

## **ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS DO BNDES SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

**RÔMULA KELI MARINO**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)

**JUCIARA NUNES DE ALCÂNTARA**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)

**MARCO TÚLIO DINALI VIGLIONI**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)

### **Agradecimento à órgão de fomento:**

Nossos agradecimentos à Capes e à Fapemig, pelo apoio financeiro e também à Universidade Federal de Lavras pelo suporte institucional e acadêmico.

# ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS DO BNDES SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

## 1 INTRODUÇÃO

A crescente complexidade do ambiente de negócios, impulsionada pela globalização e intensificação da concorrência, tem exigido das empresas adaptações contínuas e estratégias mais sofisticadas (Guo & Huang, 2024; Hu *et al.*, 2023). Nesse contexto, cresce a importância dos investimentos em ativos intangíveis, como marcas, patentes e know-how, que oferecem vantagem competitiva por serem difíceis de replicar devido à proteção legal e à especificidade desses recursos (Moeller, 2009; Moura, 2014; Albuquerque, 2024). Ao contrário dos ativos tangíveis, os intangíveis possuem características únicas que os tornam praticamente inimitáveis e, por isso, altamente valiosos (De Araújo, 2022).

Essa perspectiva é reforçada pela Teoria da Visão Baseada em Recursos (RBV), que redefine a compreensão da vantagem competitiva ao focar nos recursos internos da empresa (Madhani, 2010). De acordo com essa abordagem, a singularidade, raridade e valor dos recursos organizacionais são os principais impulsionadores do desempenho financeiro superior e sustentável (Fama & Perez, 2006; Teece, 1997). Assim, organizações que conseguem identificar, desenvolver e proteger recursos estratégicos estão mais aptas a manter posições competitivas (Da *et al.*, 2017; Schiavo, 2020; Silva, 2010). No entanto, esses ativos frequentemente exigem investimentos de longo prazo e envolvem riscos elevados, o que dificulta seu financiamento via mercado privado de curto prazo (Copeland, 1991).

Diante disso, o papel dos bancos públicos de desenvolvimento torna-se fundamental para viabilizar investimentos em ativos intangíveis. Nem todas as empresas possuem capacidade de investir nesses ativos, dado o tempo de maturação e os altos custos envolvidos (Viglioni & Calegario, 2021). Experiências internacionais, como a da China, demonstram a relevância da atuação estatal, com o Banco de Desenvolvimento da China (CDB) fornecendo apoio ao setor privado e a projetos de interesse público, fortalecendo a competitividade do país (Lin *et al.*, 2012; Lu, Zhu & Zhang, 2012).

No Brasil, essa função é desempenhada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que desde 1952 apoia empresas públicas e privadas na realização de investimentos estratégicos, inclusive em inovação (Barbosa, 2019; Hermann, 2011). A exemplo de outros países, o apoio governamental à inovação pode ocorrer de forma direta, por meio de financiamento, ou indireta, por incentivos fiscais e ambientes propícios ao empreendedorismo (Amsden, 1989; Armendariz de Aghion, 1999). Dessa forma, os bancos de desenvolvimento se configuram como instrumentos para impulsionar a competitividade empresarial e o desenvolvimento sustentável (Batista, 2016; Guedes, 2018). Ainda assim, pouco se sabe sobre os efeitos concretos da atuação de instituições como o BNDES no desempenho financeiro das empresas, especialmente no que tange aos ativos intangíveis, que demandam maior volume de recursos e tempo de maturação (Viglioni & Calegario, 2021). Torna-se, portanto, relevante investigar de que forma o BNDES influencia a alocação de recursos em ativos intangíveis e, por consequência, o desempenho das empresas no mercado.

Nesse cenário, a incerteza dos investidores em relação aos ativos intangíveis persiste, principalmente devido à dificuldade de avaliação e à menor transparência desses ativos ao longo do tempo, se comparados aos tangíveis (Moreira *et al.*, 2020). Por isso, é fundamental que bancos de desenvolvimento como o BNDES compreendam seu papel no financiamento de ativos que gerem valor tanto para os acionistas quanto para a economia como um todo. Isso leva a investigar como os desembolsos do BNDES influenciam a aquisição de ativos intangíveis e o desempenho financeiro das empresas brasileiras de capital aberto. Portanto, o objetivo desta

pesquisa é, assim, analisar o impacto dos ativos intangíveis e do financiamento do BNDES no desempenho financeiro das empresas listadas na B3.

A relevância do estudo reside na busca por uma compreensão mais clara e integrada entre atuação estatal, desempenho financeiro e a dinâmica dos investimentos intangíveis no Brasil (Sanches, 2013). Alinhado à literatura sobre o papel dos governos em economias em desenvolvimento, como o caso brasileiro (Lazzarini, 2015), este trabalho propõe um enfoque singular ao considerar a atuação do BNDES sobre os investimentos em capital intangível. Socialmente, os ativos intangíveis fornecem dados relevantes para gestores, pesquisadores e formuladores de políticas, favorecendo o desenvolvimento de estratégias inovadoras (Medeiros, 2017). Além disso, os resultados esperados podem ampliar o entendimento nos campos de estratégia, financiamento e ativos intangíveis, beneficiando o mercado acionário brasileiro ao oferecer insumos teóricos e práticos para a tomada de decisão. Para gestores públicos e privados, os achados poderão orientar decisões sobre fontes de financiamento, riscos associados e oportunidades ligadas ao uso estratégico de ativos intangíveis na geração de valor e melhoria do desempenho financeiro.

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

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

Os ativos intangíveis, por serem difíceis de imitar, representam uma fonte de vantagem competitiva sustentável. Arrighetti *et al.*, (2014), menciona que ativos intangíveis como reputação, marcas, patentes e concessões, por sua natureza, apresentam características que os tornam fontes de vantagem competitiva sustentável. Para Stefano (2014), ativos intangíveis não só refletem o esforço contínuo da empresa em buscar regulamentação, inovação e competitividade no mercado, mas também se tornam ferramentas essenciais para sua sustentabilidade e crescimento a longo prazo. Segundo Kaio (2006), os ativos intangíveis ganharam destaque por suas características exclusivas, como raridade e inimitabilidade, que os tornam fundamentais para gerar vantagem competitiva nas negociações de mercado, conforme sugere a RBV. Essa perspectiva estratégica enfatiza os recursos e capacidades internas como principais determinantes do desempenho organizacional, indicando que o sucesso de uma empresa depende não apenas do ambiente externo, mas, sobretudo, de seus ativos únicos e valiosos (Barney, 1991; Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984). Apesar de apresentarem atributos favoráveis à geração de vantagem competitiva, é necessário identificar e classificar adequadamente os ativos intangíveis.

No Brasil, esses ativos inicialmente não eram detalhados na Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976). No entanto, a obrigatoriedade do Demonstrativo do Fluxo de Caixa (DFC) contribuiu para seu reconhecimento contábil. Posteriormente, a Lei nº 11.638/2007 e o Pronunciamento Técnico CPC 04 (em conformidade com a IAS 38) estabeleceram critérios contábeis específicos, promovendo maior clareza e padronização em seu registro. Para atender aos critérios estabelecidos pelo CPC 04 (R1), um ativo intangível precisa ser identificável, controlado pela entidade e capaz de gerar benefícios econômicos futuros. A identidade é garantida se o ativo for separável ou derivado de direitos contratuais ou legais. De acordo com o CPC 04 (R1) (2010, p. 6), um ativo intangível é definido como um ativo não identificável sem substância física. Reforçando, o conceito de ativo intangível que é frequentemente utilizado como sinônimo de recursos intangíveis, intelectuais, invisíveis, sem forma física ou incorporados (Moura *et al.*, 2018; Tsai, Lu & Yen, 2012). Segundo o CPC 04 (R1), o controle de um ativo intangível ocorre quando a entidade tem poder para obter os benefícios econômicos gerados e restringir o acesso de terceiros, incluindo receitas, redução de custos ou outros ganhos (CPC 04, 2010, p. 7-8).

Assim, os ativos intangíveis podem ser internos, como marcas e softwares, ou adquiridos externamente, como licenças, patentes e concessões. Tais definições são fundamentais para entender a relação entre intangíveis e o desempenho financeiro das empresas (Albuquerque Filho, 2024; Carvalho, 2024; De Souza, 2022; Hu et al., 2023; Lipparini, 2020). A literatura apresenta resultados divergentes: enquanto alguns estudos não apontam influência significativa, outros identificam uma relação direta entre ativos intangíveis e o desempenho financeiro, evidenciando seu potencial para impulsionar os resultados empresariais (Aparecida et al., 2021; Dagostini, 2020; De Moura, 2020; Schiavo, 2020).

## 2.2 O Papel do financiamento estatal no Brasil

Os bancos de desenvolvimento (BDs) exercem um papel estratégico no apoio ao crescimento empresarial, seja por meio do fornecimento direto de capital, seja pelo incentivo a investimentos de longo prazo com impacto estrutural (Torres, 2012). Um exemplo notável é o Banco de Desenvolvimento da China (CDB), que, segundo Lu, Zhu e Zhang (2012), atua como instrumento essencial do governo para a disponibilização de recursos financeiros. O CDB se destaca não apenas pelo apoio ao setor privado, mas também pelo financiamento de grandes projetos de infraestrutura e iniciativas de desenvolvimento econômico com interesse público. Essa atuação tem sido decisiva para alavancar o crescimento da China, posicionando o país como uma das principais economias emergentes, graças ao uso estratégico de ativos que fortalecem sua competitividade nos mercados interno e externo (Zhang et al., 2023).

No Chile, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (IDB) e o Banco de Desenvolvimento do CAF são instituições que apoiam o desenvolvimento econômico estimulando a inovação e o desenvolvimento de novos negócios, no Canadá o BDs de Negócios (BDC) se dedica a apoiar pequenas e médias empresas, na Alemanha o KfW é um banco de fomento que apoia o governo federal alemão e projetos de desenvolvimento no exterior assim como o BDs da Coreia (KDB) que foca em promover o crescimento industrial e tecnológico (Xu et al., 2021). No Brasil, o BNDES é uma instituição estabelecida para o desenvolvimento do setor produtivo brasileiro. Lazzarini et al., 2015, destaca que o BNDES é uma instituição que foi concebida para apoiar o processo de industrialização do Brasil. Barboza (2019) e Hermanto (2021), mencionam que o BNDES desempenha um papel central na viabilização de projetos de longo prazo, essenciais para a geração de novos produtos, processos e serviços.

A partir dos anos 2000, especialmente após a crise financeira de 2008, cresceu o interesse pela atuação dos Bancos de Desenvolvimento (BDs). Nesse cenário, o Institute of New Structural Economics (INSE) e a Agence Française de Développement (AFD) desenvolveram uma base de dados sobre o tema, visando suprir a escassez de informações (Xu et al., 2021). Entre 2009 e 2011, o governo federal utilizou o BNDES como instrumento para garantir liquidez, ampliando o crédito público para mitigar os efeitos da retração do crédito privado. Um dos principais mecanismos foi a criação do BNDES PSI em 2009, com foco na aquisição de máquinas e equipamentos nacionais, oferecendo juros fixos e reduzidos (Machado, 2015). Segundo Bonomo et al. (2015), essas políticas contribuíram para a rápida recuperação do mercado de crédito, afetado pela forte retração ocorrida no segundo semestre de 2008, especialmente no financiamento a pequenas e médias empresas. A literatura também destaca que os desembolsos do BNDES foram fundamentais para o desempenho financeiro de diversas companhias (Alves et al., 2018; Medrado et al., 2016).

O BNDES possui diversos programas de alocação de recursos, sendo que os voltados à inovação estão concentrados no BNDES FINEM e no BNDES FINAME. O FINEM financia desde estudos e projetos até a aquisição de equipamentos e capacitação de pessoal, estimulando a criação de novos produtos, processos e modelos de negócio. Esse programa visa à modernização, ao aumento da eficiência e à redução de custos, fortalecendo a competitividade

das empresas no mercado internacional. Já o FINAME é direcionado à aquisição de máquinas, equipamentos e bens de informática e automação, promovendo a modernização do parque industrial, o aumento da produtividade, a geração de empregos e a diversificação econômica, além de reduzir a dependência de importações e melhorar o desempenho financeiro das empresas (BNDES, 2025).

## **2.3 Hipóteses de pesquisa**

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

Carvalho *et al.*, (2010) e Miranda *et al.*, (2015) apontam que, no Brasil, a maior parte das empresas de capital aberto são técnicas em setores que dependem mais de capital tangível do que intangível. Esses estudos destacam que as empresas brasileiras tendem a valorizar mais os ativos tangíveis e realizar investimentos menores em intangíveis, porém os resultados demonstram a importância dos ativos intangíveis para o sucesso das empresas brasileiras. Nesse sentido, Medrado *et al.*, (2016) evidencia em seu estudo com empresas envolvidas no índice da BM&FBovespa entre 2008 e 2014, e observaram uma relação positiva e significativa entre o nível de ativos intangíveis e a valorização das ações.

De Moura *et al.*, (2020) destacam que fatores como o ambiente de negócios e a governança corporativa exercem influência significativa sobre o desempenho financeiro das empresas familiares. Os autores identificaram uma relação positiva entre os ativos intangíveis e o valor dessas empresas de mercado, indicando que organizações com maior intensidade de ativos intangíveis tendem a ser mais valorizadas pelos acionistas. De Souza, (2022) confirma a relação entre ativos intangíveis e desempenho no setor financeiro. Os autores concluíram que, elementos, tais como marcas, patentes e capital humano influenciam positivamente os indicadores financeiros das empresas listadas na B3. Carvalho *et al.*, (2024) demonstraram que, em ambos os países, os ativos intangíveis têm um impacto positivo no desempenho financeiro das empresas selecionadas.

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

**Hipótese 1:** Os ativos intangíveis têm efeito positivo sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras listadas na B3.

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

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

Aparecida *et al.*, (2021) analisam o desempenho financeiro no mercado de debêntures no Brasil, com foco nas transformações ocorridas especialmente após 2017. O estudo destaca a evolução desse mercado, impulsionada pela redução das taxas de juros, pela maior demanda por investimentos seguros e por políticas públicas favoráveis. Em contraponto, Lazzarini *et al.*,

(2015) analisam a relação entre os recursos financeiros do BNDES e o desempenho das empresas brasileiras, argumentando que tais alocações não exercem influência direta sobre os resultados operacionais nem sobre as decisões de investimento das companhias. Embora reconheçam a relevância do BNDES como agente de crédito, os autores destacam que seus recursos não geram efeitos imediatos nas estratégias corporativas.

Barboza *et al.*, (2018) observaram a capacidade do BNDES de se adaptar às demandas e prioridades de diferentes períodos históricos, confirmando sua relevância ao longo do tempo. Guedes (2018) complementa essa visão ao evidenciar a influência positiva do banco no desempenho financeiro das empresas, especialmente por meio do financiamento de projetos voltados à inovação, modernização e expansão das atividades produtivas. Ao preencher lacunas no crédito de longo prazo — negligenciadas pelo setor privado — o BNDES assume um papel estratégico no fomento ao desenvolvimento econômico. Com base no exposto, e nessa discussão podemos propor as seguintes hipóteses:

**Hipótese 2:** Os recursos financeiros do BNDES têm efeito positivo no desempenho financeiro de empresas brasileiras listadas na B3.

Os ativos intangíveis são apresentando como uma potente forma de gerar valor para empresa (Aguiar, 2021; De Moura, 2020; Ferla, 2019; Nascimento, 2012; Ritta, 2018). Isso pode ocorrer aumento o valor financeiro da empresa, uma vez que essas passam a aprimorar e a desenvolver novos produtos (Viglioni & Calegario, 2021). Ferla (2019) amplia a análise ao destacar a importância estratégica dos ativos intangíveis nas empresas latino-americanas. Sua pesquisa identifica uma relação positiva entre esses ativos e indicadores financeiros como ROA e ROE, indicando que o investimento em recursos intangíveis pode gerar retornos significativos. Entretanto, nem todas as empresas conseguem alavancar essa atividade por conta própria.

No entanto, essa relação é influenciada por fatores como o setor de atuação, o contexto nacional e o estágio de maturidade da empresa. Organizações mais consolidadas tendem a apresentar uma estrutura intangível mais robusta, o que se reflete em maior estabilidade e consistência no desempenho financeiro. Carvalho, (2024) contribui para o debate sobre a relevância dos ativos intangíveis na competitividade empresarial e na compreensão das diferenças entre os sistemas empresariais brasileiro e americano. O autor destaca que, quanto maior o investimento nesses ativos, melhor tende a ser o desempenho financeiro e a rentabilidade das empresas, ainda que essa relação seja mais sutil e apresente menos resultados no Brasil. Essa análise reforça a importância dos ativos intangíveis e os possíveis benefícios que podem gerar para o desenvolvimento econômico, onde empresas com mais ativos intangíveis tendem a ser mais lucrativas (De Araújo 2022).

O apoio do Estado no financiamento de atividades envolvendo o capital intangível ainda é uma incógnita, demandando maior análise (Lazzarini *et al.*, 2015). Apesar dessa relação ser discutida em alguns estudos, ainda pouco se sabe sobre como o financiamento do BNDES modera a relação entre os ativos intangíveis e o desempenho financeiro das empresas. Dessa maneira, espera-se que o financiamento do Estado possa impactar positivamente essa relação. Portanto, propomos a seguinte hipótese de pesquisa:

**Hipótese 3:** Os recursos financeiros do BNDES moderam positivamente a relação entre os ativos intangíveis e o desempenho financeiro das empresas listadas na B3.

### 3 METODOLOGIA

A amostra das empresas, neste trabalho é definida a partir dos tomadores de recursos financeiros do BNDES entre os anos de 2008 a 2023. Entre as linhas de crédito analisadas, consideramos o FINEM, que financia desde projetos até capacitação de pessoal, promovendo inovação e modernização, e FINAME, voltado à aquisição de máquinas e equipamentos

(BNDES, 2025). Os dados foram coletados na plataforma do BNDES. Da amostra, foram excluídas instituições financeiras, empresas inativas com registro baixado e aquelas que não estavam listadas na B3. A amostra final considerou apenas empresas ativas que mantinham vínculo tanto com o BNDES quanto com a Bovespa, e ficou composta por 108 empresas pertencentes aos setores público e privado, referente ao período de 2008 a 2023, possibilitando uma análise longitudinal no contexto brasileiro.

### 3.1 Variáveis e especificação do modelo

A variável dependente foi consistir na lucratividade das empresas como indicador de desempenho, representada pelo Retorno sobre Vendas ou *Return on Assets* (ROS), mensurada pela razão entre o lucro operacional líquido e a receita de vendas. Essa métrica fornece uma visão precisa da habilidade da empresa em gerar lucros a partir de suas atividades principais (Borges, 2024). O ROS permite uma comparação objetiva do desempenho financeiro entre empresas que atuam no mesmo setor (Lima *et al.*, 2013). O uso do ROS facilita a avaliação de mercado quanto a identificação de ajustes necessários para aprimorar a eficiência operacional (Andrade, 2006). Portanto, o ROS fornece informações que apoiam a tomada de decisões, permitindo uma compreensão aprofundada do desempenho financeiro empresarial.

As variáveis independentes de investigação são os ativos intangíveis (INTG), como patentes, marcas, capital humano, software e conhecimento especializado — detalhados nos balanços patrimoniais das empresas (Kayo, 2020). Esses investimentos estão associados à busca por vantagem competitiva e inovação (Borges *et al.*, 2024), sendo fundamentais para entender sua influência no desempenho financeiro e na competitividade empresarial.

A segunda variável independente refere-se aos desembolsos financeiros por empresa do BNDES (BNDES) no ano de análise, instituição com papel estratégico no fomento a setores como infraestrutura, inovação e sustentabilidade. Por meio de linhas de crédito e programas específicos, o banco viabiliza investimentos de longo prazo, inclusive em ativos intangíveis (Barboza, 2020). A soma dos aportes desses dois programas compõe a variável de desembolsos financeiros, permitindo avaliar com maior precisão os resultados do apoio estatal no desempenho das empresas brasileiras (Ribeiro, 2022; Silva, 2021).

Foram incluídas variáveis controle que para captar o desempenho financeiro das empresas. O tamanho da empresa (TAM) foi mensurado pelo logaritmo natural do ativo total em milhares de reais. Tamanho é frequentemente associado à existência de economias de escala, capacidade de investimento e eficiência na alocação de recursos (Long *et al.*, 2020). A variável Lucratividade (EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*), foi calculada como a razão entre o lucro operacional e o ativo total. É um indicador relevante da lucratividade operacional, refletindo a eficiência das atividades principais (Santos, 2012). A idade da empresa (IDADE), obtida por meio do logaritmo natural da diferença entre o ano de fundação e o ano-base da análise, expressa a maturidade organizacional, a experiência acumulada e, possivelmente, uma maior capacidade de adaptação às mudanças no ambiente competitivo (Silva, 2024; Long *et al.*, 2020). As informações financeiras foram obtidas na plataforma Economática®.

A Tabela 1 apresenta a descrição completa das variáveis utilizadas no modelo.

Tabela 1 – Variáveis do modelo

Variáveis	Abreviação	Descrição	Sinal	Autores
Desempenho	ROS	Lucro líquido / Receita líquida	+	Silva (2019)
Intangível	INTG	Log natural dos ativos intangíveis da empresa	+	Kaio <i>et al.</i> , (2002)
Financiamento	BNDES	Total de empréstimos realizados pelo BNDES	+	Lazzarini <i>et al.</i> (2015)

Lucratividade	EBIT	Lucro operacional / Ativo total	+/-	Santos (2012)
Tamanho	TAM	Tamanho (log natural Ativo Total)	+/-	Long <i>et al.</i> (2020)
Idade da empresa	IDADE	Logaritmo natural do Ano de fundação –atual	+/-	Long <i>et al.</i> (2020)

Elaborado pela autora.

O modelo geral é representado pela equação especificada a seguir, em que o desempenho financeiro (ROS) é função de variáveis investigativas e explicativas de controle. O capital intangível é indicado por *INTG*, e os financiamentos do BNDES por *BNDES*. O efeito moderador do BNDES sobre o capital intangível é expresso por  $BNDES \times INTG$ . As variáveis de controle incluem alavancagem (*ALV*), idade da empresa (*Age*) e EBIT. O termo  $\varepsilon$  representa o erro da regressão.

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

## 4 RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva

A análise descritiva busca apresentar um panorama inicial das variáveis que compõem o modelo, por meio de medidas como média, desvio padrão e correlação linear. Essa etapa é essencial para compreender a estrutura e o comportamento dos dados, além de fornecer indícios preliminares sobre as relações entre ativos intangíveis, financiamentos do BNDES e desempenho financeiro das empresas. A aplicação da matriz de correlação permite examinar a intensidade e a direção das associações lineares entre as variáveis, além de auxiliar na identificação de possíveis indícios de multicolinearidade, aspecto crucial antes da modelagem econométrica (Hair *et al.*, 2010). A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas e os coeficientes de correlação obtidos.

Tabela 2 - Matriz de correlação

Variáveis	Média	Desvio	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) ROS	73.725	3907.27	1.0000					
(2) INTG	12.447	3.2710	0.0203	1.0000				
(3) BNDES	88130	32351	0.0077***	0.0400**	1.0000			
(4) EBIT	-8.976	990.575	0.2612	0.0038***	-0.0005	1.0000		
(5) IDADE	3.578	87873	-0.0064	0.0279*	0.2209**	0.0153	1.0000	

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

Para garantir a confiabilidade dos dados, foi aplicado o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF), uma técnica estatística amplamente utilizada em análises de regressão para identificar a presença de multicolinearidade entre variáveis independentes. Em nossa análise, o VIF calculado é de 1,77, bem abaixo do limite máximo recomendado de 10 (Hair *et al.*, 2010). O teste de autocorrelação dos erros foi conduzido utilizando o método de Wooldridge (2018). Os testes confirmam a presença de autocorrelação de primeira ordem (10273,420;  $p < 0,000$ ).

Os resultados para o teste de Wald para verificar a heterocedasticidade do modelo em efeitos fixos indicam a presença de heterocedasticidade nos dados,  $p < 0,0000$ . Por fim realizamos o teste de Hausman para determinar o modelo de efeitos fixos (FE) ou o modelo de efeitos aleatórios (RE) a ser utilizado. O modelo RE é preferido ( $P > 0,5235$ ).

## 4.2 Resultados da regressão

Quanto aos resultados, foi selecionado o estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS). A decisão de adotar esse modelo baseia-se em sua eficácia em situações com um número restrito de empresas ( $N < T$ ). O FGLS é recomendado para corrigir problemas de autocorrelação e heterocedasticidade (Menke, 2021). A Tabela 3 apresenta todos os quatro modelos realizados para nossa pesquisa. O modelo 1 descreve apenas o efeito das variáveis de controle no desempenho financeiro da empresa. O modelo 2 indica o efeito do ativo intangível das variáveis de controle, enquanto o modelo 3 capta o efeito do recurso do BNDES e das variáveis de controle. Por fim, o modelo 4 testa o efeito moderador entre ativos intangíveis e apoio do governo sobre o desempenho financeiro da empresa, para assim verificar as hipóteses propostas.

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

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
INTG		-2.853 (13.543)		-45.617 (30.748)
BNDES			185.700** (79.507)	-513.471 (439.293)
BNDES x INTG				49.687* (30.216)
TAM	57.234*** (18.661)	72.222** (28.481)	66.143*** (17.657)	0.74.034** (28.969)
EBIT	0.333 (0.142)	0.339** (0.149)	0.330** (0.140)	0.338** (0.150)
IDADE	-95.334*** (31.889)	-115.246*** (30.072)	-113.722*** (30.340)	-136.901*** (31.691)
Constante	-265.179 (351.461)	-321.030 (372.952)	-503.782 (344.904)	145.886 (562.513)
Efeito do tempo	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído
N. de observações	1,466	1,369	1,466	1,369
N. de empresas	108	108	108	108
Prob > chi2	379.84***	873.60***	586.19***	772.73***

Nota: Significância: \* 10%, \*\* 5% e \*\*\* 1%

Os resultados demonstram as relações entre o desempenho das empresas e as variáveis explicativas analisadas. O Modelo 2 (H1) considera os efeitos dos ativos intangíveis (INTG) sobre o ROS, no qual apresentou um coeficiente negativo e não significativo, portanto nada se pode inferir sobre a hipótese H1. O Modelo 3, examina exclusivamente a relação entre os financiamentos do BNDES e o desempenho das empresas. O coeficiente positivo (0,020) sugere que o BNDES exerce uma influência modesta no aumento do ROS ( $b = 185.700$ ,  $p < 0.05$ ). Isso indica que os desembolsos do BNDES desempenham um papel mais relevante quando analisados em conjunto com investimentos em ativos intangíveis. Dessa forma, a segunda hipótese é confirmada, pois os resultados evidenciam um impacto positivo e significativo do BNDES no desempenho.

O Modelo 4 inclui a interação entre os ativos intangíveis e o financiamento do BNDES, resultando em um coeficiente positivo e significativo a 10% ( $b = 49.687$ ,  $p < 0.10$ ). Esse resultado sugere que a combinação de investimentos em intangíveis e o apoio do BNDES potencializam o desempenho financeiro organizacional. O financiamento direcionado do BNDES pode atuar como um catalisador, viabilizando projetos estratégicos que de outra forma

poderiam não se concretizar devido a restrições orçamentárias. Assim, a relação entre esses fatores parece ser complementar, indicando que as empresas que acessam recursos do BNDES e investem em intangíveis apresentam uma vantagem competitiva no mercado.

O tamanho da empresa (TAM) apresentou coeficientes positivos, indicando uma possível relação entre maior escala e melhor desempenho. O EBIT teve coeficientes positivos em todas as especificações, reforçando sua relevância como indicador de lucratividade. A idade da empresa teve coeficientes baixos e estatisticamente menos expressivos, sugerindo um impacto marginal no desempenho financeiro corporativo.

### 4.3 Teste de Robustez

Para validar a regressão original foi adotado um teste de robustez em que o ROS foi substituído pela Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) com a defasagem em um ano (Bouchmel, 2024). Foi empregado o estimador Two-Stage Least Squares (2SLS) para amenizar problemas de endogeneidade (Albert *et al.*, 2023). A inclusão do ROE busca capturar de uma medida de retorno similar para as relações identificadas no modelo original.

O Modelo 5 avalia os efeitos dos ativos intangíveis (INTG) sobre o ROE, ou seja, não demonstra significância no modelo. No Modelo 6, observa-se uma relação positiva entre os desembolsos do BNDES e o desempenho financeiro das empresas. No Modelo 7, ao incluir a interação entre BNDES e ativos intangíveis, o coeficiente do financiamento ( $b=0.074$ ;  $p < 0.10$ ) evidenciando um efeito positivo. Isso sugere que o crédito do BNDES, aliado a investimentos em intangíveis, contribui para melhor desempenho.

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

Variável	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7
INTG	-4.167 (2.917)		-157.491* (87.636)
BNDES		409.678** (164.205)	-1987.188* (1112.829)
BNDES x INTG			162.535* (89.977)
TAM	9.141 (6.029)	3.220** (2.216)	1.655 (3.969)
EBIT	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.001)
Idade	-4.182 (5.511)	-20.851** (9.741)	-5.558 (6.155)
Constante	-60.157 (40.322)	-367.042** (157.794)	-1929.261* (1082.245)
Efeito do tempo	Incluído	Incluído	Incluído
N. de observações	1,175	1,339	1,243
N. de empresas	108	108	108
Teste endogeneidade	8.703***	9.721***	6.015**
Prob > chi2	87.11***	48.85***	26.36

Nota: Significância: \* 10%, \*\* 5% e \*\*\* 1%

#### 4.4 Discussões dos resultados

Os resultados do estudo indicam que a interação entre o financiamento do BNDES e os investimentos em ativos intangíveis tem um impacto positivo e significativo no desempenho financeiro das empresas. Embora os ativos intangíveis, por si só, não tenham se mostrado determinantes isoladamente para o desempenho, o apoio financeiro direcionado do BNDES atua como um catalisador, viabilizando projetos estratégicos em inovação, tecnologia e capital humano que necessitam de suporte financeiro adequado para gerar retornos expressivos. O BNDES atua como catalisador ao fornecer desembolsos financeiros estratégicos que incentivam investimentos em áreas fundamentais, como tecnologia, pesquisa e desenvolvimento, e capacitação organizacional.

Barboza, (2023) menciona a atuação histórica do BNDES, destacando seu papel fundamental no financiamento do desenvolvimento econômico do Brasil. No nível empresarial, é essencial que as organizações desenvolvam uma governança sólida para a gestão de seus ativos intangíveis, garantindo que os investimentos em inovação, tecnologia e capital humano sejam bem direcionados e convertidos em ganhos de produtividade e competitividade. As empresas devem buscar maior alinhamento entre suas estratégias financeiras e operacionais, aproveitando as oportunidades de financiamento oferecidas pelo BNDES para potencializar seus investimentos e operações. Schiavo, (2020) sugere que um foco estratégico em ativos intangíveis pode ser uma forma de maximizar o valor da empresa, especialmente em mercados que dependem da diferenciação e da inovação.

Do ponto de vista do governo, as políticas públicas devem incentivar o financiamento direcionado à inovação. Aparecida et al. (2021) menciona que embora o financiamento do BNDES possa ser essencial para mitigar restrições financeiras e estimular setores estratégicos, o fortalecimento do mercado de debêntures pode proporcionar mais flexibilidade para que as empresas captem recursos com menores custos e prazos mais longos.

A diversificação das fontes de financiamento pode ser uma estratégia complementar para reduzir a dependência exclusiva do crédito público e ampliar as possibilidades de investimento em inovação. A transparência e a prestação, de contas sobre o uso dos recursos financiados pelo BNDES são fundamentais para garantir que esses investimentos sejam utilizados de maneira eficaz. Isso aumenta a confiança dos investidores e stakeholders, criando um ambiente mais favorável ao crescimento sustentável.

#### 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O efeito Estado, por meio do BNDES, tem se mostrado essencial na promoção de inovação e desenvolvimento econômico. Este estudo verificou o efeito do BNDES, através dos programas FINEM e FINAME sobre os ativos intangíveis e o desempenho financeiro de empresas brasileiras, evidenciando que o capital intangível, quando impulsionado pelo suporte governamental, contribui de forma significativa para a melhoria da performance organizacional. Essa dinâmica reflete a importância de políticas públicas que integram recursos financeiros e estímulos à inovação como um meio de fortalecer a competitividade.

A interação entre BNDES e intangíveis permite que as empresas estruturem, coordenem e aloquem seus recursos de maneira mais eficiente. Essa dinâmica contribui para a construção de uma vantagem competitiva sustentável, alinhada aos pressupostos da RBV, que enfatiza a importância dos recursos internos das organizações como base para o desempenho superior no mercado. Além disso, o apoio do BNDES no financiamento de ativos intangíveis amplia a capacidade das empresas de responderem de forma ágil e adaptativa às mudanças do ambiente competitivo. Dessa maneira, o financiamento direcionado aos intangíveis funciona como um

mecanismo estratégico que reforça barreiras à imitação, sustenta diferenciações no mercado e, conseqüentemente, contribui para a perenidade da vantagem competitiva.

Para estudos futuros, é essencial investigar a relação entre os desembolsos financeiros, o grau de intangibilidade e a participação de empresas públicas e privadas na aplicação desses recursos. É importante ampliar a amostra para empresas estatais para avaliar se a propriedade estatal proporciona vantagens adicionais na alocação de recursos. Enquanto as empresas privadas frequentemente utilizam os desembolsos para financiar inovação, modernização produtiva e expansão, há discussões na literatura e no debate público sobre a possibilidade de empresas públicas usufruírem de privilégios institucionais. Esse cenário levanta questionamentos sobre a equidade e a eficiência na alocação dos recursos públicos e a capacidade inovadora e crescimento dessas empresas, demandando análises futuras.

## REFERÊNCIAS

AGUIAR, Gabriel de Almeida *et al.*, Análise da influência dos ativos intangíveis no desempenho financeiro das empresas brasileiras. **Revista de Administração da UFSM**, [s. l.], v. 14, p. 907-931, 2021.

ALABDULLAH, TTY, "The Relationship Between Ownership Structure and Company Financial Performance: Evidence from Jordan", **Benchmarking: An International Journal**, [s. l.], vol. 319-333, doi: 10.1108/BIJ-04-2016-0051, (2018).

ALBUQUERQUE FILHO, Antonio Rodrigues; DE VASCONCELOS, Alessandra Carvalho; DA ROCHA GARCIA, Editinete André. **Análise da relação entre os ativos intangíveis e o disclosure de risco de empresas financeiras da B3**. [s. l.], 18, n. 1, 2024.

ALÉM, Ana Cláudia. **BNDES: papel, desempenho financeiro e desafios para o futuro**. 1997.

ALVES, Patrick; BOTELHO, Davi; FERNANDES, Jessica. Avaliação de impacto dos financiamentos do BNDES sobre as firmas industriais brasileiras no período pós-crise. **JA De Negri, B. C. Araújo & R. Bacette (Orgs.), Financiamento do desenvolvimento no Brasil**, p. 316, 2018.

APARECIDA, Lucas Boareto da; Lazzarini, Sergio Giovanetti; BORTOLUZZO, Adriana Bruscatto. Long-Term Financing: Exploring the Recent Advancement of the Brazilian Debenture Market. **Journal of Contemporary Administration**, [s. l.], v. 26, p. e210076, 2021

ARMENDÁRIZ de Aghion, B. (1999). Development banking. **Journal of Development Economics**, 58, 83–100.

ASSAF NETO, A.; SILVA, C. A. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 2019.

BARBOSA, José Geraldo P.; Gomes, Josir Simeone. An exploratory study of the managerial control of intangible assets and resources in Brazilian companies. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 6, p. 29-48, 2002.

BARBOSA, Luciana; PINHO, Paulo. Corporate Financing Structure. **Revista de Estudos Económicos**, [s. l.], v. 2, n. 1, p. 1-30, 2016.

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

BARBOZA, Ricardo de Menezes *et al.*, **O que aprendemos sobre o BNDES?**. 2020.

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

BARNEY, JB (1991). Recursos firmes e vantagem competitiva sustentada. **Revista de**

**Gestão**, [s. l.], v.17(1), 99-120

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

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

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

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

BRASIL. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. (BNDES). **Relatório Anual 2022**. Rio de Janeiro: BNDES, 2023 2024.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DA, Michael Samir *et al.*, ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA RESOURCE BASED VIEW (RBV) NO DESEMPENHO FINANCEIRO/ORGANIZACIONAL. **RDE-Revista de Desenvolvimento Econômico**, [s. l.], v. 1, n. 36, 2017.

DAGOSTINI, Luciane; DA ROSA DIONIZIO, Cristiane Lins; MUSIAL, Nayane Thais Krespi. Evidenciação dos ativos intangíveis das empresas listadas no novo mercado da B3 em

conformidade com CPC 04 (R1). **Revista Gestão Organizacional**, [s. l.], v. 13, n. 2, p. 142-161, 2020.

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

DE AGHION, Beatriz Armendariz. Development banking. **Journal of Development Economics**, v. 58, n. 1, p. 83-100, 1999.

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

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

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

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

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

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

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

FAMA, E.F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal**

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

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

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

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

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

Guo, L., & Huang, J. (2024). Digital transformation and its impact on corporate performance: A review and research agenda. **Journal of Business Research**, 165, 178-191.

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2010). *Análise multivariada de dados* (6. ed.). Porto Alegre: Bookman.

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

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

Hu, Y., Zhang, Y., & Wang, X. (2023). The impact of digital technologies on financial performance: Evidence from emerging markets. **Financial Management**, 52(4), 1127-1152.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MEDRADO, Franciele *et al.*, Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o

valor de mercado das empresas. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [s. l.], v. 10, n. 28, p. 32-44, 2016.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SABINO, Hugu Soares; DE OLIVEIRA silva, Felipe Eduardo; DE MELO QUEIROZ, Lísia. A bibliometric study of valuation methods in the transfer of technology from patents and other intangible assets. **Journal of Management and Secretariat**, [s. l.], v. 14, n. 12, p. 20949-20967, 2023.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

VIGLIONI, M.T.D., & CALEGARIO, C.L.L. (2021). How firm size moderates the knowledge and affects the innovation performance? Evidence from Brazilian manufacturing firms. **Iberoamerican Journal of Strategic Management**, [s. l.], v. 01–20.

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

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

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