que esses ativos são condições de importante diferenciação, com isso corroboram para o alcance de vantagem competitiva por parte das empresas, devido ao fato de possuírem a característica de distinção em relação aos tangíveis.

Com base nesse entendimento, diferentemente dos investimentos em ativos tangíveis, que promovem um retorno aparentemente identificável, sendo acessíveis e precificados no mercado, os intangíveis nem sempre estão disponíveis no mercado, muitas vezes, inclusive, são desenvolvidos com propósitos específicos, para atender determinado objetivo da empresa, cujo retorno nem sempre é de fácil mensuração (Medrado *et al.*, 2016). Dessa forma, a falta de conhecimento do capital intangível compromete o planejamento estratégico da companhia, uma vez que é a partir da informação dos valores dos ativos intangíveis que as empresas podem traçar estratégias adequadas para maximizar o valor da empresa (Antunes & Martins, 2002).

Ao longo dos anos, mudou-se a ótica de importância de geração de riqueza dos ativos tangíveis para os intangíveis. Essa mudança de enfoque foi gerada, principalmente, pelo aumento da concorrência entre as empresas e pelo desenvolvimento da tecnologia da informação, em que pese o fato de que os principais ativos das empresas estão agora sendo relacionados com o capital intelectual (Perez & Famá, 2015). Essa quebra de paradigma obriga as companhias a estreitarem suas margens na busca por qualidade e pela diferenciação quanto à oferta dos seus produtos e serviços, utilizando uma mão de obra qualificada, o *know-how*, as competências dos especialistas, empregados e clientes, além do reconhecimento da marca e da cultura organizacional da empresa para criar, assim, valor e inovação (Gaffuri, Bianchi, Silva & Igarashi, 2017).

Em consonância com a ideia de que uma maior participação em ativos intangíveis na estrutura da empresa está relacionada com uma maior valorização da entidade, estudos como o de Kayo e Famá (2004) afirmam que quando o capital intangível for bem aplicado, o capital tangível irá se beneficiar e, dessa forma, maximizar o valor da companhia, consequentemente, a riqueza do acionista. Diante do contexto, entende-se que o valor econômico de uma companhia é a soma dos ativos tangíveis e intangíveis. Nesse sentido, vale citar inúmeras pesquisas que evidenciam que a geração de riqueza está cada vez mais atrelada ao ativo intangível (Deng, Lev & Narin, 1999; Choi, Kwon & Lobo, 2000; Salamudin, Bakar, Ibrahim & Hassan, 2010; Zago, Mello & Rojo, 2013; Basso, Oliveira, Kimura & Braune, 2015; Perez, Famá, 2015).

No Brasil, houve uma evolução nas pesquisas que envolvem os ativos intangíveis nos últimos anos, em decorrência da obrigatoriedade do registro do grupo de Ativos Intangíveis no Balanço Patrimonial, através da publicação da Lei nº 11.638 (BRASIL, 2007) e da Lei nº 11.941 (BRASIL, 2009). Além disso, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC], em consonância às Normas Internacionais, definiu em 2008 o CPC 04 (com atualização em 2010 – CPC 04 R1), critérios para o reconhecimento e a mensuração dos ativos intangíveis. Apesar do expressivo número de artigos analisando a relação entre os ativos intangíveis e o valor de mercado (Teh, Kayo & Kimura, 2008; Fernandes, Perobelli & Gonçalves, 2014; Oliveira,



XII Congresso UFPE de Ciências Contábeis

Schossler, Campus & Luce, 2014; MEDRADO *et al.*, 2016), não foram encontrados estudos comparando os referidos efeitos em empresas familiares e não familiares.

A esse respeito, vale acrescentar que as empresas familiares são detentoras de um particular processo de gestão e de grande relevância no contexto econômico brasileiro (Simil & Campos, 2014). Além disso, conforme Shyu (2011), as entidades que apresentam participação familiar no capital votante buscam sempre alcançar objetivos convergentes com os interesses familiares, que são, principalmente, a sobrevivência no mercado e a maximização de seu valor a longo prazo. Diante desse aspectos, trabalhos como os de Maury (2006), Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) e Shyu (2011) têm evidenciado um desempenho maior por parte das organizações familiares em relação as não familiares.

Baseado no exposto, em que justifica-se a importância dos ativos intangíveis na agregação de valor para a empresa e, além disso, tendo em vista a relevância das empresas familiares no contexto do mercado brasileiro (Silva & Majluf, 2008), formula-se a seguinte questão norteadora deste estudo: Qual a relação entre o nível de intangibilidade e o valor de mercado das empresas familiares e não familiares listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3)? Assim sendo, o objetivo deste estudo é analisar a relação entre o nível de intangibilidade e o valor de mercado das empresas familiares e não familiares listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3).

Para atingir esse objetivo, foi utilizado um modelo de regressão linear múltipla com dados em painel não balanceado, sendo a variável dependente o valor de mercado, representado pela *proxy* M/B (*market-to-book*) e a variável de interesse o nível de intangibilidade, sendo o quociente entre o valor dos intangíveis e o dos ativos totais. A amostra foi composta por todas as entidades listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3), exceto as instituições financeiras e as que não possuíam dados para todo o período em análise, compreendendo os anos de 2011 a 2017.

Esta pesquisa organiza-se em cinco seções: além desta introdução, que abarca a contextualização e os propósitos da pesquisa, tem-se a segunda seção, abordando o referencial teórico, que inclui uma revisão acerca dos intangíveis e o valor de mercado, e um panorama da literatura relacionado a esta pesquisa. Logo após, apresenta-se a terceira seção, que contém a abordagem metodológica referente a este estudo. Em seguida, é contemplada a análise dos resultados e, por fim, apresentam-se as principais conclusões do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Intangibilidade e Valor de Mercado

As empresas são organismos que, através da combinação de diversos tipos de recursos e bens, desenvolvem suas estratégias de modo a maximizar sua eficiência e eficácia em um mercado dinamizado como o atual. Além de ativos tangíveis, as entidades servem-se cada vez mais dos ativos intangíveis nesse processo. Esses ativos compreendem os direitos a benefícios futuros sem substância física, derivados de processos e práticas organizacionais de inovação, além dos recursos humanos que, em conjunto com os ativos tangíveis, proporcionam crescimento econômico e criação de valor para a empresa (Lev, 2001; Perez & Famá, 2006). Esses ativos consistem em marcas, patentes, franquias, direitos autorais e exploração, *softwares*, licenças, concessões públicas, uma carteira de clientes, *goodwill*, dentre outros.

À disposição das entidades existem, basicamente, os recursos que permitem desenvolver estratégias que melhorem a efetividade e a eficiência para a geração de vantagens competitivas e os recursos vitais para a realização de suas operações. Riahi-Belkaoui (2003) salienta que, geralmente, os recursos operacionais estão relacionados aos ativos tangíveis (maquinário, instalações fabris, propriedades, tecnologias físicas), os quais são facilmente



XII Congresso UFPE de Ciências Contábeis

encontrados no mercado, consequentemente, mensuráveis, transferíveis e substituíveis. Assim, ao contrário dos ativos tangíveis, os intangíveis são únicos quanto as suas características estratégicas. Essa singularidade gera dificuldades em sua mensuração e desenvolvimento, mas que tal característica leva a uma forte posição de destaque por parte de suas detentoras (Reilly & Schweih, 1998), estreitando sua importante relação com o valor das empresas.

Diversos autores corroboram com o fato de que há uma relação crescente entre os ativos intangíveis e a geração de valor e riqueza nas empresas (Lev, 2001; Boulton, Libert & Samek, 2001; Kayo, Teh & Basso, 2006; Kayo *et al.*, 2006; Lauretti, 2011; Perez & Famá, 2015). Kayo, Teh e Basso (2006) argumentam que a partir da década de 80 o valor de mercado das entidades subiu significativamente em relação ao seu valor contábil, justamente em detrimento da evidência dos ativos intangíveis. Ritta e Ensslin (2010) afirmam que tais ativos configuram-se como impulsionadores do ambiente econômico. Além disso, para Low e Kalafut (2003) as decisões por parte dos gestores no ambiente corporativo são tomadas tomando como base os recursos intangíveis.

Conforme Fernandes, Perobelli e Gonçalves (2014), a visão de valor de mercado tem sido, ultimamente, utilizada para avaliação do valor econômico dos intangíveis e dos retornos à inovação. Essa prática emprega, em conjunto, dados da contabilidade das organizações com a sua valorização no mercado. Ainda segundo os autores, o valor de uma empresa, determinado no mercado, é uma função dos fluxos de caixa futuros que a empresa irá gerar a partir dos ativos que ela gerencia.

Nesse contexto, o valor da empresa é estimado, por parte dos investidores, com base nos potenciais retornos dos ativos, sejam eles tangíveis ou intangíveis. Assim sendo, de acordo com Fama (1970), em um cenário de mercados eficientes, o valor da empresa decorre da soma de seus fluxos de caixa descontados. Portanto, a capacidade de investimentos em ativos intangíveis possibilita vantagens competitivas que fortalecem a criação de valor das organizações (Fernandes, Perobelli & Gonçalves, 2014).

É recorrente na literatura a intenção de identificar uma possível relação entre ativos intangíveis e o valor das empresas. Várias linhas de pesquisa têm sido exploradas a respeito dos impactos e influência dos ativos intangíveis, como a criação de valor (Deng, Lev & Narin, 1999; Choi, Kwon & Lobo, 2000; Salamudin *et al.*, 2010; Basso *et al.*, 2015; Teh, Kayo & Kimura, 2008; Fernandes, Perobelli & Gonçalves, 2014; Oliveira *et al.*, 2014; Medrado *et al.*, 2016), endividamento (Bah & Dumontier, 2001; Kayo & Famá, 2004), rentabilidade (Queiroz, 2010; Belém & Marques, 2012; Decker, Ensslin, Reina & Reina, 2013), retorno das ações (Hungarato & Sanches, 2006; Perez & Famá, 2015).

Na próxima subseção, aprofunda-se a discussão referente as principais contribuições de tais estudos.

2.2 Estudos Relacionados

No cenário internacional, a literatura evidencia impactos positivos e consistentes entre o relacionamento dos ativos intangíveis e o valor de mercado das empresas. Deng, Lev e Narin (1999), por exemplo, examinaram a influência de quatro variáveis intangíveis associadas às patentes sobre o valor de mercado de 388 empresas dos Estados Unidos, no período de 1985 a 1995. Os resultados demonstraram haver uma relação estatisticamente significativa entre três das variáveis: as medidas de patentes que refletem o volume da atividade de pesquisa das empresas, o impacto da pesquisa das empresas em inovações subsequentes e a proximidade da pesquisa e desenvolvimento à ciência e a criação de valor.

Choi, Kwon e Lobo (2000), por sua vez, investigaram a associação entre o valor de mercado e o valor dos ativos intangíveis de empresas entre os anos de 1978 a 1994, além das



XII Congresso UFPE de Ciências Contábeis

despesas com amortização. Os resultados indicaram que o mercado responde de maneira positiva aos intangíveis. Ademais, Salamudin *et al.* (2010) investigaram a relação entre ativos intangíveis e valor de mercado das organizações da Malásia, visando observar se elas são consistentes com as descobertas em outros mercados avançados, no período de 2000 a 2006. De maneira semelhante aos estudos em países desenvolvidos, foi encontrada uma tendência positiva no desenvolvimento de ativos intangíveis, bem como sua relação com o valor de mercado na Malásia.

Basso *et al.* (2015) objetivaram analisar a contribuição dos ativos intangíveis na criação de valor das empresas dos Estados Unidos, no período de 2001 a 2010, utilizando a metodologia proposta por Gu e Lev (2003, 2011). Os principais resultados apontaram que as variáveis utilizadas como *proxies* para intangibilidade explicam o valor de mercado e valor abrangente das entidades. Além disso, os autores encontraram que há uma relação positiva e significativa entre o retorno do acionista e os índices de intangibilidade. Os autores concluíram ainda que essa relação positiva das *proxies* de intangibilidade e o valor de mercado é uma solução para o problema da contabilização dos intangíveis no balanço patrimonial.

No Brasil, o estudo de Teh, Kayo e Kimura (2008) teve como objetivo examinar a relação entre ativos intangíveis e o valor de mercado das empresas de capital aberto no mercado brasileiro, com ênfase na análise dos ativos de inovação, especificamente as patentes, e nos ativos de relacionamento, especificamente as marcas. Os autores encontraram que a quantidade de marcas possui relação positiva com as duas *proxies* de valor de mercado das empresas, o *market-to-book* e o Q de Tobin.

Na mesma perspectiva, Fernandes, Perobelli e Gonçalves (2014) estudaram os efeitos das patentes e investimentos em intangíveis no valor de mercado das empresas brasileiras. Constatou-se que o número de patentes tem efeito positivo e significativo no valor da empresa. Os autores compreenderam que este achado pode ser reflexo da mudança de comportamento da firma brasileira, que estão internalizando esforços de P&D. Em contrapartida, os investimentos em ativos intangíveis, de maneira geral, não apresentaram resultados significativos. Os autores sugerem que, no curto prazo, o mercado entende tais investimentos como meras despesas, não afetando o valor de mercado das entidades.

O estudo realizado por Oliveira *et al.* (2014) teve o objetivo de buscar comparar o desempenho e o valor de mercado de empresas com alto e baixo grau de intangibilidade, nas empresas listadas na BM&FBovespa. No estudo, observou-se que o portfólio de empresas com maior proporção de intangibilidade apresentou desempenho superior na grande maioria dos indicadores e períodos avaliados. Para Oliveira *et al.* (2014), este achado constitui mais uma evidência de que os ativos intangíveis são capazes de gerar vantagem competitiva para as suas respectivas organizações no contexto brasileiro.

Ainda no âmbito do mercado de capitais brasileiro, Medrado *et al.* (2016) avaliaram a associação entre o nível de intangibilidade e o valor de mercado das ações das empresas que compõem o índice IBrX 100 da BM&FBovespa, considerando informações trimestrais de 2008 a 2014. Os resultados confirmaram a associação positiva e estatisticamente relevante entre o valor das empresas (*market-to-book*) e o nível de intangibilidade dos ativos. Corroborando com a literatura, tais achados apontaram que maiores investimentos em ativos intangíveis proporcionam uma valorização do preço de mercado da empresa.

Em relação aos estudos mencionados, é notória a preocupação acerca da relação entre os ativos intangíveis e o valor de mercado das organizações, sob abordagens distintas. Considerando o pressuposto de que os ativos intangíveis agregam valor, assim como demonstrado nos resultados apresentados nos trabalhos, em âmbito internacional, Deng, Lev e Narin, (1999), Choi, Kwon e Lobo (2000), Salamudin *et al.* (2010) e Basso *et al.* (2015), além dos estudos nacionais de Teh, Kayo e Kimura (2008), Fernandes, Perobelli e Gonçalves



XII Congresso UFPE de Ciências Contábeis

(2014), Oliveira *et al.* (2014) e Medrado *et al.* (2016), é possível inferir que entidades que acentuam seus investimentos em ativos intangíveis apresentem melhor avaliação pelo mercado, o que deve se refletir no valor de mercado.

A respeito da gestão familiar e a intangibilidade, alguns estudos procuram analisar a relação entre essas variáveis. Destaca-se Brighenti, Chiarello e Rosa (2014) que avaliaram os fatores que influenciam a evidenciação de ativos intangíveis de empresas familiares listadas na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2012. Nesse estudo, Observou-se que quanto maior é a empresa familiar, maior é o índice de evidenciação de ativos intangíveis, melhorando o desempenho dessas empresas. Esses resultados corroboram com os estudos de Maury (2006), Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) e Shyu (2011) que, ao avaliarem a gestão das empresas, observaram um desempenho superior das entidades familiares comparadas as não familiares.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Composição da Amostra e Coleta de Dados

Para a composição da amostra, foram utilizadas as companhias de capital aberto listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3). O período analisado considerou os anos de 2011 a 2017 para os quais foram coletadas as variáveis necessárias para o estudo, descritas na Tabela 1. O período justifica-se pelo fato de a mensuração dos ativos intangíveis no balanço patrimonial se tornar obrigatória por meio das Leis nº 11.638 (BRASIL, 2007) e da Lei nº 11.941 (BRASIL, 2009), cujas diretrizes foram introduzidas, principalmente, pela norma 04 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), com atualização em 2010.

Os dados foram coletados na base de dados *Thomson Reuters Eikon®*. Inicialmente, foram retiradas da amostra todas as instituições financeiras, pelo fato de estas apresentarem características e estrutura contábil diferenciadas das demais, bem como por apresentarem um alto nível de endividamento. Procedeu-se também com a exclusão das entidades que não apresentaram valores para as variáveis valor de mercado e ativo intangível, ou que apresentaram um patrimônio líquido ou resultado do exercício negativos para todo o período em análise.

Para a segregação das entidades, em familiar e não familiar, utilizaram-se como parâmetro os procedimentos adotados por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998). Os autores classificaram as empresas em familiares e não familiares, baseando-se na participação do acionista majoritário no capital da empresa. Nesse sentido, são classificadas como familiares aquelas entidades que, em sua estrutura de governança, apresentam pelo menos um acionista com capital votante de 20% ou mais. Justificam os autores que o uso de 20% dos votos é normalmente o suficiente para se ter o controle efetivo de uma empresa. Assim, após esses procedimentos, a amostra total considerada neste estudo abrange 109 empresas, sendo 78 empresas familiares e 31 para empresas não familiares.

3.2 Definição das Variáveis e Modelo Econométrico

A variável dependente do estudo é o índice *Market-to-book* (M/B), representado pela razão entre o valor de mercado da entidade e o seu patrimônio líquido, sendo utilizado como *proxy* para valor de mercado em diversos estudos anteriores (Lev, 2001; Lauretti, 2011; Medrado *et al.*, 2016). O índice *Market-to-book* (M/B) evidencia a valorização ou a oportunidade de crescimento da empresa. De acordo com Kayo, Teh e Basso (2006), o aumento ou valorização do M/B significa, geralmente, a crescente importância da geração de riqueza propiciada pelos ativos intangíveis. Na Tabela 1, apresentam-se as variáveis



XII Congresso UFPE de Ciências Contábeis

independentes que serão utilizadas no estudo, bem como sua relação esperada com a variável dependente (M/B).

Tabela 1 – Variáveis Independentes

Variável	Sigla	Descrição	Relação esperada	Autores
Nível de Intangibilidade	NI	Ativo Intangível/Ativo Total	+	Choi, Kwon e Lobo (2000); Kayo (2002); Teh, Kayo e Kimura (2008); Lauretti (2011) e Medrado <i>et al.</i> (2016).
Tamanho	TAM	Logaritmo Natural do Ativo Total	+	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) e Medrado <i>et al.</i> (2016).
Crescimento	CRESC	$(AT_t - AT_{t-1}) / (AT_{t-1})$	+	Myers (1977) e Cho e Pucik (2005).
Lucratividade	LUC	EBITDA*/Ativo Total	+	Hasbi (2015) e Medrado <i>et al.</i> (2016).
Endividamento	ENDIV	Dívida financeira/Ativo Total	+	Modigliani e Miller (1963); Hasbi (2015) e Medrado <i>et al.</i> (2016).
Rentabilidade	ROE	Lucro Líquido/Patrimônio Líquido	+	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) e Medrado <i>et al.</i> (2016).
Controle acionário	D_PROP	1 = Familiar 0 = Não Familiar	+	Maury (2006); Martinez, Stöhr e Quiroga (2007); Shyu (2011).

Notas: AT: Ativo total; EBITDA: Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

A variável independente de interesse é representada pelo nível de intangibilidade (NI), em que se espera uma relação positiva com a variável dependente (M/B), tendo em vista a premissa de que os ativos intangíveis agregam valor as empresas (Deng, Lev & Narin, 1999; Choi, Kwon & Lobo, 2000; Salamudin *et al.*, 2010; Basso *et al.*, 2015; Teh, Kayo & Kimura, 2008; Fernandes, Perobelli & Gonçalves, 2014; Oliveira *et al.*, 2014; Medrado *et al.*, 2016). Além disso, espera-se que as empresas familiares apresentem um desempenho superior quando comparadas às não familiares (Maury, 2006; Martínez, Stöhr & Quiroga, 2007; Shyu, 2011). Logo, para representar o controle acionário, introduziu-se a variável categórica D_PROP, que assume o valor de 1 quando a entidade for classificada como familiar e 0 para a não familiar.

Em relação às variáveis de controle incluídas no modelo para capturar os efeitos do M/B, tem-se o tamanho (TAM), o qual é associado positivamente com o valor de mercado (Fama & French, 2001; Medrado *et al.*, 2016). O crescimento dos ativos (CRESC) aponta para a expansão da empresa, além de capturar os componentes do financiamento do investimento da entidade (Cooper, Gulen & Schill, 2008). Esta medida afetaria de forma positiva o valor das empresas, tendo em vista as evidências encontradas nos estudos de Myers (1977) e Cho e Pucik (2005).

A *proxy* para a lucratividade utilizada neste estudo trata-se do quociente entre o EBITDA e ativo total, uma vez que, segundo Santos, Silva, Dias e Ribeiro (2017), esta variável é a que fornece uma medida de natureza operacional, excluindo de seus valores os elementos econômicos e financeiros, devendo ser precificado, positivamente, pelo mercado (Hasbi, 2015; Medrado *et al.*, 2016).



XII Congresso UFPE de Ciências Contábeis

A variável ENDIV consiste no nível de endividamento das empresas. Medrado *et al.* (2016) explica que esta variável representa a capacidade de agregar valor à empresa, a partir da utilização de recursos de terceiros (endividamento), baseado na ideia de risco e retorno, esperando-se uma relação positiva com o valor de mercado (Modigliani & Miller, 1963).

O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) é um indicador financeiro de rentabilidade. As empresas que apresentam um maior retorno sobre o patrimônio líquido são consideradas mais atrativas para os investidores, uma vez que tem maior rentabilidade sobre o capital investido e dessa forma agregam valor. Com isso, é esperado que maiores índices de ROE se relacionem positivamente com o valor de mercado (Fama & French, 2001; DeAngelo, DeAngelo & Stulz, 2006; Medrado *et al.* 2016). Adicionalmente, foram incluídas *dummies* para o ano (D_ANO) e setor (D_SET), de maneira a mitigar distorções referentes às particularidades de cada ano e setor.

Uma vez definidas as variáveis do modelo para determinar a relação entre o valor de mercado e o nível e intangibilidade das empresas familiares e não familiares utilizou-se da regressão linear múltipla com dados em painel não balanceado, que, de acordo com Marques (2000), fornecem maior quantidade de informação, maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação.

$$MB_{it} = \beta_0 + \beta_1 NI_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 LUC_{it} + \beta_5 ENDIV_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 D_PROP_{it} + \sum_j^K D_ANO_{it} + \sum_j^K D_SETOR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que: MB: Índice *market-to-book*; NI: Nível de intangibilidade; TAM: Tamanho; CRESC: Crescimento dos ativos; LUC: Nível de lucratividade; ENDIV: Nível de endividamento; ROE: Retorno sobre o Patrimônio Líquido; D_PROP: *dummy* para controle acionário; D_ANO: *dummy* para setor; e D_SETOR: *dummy* para setor.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS

Primeiramente, realizou-se uma análise descritiva das variáveis utilizadas, como forma de observar o comportamento dos dados. Posteriormente, apresentou-se a análise principal do estudo, que procurou a relação entre o valor de mercado das empresas (representado pelo índice *market-to-book*) e o nível de intangibilidade dos ativos.

A Tabela 2 evidencia a estatística descritiva para a amostra em todo o período analisado. Inicialmente, a variável dependente M/B apresentou a maior variabilidade em todo período analisado, uma vez que seu desvio-padrão demonstrou um valor de 4,01, com média de 3,29. Vale mencionar que quando esse índice apresenta um resultado maior do que 1, significa dizer que o valor de mercado da empresa é superior ao valor contábil. Para Gilio (2010), os ativos intangíveis são os grandes responsáveis pela diferença entre o valor de mercado e o valor contábil das empresas.

Quanto à variável de interesse nível de intangibilidade (NI), sua média apresentou-se em 14,59%, apresentando uma variabilidade de 20,29%. Para uma amostra de empresas que compõem o índice IBrX 100 da BM&FBovespa para os anos de 2008 a 2014, o estudo de Medrado *et al.* (2016) encontrou uma média de 15,9% e variabilidade 20,9%, demonstrando similaridade dos índices de intangibilidade entre as empresas de ambas as pesquisas. Desse modo, tal variabilidade apresentada pelo NI para as entidades demonstra uma estrutura diversificada em tangível e intangível, tendo em vista que as entidades familiares possuem uma gestão distinta das não familiares (Scarpin, Almeida & Machado, 2012).

Na apresentação das estatísticas descritivas sobre o tamanho (TAM), lucratividade (LUC), e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), verificaram-se valores médios de 22,35%, 12,52% e 12,23%, respectivamente, demonstrando sua proximidade com o valor



XII Congresso UFPE de Ciências Contábeis

mediano da distribuição, o que indica uma tendência central para estas variáveis, diferentemente da variável endividamento (ENDIV), que apresentou uma média de 43,64% e uma mediana de 130,52%. Ao analisar as características descritivas do crescimento dos ativos das empresas familiares e não familiares no período estudado, observa-se um alto crescimento, demonstrado pela média de crescimento real de 14,67%. Os valores máximos, possivelmente, podem indicar aquisições e incorporações de intangíveis.

Tabela 2 – Estatística Descritiva

Variável	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
M/B	3,2864	4,0132	1,8924	0,0814	47,7604
NI	0,1459	0,2029	0,0511	0,0001	1,1860
TAM	22,3570	1,4338	22,3573	17,0293	25,5314
CRESC	0,1467	0,3591	0,0799	-0,9501	4,2264
LUC	0,1252	0,0593	0,1173	-0,0447	0,4773
ENDIV	0,4364	0,3226	1,3052	0,0001	16,9014
ROE	0,1223	0,1970	0,1141	-2,1406	1,6757

Legenda: M/B: Índice *market-to-book*; NI: Nível de intangibilidade; TAM: Tamanho; CRESC: Crescimento os ativos; Luc: Nível de lucratividade; ENDIV: Nível de endividamento; ROE: Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Com os dados, verificaram-se os modelos relativos à presença de heterocedasticidade e autocorrelação, através dos testes de Breusch-Pagan e teste de Wooldridge, respectivamente. Além disso, verificou-se a existência de heterocedasticidade e autocorrelação, sendo necessária a estimação pelo modelo robusto de Newey-West. O pressuposto da normalidade foi relaxado, baseado no Teorema do Limite Central (Brooks, 2014). Ademais, o teste *Variance Inflation Factor* (VIF) não evidenciou multicolinearidade dos dados.

Observa-se, inicialmente, que a variável de interesse nível de intangibilidade (NI) apresentou-se positiva e significativa a um nível de 1% para as empresas de uma forma geral, isto é, o nível de intangibilidade é precificado pelo valor de mercado das empresas (Choi, Kwon & Lobo, 2000; Kayo, 2002; Teh, Kayo & Kimura, 2008; Lauretti, 2011; Medrado *et al.*, 2016).

Conforme Fernandes, Perobelli e Gonçalves (2014) a visão de valor de mercado tem sido ultimamente utilizada para a avaliação do valor econômico dos intangíveis. Além disso, a capacidade de investimento em ativos intangíveis possibilita vantagens competitivas, proporcionando criação de valor.

A variável de propriedade acionária apresentou significância estatística, ao nível de 5%. Esse achado demonstra que a forma como a empresa apresenta sua estrutura de propriedade possui capacidade de agregação de valor para estas entidades, o que aliada à gestão dos intangíveis pode tender a uma evolução dessa agregação de valor. Estes resultados assemelham-se os estudos de Maury (2006), Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) e Shyu (2011), que, ao avaliarem a gestão das empresas, observaram um desempenho superior das entidades familiares comparadas as não familiares.

Com relação à variável tamanho, a relação com o valor de mercado apresentou-se positiva e com relevância estatística, conforme os estudos de Fama e French (2001), DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) e Medrado *et al.* (2016). Esse achado pode ter sido em decorrência de que a maior parte da amostra é composta por empresas familiares que, segundo Brighenti, Chiarello e Rosa (2014), quanto maior é a empresa familiar, maior é o índice de evidenciação de ativos intangíveis, decorrendo em uma melhora no desempenho dessas organizações.

A seguir, na Tabela 3, apresentam-se os resultados dos modelos de regressão.



XII Congresso UFPE de Ciências Contábeis

Tabela 3 – Resultados da estimação do modelo de regressão

Painel A – Regressão linear múltipla		
Variável	Coefficiente	Erro padrão
α	-4,6944	3,3369
NI	3,3165	0,8855*
TAM	0,2945	0,1230**
CRESC	0,7752	0,5092
LUC	18,4631	5,6133*
ENDIV	0,0527	0,0511
ROE	4,8557	2,4651**
D_PROP	1,0233	0,4903**
Painel B – Estatísticas testes		
Teste F	9,73*	
Breusch-Pagan ¹	532,96*	
Wooldridge ²	56,27*	
VIF ³	1,18	
Dummy de ano	SIM	
Dummy de setor	SIM	

Notas: M/B: Índice *market-to-book* (valor de mercado dividido pelo valor contábil); NI: Nível de intangibilidade; TAM: Tamanho; CRESC: Crescimento os ativos; LUC: Nível de lucratividade; ENDIV: Nível de endividamento; ROE: Retorno sobre o Patrimônio Líquido; D_PROP: Controle acionário. (*) Significância a 1% (**) Significância a 5% (***) Significância a 10%. ¹ Teste de Breusch-Pagan para heterocedasticidade. ² Teste de Wooldridge para correlação serial de primeira ordem. ³ Teste *Variance Inflation Factor* (VIF) para multicolinearidade. ^a Erro-padrão estimado com correção de Newey-West.

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

O crescimento das entidades, representado pela variável crescimento dos ativos, demonstrou uma relação positiva, mas não estatisticamente significativa, ao contrário do apresentado na literatura (Myers, 1977; Cho & Pucik, 2005). Para Hasbi (2015), o crescimento dos ativos das empresas afetaria a sua lucratividade, o que influenciaria no valor de mercado da entidade. Para o endividamento, a relação também foi positiva e não significativa. Este achado pode ter ocorrido em detrimento de que o benefício envolvendo as decisões de endividamento possuem limites, pelo fato de que a percepção de risco por parte dos credores em relação à empresa pode impactar o custo do capital, conforme o nível de endividamento vai aumentando (Medrado *et al.*, 2016).

No que se refere à proxy de lucratividade, o quociente entre o EBITDA e ativo total, observou-se uma relação positiva e significativa com o valor de mercado. Para Medrado *et al.* (2016), a geração do fluxo operacional é um fator determinante que os investidores valorizam, pois demonstra a capacidade da empresa, dentre outras coisas, produzir resultados e proporcionar a distribuição de dividendos. O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), medida de rentabilidade responsável por medir a capacidade de retorno do valor próprio investido, apresentou uma relação positiva e significativa para as empresas, seguindo o resultado esperado apontado por Fama e French (2001), DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) e Medrado *et al.* (2016).



5 CONCLUSÃO

Os ativos intangíveis consistem em itens patrimoniais não monetários identificáveis sem substância física. São elementos associados a investimentos, conhecimento ou inovação científica e tecnológica que podem ser considerados como itens que colaboram para a criação de valor das companhias. Nesse sentido, este estudo apresentou análise quanto à relação entre o nível de intangibilidade e o valor de mercado nas empresas familiares e não familiares listadas na B3 (Brasil Bolsa Balcão) no período entre 2011 e 2017.

Os achados demonstraram uma relação positiva e significativa a um nível de 1% entre o valor de mercado e o nível de intangibilidade das empresas, o que atesta as premissas de que o mercado precifica os investimentos em ativos intangíveis, sendo este relevante para a agregação de valor das entidades (Salamudin *et al.*, 2010; Basso *et al.*, 2015; Teh, Kayo & Kimura, 2008; Fernandes, Perobelli & Gonçalves, 2014; Oliveira *et al.*, 2014; Medrado *et al.*, 2016).

Assumindo a premissa abordada pelos trabalhos de Maury (2006), Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) e Shyu (2011) que, ao avaliarem a gestão das empresas, observaram um desempenho superior das entidades familiares comparadas às não familiares, neste estudo, houve a identificação de uma relação significativa entre o controle acionário e o valor de mercado das empresas. Resultados semelhantes foram demonstrados nos estudos de Maury (2006), Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) e Shyu (2011) que averiguaram que as empresas familiares apresentaram um desempenho superior quando comparadas às não familiares.

Ademais, quanto às variáveis de controle, observa-se que as estimações demonstraram que o tamanho (TAM), a lucratividade (LUC) e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) apresentaram uma relação significativa, sendo elas determinantes para o valor da empresa (M/B), enquanto as variáveis de crescimento e endividamento não apresentaram valores estatisticamente significantes. Dessa forma, os resultados atestaram e confirmaram a premissa de que os ativos intangíveis como investimentos podem proporcionar a criação de valor para as entidades, reforçando que a estrutura de propriedade da empresa é um fator preponderante na relação entre a intangibilidade e valor de mercado.

Em suma, o estudo contribui para a compreensão do tema por demonstrar a importância de estudar a dinâmica que envolve as entidades familiares para o mercado brasileiro. Além disso, torna-se cada vez mais relevante analisar como o valor de mercado se relaciona com os itens que geram vantagens competitivas sustentáveis para as organizações, como os ativos intangíveis (desenvolvimento de rotinas eficientes, uso de ferramentas tecnológicas adequadas às necessidades do empreendimento, capital intelectual e humano, dentre outros).

REFERÊNCIAS

- Antunes, M. T. P. & Martins, E. (2002). Capital intelectual: verdades e mitos. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 13, n. 29, p. 41-54.
- Bah, R. & Dumontier, P. (2001). R&D intensity and corporate financial policy: Some international evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 28, n. 5- 6, p. 671-692.
- Basso, L. F. C., Oliveira, J. A. S., Kimura, H. & Braune, E. S. (2015) The impact of intangibles on value creation: Comparative analysis of the Gu and Lev methodology for the United States software and hardware sector. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, v. 21, n. 2, p. 73-83.
- Belém, V. C. & Marques, M. de M. (2012). A influência dos ativos intangíveis na rentabilidade do patrimônio líquido das empresas brasileiras. *Anais... São Paulo*. In: XII Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo.



XII Congresso UFPE de Ciências Contábeis

- Boulton, R. S., Libert, B. D. & Samek, S. M. (2001). Cracking the value code. New York: Harper Collings Publishers.
- Brasil. Lei nº 11.638 de 28 de dezembro de 2007. (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. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm>. Acesso em: 29 jul. 2017.
- _____. Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009. (2009). Altera diversos dispositivos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/111941.htm>. Acesso em: 29 jul. 2017.
- Brighenti, J., Chiarello, T. C. & Rosa, F.S. (2014) Divulgação de Ativos Intangíveis: um estudo em empresas familiares listadas na BM&FBovespa. Anais... São Paulo. In: XIV Congresso USP Controladoria e Contabilidade. São Paulo.
- _____. (2014). Divulgação de Ativos Intangíveis: um estudo em empresas familiares listadas na BM&FBovespa. Anais... São Paulo. In: XIV Congresso USP Controladoria e Contabilidade. São Paulo.
- Brooks, C. (2014) Introductory econometrics for finance. Cambridge: Cambridge University Press.
- Cho, H. J. & Pucik, V. (2005). Relationship between innovativeness, quality, growth, profitability, and market value. Strategic Management Journal, v. 26, n. 6, p. 555-575.
- Choi, W. W., Kwon, S. S. & Lobo, G. J. (2000). Market valuation of intangible assets. Journal of Business Research, v. 49, n.1, p. 35-45.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2017). Pronunciamento Técnico CPC 04– Ativo Intangível. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC04_R1.pdf>. Acesso em: 20 jul. 2017.
- Cooper, M. J., Gulen, H. & Schill, M. J. (2008). Asset growth and the cross section of stock returns. Journal of Finance, v. 63, p. 1609-1651.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. Journal of Financial Economics, v. 81, n. 2, p. 227-254.
- Decker, F., Ensslin, S. R., Reina, D. R. M. & Reina, D. (2013). A Relação entre os Ativos Intangíveis e a Rentabilidade das Ações: um estudo com empresas listadas no índice Bovespa. Reuna, v. 18, n. 4, p. 75-92.
- Deng, Z., Lev, B., Narin, F. (1999). Science and technology as predictors of stock performance. Financial Analysts Journal, v. 55, n. 3, p. 20-32.
- FAMA, E. (1970) “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, Journal of Finance, vol. 25, no 2: 383-417.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? Journal of Financial Economics, v. 60, n. 1, p. 3-43.
- Fernandes, G., Perobelli, F. F. C., Gonçalves, E. (2014) Efeitos do investimento em capital intangível e patentes no valor das empresas Brasileiras. Anais... In: XLI Encontro Nacional de Economia. ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia [Brazilian Association of Graduate Programs in Economics].
- Gaffuri, E. L., Bianchi, R., Silva, J. D. & Igarashi, D. C. C. (2017). Intangibilidade em Empresas Inovadoras no Brasil: um estudo com base no Índice Brasil de Inovação. Revista Organizações em Contexto (ROC), vol. 13, n. 26, p. 239-258.
- Gilio, L. (2010). Análise da capacidade explicativa de informações contábeis para o índice *market-to-book* de empresas listadas no Ibovespa. São Paulo. Anais... In: X Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo.



XII Congresso UFPE de Ciências Contábeis

- Gu, F. & Lev, (2003). B. Intangible assets: measurement, drivers, usefulness. Massachusetts: Boston university school of Management accounting, Working Paper.
- _____. & _____. (2011). Intangible assets: measurement, drivers and usefulness. In: scHluMa, G. Managing knowledge, assets and business value creation in organizations: measures and dynamics. New York: IGI Global snippet, p. 110-124.
- Hasbi, H. (2015). Islamic Microfinance Institution: The Capital Structure, Growth, Performance and Value of Firm in Indonesia. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, v. 211, p. 1073-1080.
- Hungarato, A. & Sanches, M. (2006). A Relevância dos Gastos em P&D para o Preço das Ações de Empresas Listadas na Bovespa. São Paulo. Anais... In: XXIV Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica. São Paulo.
- Kayo, E. K. (2002). A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. 110 f. Tese (Doutorado em Administração). Universidade de São Paulo, São Paulo.
- _____. & Famá, R. (2004). A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 39, n. 2, p. 164-176.
- _____, Teh, C. C. & Basso, L. F. C. (2006). Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. *Revista de Administração-RAUSP*, v. 41, n. 2.
- _____, Kimura, H., Martin, D. M. L. & Nakamura, W. T. (2006). Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 10, n. 3, p. 73-90.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1998). Corporate Ownership around the world, Working Paper, SSRN.
- Lauretti, C. M. (2011). A relação entre intangibilidade, desempenho financeiro e desempenho de mercado. 144 f. Tese de Doutorado. Tese (Doutorado em Administração) –Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo.
- Lev, B. (2001). *Intangibles: management, measurement, and reporting*. Washington: Brookings.
- Low, J. & Kalafut, P. C. (2003). *Vantagem invisível: Como os intangíveis conduzem o desempenho da empresa*. Porto Alegre: Bookman.
- Marques, L. D. (2000). Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura. Centro de estudos Macroeconômicos e Previsão, faculdade de Economia do Porto.
- Martínez, J. I., Stöhr, B. S. & Quiroga, B. F. (2007). Family ownership and firm performance: Evidence from public companies in Chile. *Family Business Review*, v. 20, n. 2, p. 83-94.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, v. 12, n. 2, p. 321-341.
- Medrado, F., Cella, G., Pereira, J. V. & Dantas, J. A. (2016). Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 10, n. 28.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, v. 5, pp. 147-175.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, p. 433-443.
- Oliveira, M. O. R., Schossler, D. P., Campus, R. E. & Luce, F. B. (2014). Ativos intangíveis e o desempenho econômico-financeiro: comparação entre os portfólios de empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração da UFSM*, v. 7, n. 4, p. 678-699.
- Perez, M. M. & Famá, R. (2006). Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 17, n. 40, p. 7-24.
- _____. & _____. (2015). Características estratégicas dos ativos intangíveis e o desempenho econômico da empresa. *Unisantia Law and Social Science*, v. 4, n. 2, p. 107-123.



XII Congresso UFPE de Ciências Contábeis

- Queiroz, O. R. (2010). O impacto do crescimento dos gastos em P&D na taxa de crescimento dos lucros das empresas de acordo com modelo OJ: Um estudo no mercado de capitais Brasileiro. São Paulo. Anais... In: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, v. 4, São Paulo.
- Reilly, R. F. & Schweih, R. P. (1998). Valuing intangible assets. New York: McGraw-Hill.
- Riahi-Belkaoui, A. (2003). Intellectual capital and firm performance of US multinational firms: a study of the resource-based and stakeholder views. *Journal of Intellectual Capital*, v. 4, n. 2, p. 215-226.
- 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. São Paulo. Anais... In: X Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo.
- Salamudin, N., Bakar, R., Ibrahim, M. K. & Hassan, F. H. (2010). Intangible assets valuation in the Malaysian capital market. *Journal of Intellectual Capital*, v. 11, n. 3, p. 391-405.
- Santos, E. B. dos, Silva, U. B., Dias, J. M., Filho & Ribeiro, M. A. (2017). Estrutura de Capitais: Grau de Endividamento e EBITDA - Evidências do Mercado Brasileiro. *RIC - Revista de Informação Contábil* - v. 9, n. 4, p. 61-74.
- Scarpin, J. E., Almeida, D. M. & Machado, D. G. (2012). Endividamento e lucratividade: um estudo em empresas familiares e não familiares que compõem o índice ibrx-100 da BM&FBovespa. *Revista Ambiente Contábil*, v. 4, n. 2, p. 93.
- Shyu, J. (2011). Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. *International Journal of Managerial Finance*, v. 7, n. 4, pp. 397-411.
- Silva, F., Majluf, N. (2008). Does family ownership shape performance outcomes? *Journal of Business Research*, v. 61, n. 6, p. 609-614.
- Simil, A. S. & Campos, O. V. (2014). A Gestão Familiar como Fator de Influência do Nível de Disclosure de Ativo Intangíveis. Anais... In: XI Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade. São Paulo.
- Teh, C. C., Kayo, E. K. & Kimura, H. (2008). Marcas, patentes e criação de valor. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 9, n. 1, p. 86-106.
- Zago, C., Mello, G. R. & Rojo, C. A. (2015). Influência dos ativos intangíveis no desempenho das empresas listadas no índice Bovespa. *Revista de Finanças e Contabilidade da Unimep*, v. 2, n. 2, p. 92-107.