



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E
CONTABILIDADE – FEAAC
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E
CONTROLADORIA - PPAC**

JULIANA FALCÃO ROCHA

**ATIVOS INTANGÍVEIS E GOVERNANÇA CORPORATIVA: *VALUE-RELEVANCE*
NO SETOR DE UTILIDADE PÚBLICA DA B3**

FORTALEZA

2025

JULIANA FALCÃO ROCHA

ATIVOS INTANGÍVEIS E GOVERNANÇA CORPORATIVA: *VALUE-RELEVANCE* NO
SETOR DE UTILIDADE PÚBLICA DA B3

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria. Área de concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. José Glauber Cavalcante dos Santos.

FORTALEZA
2025

JULIANA FALCÃO ROCHA

ATIVOS INTANGÍVEIS E GOVERNANÇA CORPORATIVA: *VALUE-RELEVANCE* NO
SETOR DE UTILIDADE PÚBLICA DA B3

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria. Área de concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. José Glauber Cavalcante dos Santos.

Aprovada em: ____ / ____ / ____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. José Glauber Cavalcante dos Santos (Orientadora)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Paulo Henrique Nobre Parente
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Orleans Silva Martins
Universidade Federal da Paraíba (UFPB)

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

CDD 658

A Deus.
Aos meus pais, Ana e Wagner.
À minha irmã, Luana.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pela oportunidade de realizar o mestrado na Universidade Federal do Ceará, por ter me dado forças durante esse período e por mais uma vez me fazer testemunha do seu imenso amor.

Agradeço aos meus pais, que sempre acreditaram em mim. Obrigada pela compreensão, pelo carinho e pelas orações.

Agradeço à minha irmã pelos auxílios em momentos de sufoco. Peço perdão pela luz do computador e pelo barulho do teclado tarde da noite. Obrigada por escutar minhas reclamações e frustrações, e por me acolher.

Agradeço às minhas amigas, Linda e Victória, que sempre estiveram presentes quando precisei. Obrigada por festejarem comigo cada etapa vencida.

Agradeço ao Professor Dr. José Glauber Cavalcante dos Santos, pela parceria de longos anos. Obrigada por todos os ensinamentos e por acreditar no meu potencial.

Agradeço ao Professor Dr. Paulo Henrique Nobre Parente e ao Professor Dr. Orleans Silva Martins por cada observação enriquecedora feita ao longo das etapas deste trabalho.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é examinar como a *value-relevance* dos ativos intangíveis reconhecidos pelas empresas de capital aberto do setor de utilidade pública é afetada pela qualidade da governança corporativa. A amostra da pesquisa compreende 40 empresas do setor de utilidade pública da B3 (Brasil, Bolsa Balcão). O período utilizado engloba os anos de 2010 a 2023 e o total de observações é de 355. A pesquisa aplica uma variação do modelo de avaliação de Ohlson (1995), tendo como base literaturas anteriores. Os ativos intangíveis foram classificados em “ativos de relacionamento” (AR), “ativos de inovação” (AII) e “ativos estruturais” (AE) e tiveram o *value-relevance* analisado separadamente. Além disso, os contratos de concessão (CC), fundamentais para a execução das atividades das empresas do setor de utilidade pública, também foram analisados individualmente. Para mensurar a qualidade da governança corporativa, foi elaborado o Índice de Governança Corporativa (IGC) das empresas que integram a amostra. Os resultados apontam que os ativos intangíveis são considerados informação relevante para os investidores, se relacionando positivamente com o valor de mercado. No caso das classificações, AR, AII e CC foram apontados como relevantes, porém apenas AR e CC tiveram relação positiva com o valor de mercado, enquanto AI apontou sinal negativo. O IGC se mostrou relevante para os investidores, mas com relacionamento negativo com o valor de mercado. Na interação entre as variáveis, somente os modelos com ativos intangíveis, AR e CC se mostraram estatisticamente significantes e com relação positiva com o valor de mercado. Os modelos com AI e AE que se mostraram significantes, possuem sinal negativo com o valor de mercado. O estudo conclui que a governança corporativa afeta a *value-relevance* dos ativos intangíveis, porém existe um certo nível de boas práticas que é visto positivamente pelos investidores.

Palavras-chave: Ativos intangíveis, governança corporativa, *value-relevance*, utilidade pública

ABSTRACT

The objective of this study is to examine how the value relevance of intangible assets recognized by publicly traded companies in the public utility sector is affected by the quality of corporate governance. The research sample comprises 40 companies from the public utility sector of B3 (Brasil, Bolsa Balcão). The period covered is 2010 to 2023, and the total number of observations is 355. The research applies a variation of the Ohlson (1995) valuation model, based on previous literature. Intangible assets were classified as "relationship assets" (RA), "innovation assets" (AI), and "structural assets" (AE), and their value relevance was analyzed separately. Furthermore, concession contracts (CC), which are fundamental to the execution of the activities of public utility companies, were also analyzed individually. To measure the quality of corporate governance, the Corporate Governance Index (CGI) was developed for the companies in the sample. The results indicate that intangible assets are considered relevant information for investors, positively correlating with market value. Regarding classifications, AR, AI, and CC were identified as relevant, but only AR and CC had a positive relationship with market value, while AI showed a negative sign. The IGC proved relevant to investors, but with a negative relationship with market value. In the interaction between variables, only the models with intangible assets, AR, and CC were statistically significant and positively correlated with market value. The models with AI and AE, which were significant, have a negative sign with market value. The study concludes that corporate governance affects the value relevance of intangible assets, but there is a certain level of best practices that is viewed positively by investors.

Keywords: Intangible assets, corporate governance, value relevance, public utility

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Aspectos que compõem o Índice de Governança Corporativa.....	32
Tabela 2 – Operacionalização do mecanismo de moderação da GC.....	34
Tabela 3 – Modelos correspondentes à moderação da governança corporativa na <i>value-relevance</i> dos ativos intangíveis.....	34
Tabela 4 – Estimativa descritiva das variáveis.....	36
Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis por ano.....	37
Tabela 6 – Resultado da análise do Modelo 1.....	38
Tabela 7 – Resultados da análise dos modelos referentes à hipótese H1.....	39
Tabela 8 – Resultados da análise dos modelos referentes à hipótese H2.....	41
Tabela 9 – Resultados da interação do IGC50 com as variáveis de ativo intangível.....	42
Tabela 10 – Resultados da intervenção do $IGC75_{i,t}$ nas variáveis dos ativos intangíveis...	44
Tabela 11 - Resultados da interação de NM_{it} com as variáveis dos ativos intangíveis.....	46

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES

AE	Ativos estruturais
AII	Ativos de inovação
AR	Ativos de relacionamento
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CC	Contratos de Concessão
CPC	Comitê de Pronunciamento Contábeis
GC	Governança Corporativa
IAS	<i>Intangible Assets (International Financial Reporting Standards)</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGC	Índice de Governança Corporativa
NM	Novo Mercado
OECD	<i>Organization for Economic Co-operation and Development</i>
RBV	<i>Resource-Based View of the firm</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
1.1 Contextualização.....	8
1.2 Problema	10
1.3 Setor de utilidade pública	11
1.4 Objetivos.....	12
1.5 Justificativa	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1 Definição e reconhecimento dos ativos intangíveis.....	14
2.2 Classificação dos ativos intangíveis.....	15
2.3 Ativos intangíveis e valor estratégico.....	16
2.4 Governança Corporativa	17
2.5 <i>Value-Relevance</i>	21
2.6 Estudos anteriores	25
2.7 Desenvolvimento das hipóteses.....	26
3. MÉTODO DA PESQUISA	29
3.1 População e Amostra.....	29
3.2 Coleta dos Dados e Análises.....	29
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	36
4.1 Análise descritiva.....	36
4.2 Relevância dos ativos intangíveis.....	38
4.3 Relevância da governança corporativa.....	41
4.4 Relação moderadora.....	42
4.5 Análise adicional.....	45
4.6 Discussão dos resultados.....	47
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	50
REFERÊNCIAS.....	53

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Com a ascensão da economia do conhecimento, as firmas se tornam cada vez mais dependentes de capital e recursos intangíveis. Lev (2001) explica que o crescente interesse por ativos intangíveis se relaciona com a intensa competição entre as organizações e o avanço no desenvolvimento da tecnologia da informação e inovação. Por intermédio da gestão, as empresas buscam o aumento do impacto positivo de ativos de natureza intangível no crescimento econômico e no seu valor de mercado (Bontempi; Mairesse, 2015; Dosso; Vezzani, 2020; Rabinovich, 2023).

Ativos intangíveis referem-se a ativos de natureza permanente, sem existência física, que estão à disposição e sob controle da entidade, capazes de gerar benefícios futuros e vantagem competitiva para as empresas (Carvalho; Kayo; Martins, 2010; Machado; Famá, 2011; Perez; Famá, 2006). Essa definição está de acordo com a doutrina contábil, uma vez que a norma internacional *IAS 38 – Intangible Assets (International Financial Reporting Standards)* define esses ativos como não monetários, identificáveis, sem substância física, controlados pela entidade e capazes de gerar benefícios futuros.

Esses ativos também poderão contribuir positivamente para a formação dos lucros das entidades e criação de valor (Labidi; Jean François, 2019; Lev, 2001). Isso acontece pois, segundo Perez e Famá (2006), ativos intangíveis possuem características raras e singulares, o que permite a diferenciação da empresa em relação aos concorrentes. Caso a empresa possua recursos específicos, com características que não são facilmente acessadas por outras empresas, de difícil e custosa aquisição ou desenvolvimento por parte de concorrentes, eles podem ser utilizados como fonte de vantagem competitiva sustentável (Barney, 1986; Barney; Hesterly, 2017).

Essa lógica de contribuição dos ativos intangíveis para a economia das empresas tem sustentação nas premissas da Visão Baseada em Recursos (*Resource-Based View of the firm – RBV*), teoria essencial para a gestão estratégica (Dutta, 2015) que indica que diferentes recursos e capacidades que cada empresa possui são o principal motivo das diferenças de desempenho observadas (Carvalho; Prévot; Machado, 2014). Desse modo, a contribuição dos ativos para o alcance de melhores resultados depende da natureza dos mesmos e das capacidades específicas que a empresa possui e desenvolve.

Nesse ponto, considerando-se as características dos ativos intangíveis, e o elevado nível de incerteza que carregam, é esperado que as empresas tenham dificuldades ao evidenciá-los

nas demonstrações contábeis, como efeito, dificuldades também em reportar informações relevantes para o mercado, prejudicando a avaliação da empresa (Oliveira; Rodrigues; Craig, 2010). Por conta disso, apesar de sua importância para o desempenho e competitividade da empresa, os ativos intangíveis, muitas vezes, podem não ser reconhecidos adequadamente ou mesmo de forma completa. Com isso, pode haver disparidade entre informações contábeis e realidade econômica das empresas, afetando a *value-relevance* da informação disponível (Oliveira; Rodrigues; Craig, 2010).

Destarte, considerando-se esses aspectos, a literatura (Gomes; Gonçalves; Tavares, 2020; Medrado *et al.*, 2016; Miranda *et al.*, 2013; Oliveira; Rodrigues; Craig, 2010) tem documentado evidências que suportam a ideia de que ativos intangíveis dispõem de valor informativo incremental para os investidores no mercado, pois o reconhecimento desses ativos está associado positivamente ao valor das empresas.

A informação dispõe de valor informativo se conduzir a uma mudança na avaliação dos investidores sobre a distribuição da probabilidade de retornos futuros, o que provoca alteração no valor de mercado corrente. Tais informações influenciam nas decisões dos seus usuários, uma vez que alteram suas expectativas, correlacionando-se com os fluxos futuros de caixa (Beaver, 1968; Ohlson, 1995; Barth; Beaver; Landsman, 2001).

Sendo maior a qualidade da informação contábil, maior também será a capacidade que ela tem de influenciar na decisão dos investidores (Santos; Botinha; Lemes, 2019). Quando a contabilidade mensura e divulga informações relevantes e significativas para investidores e analistas, como eventos econômicos e seus resultados no patrimônio da empresa, os preços de suas ações podem sofrer influência (Macedo; Machado; Machado, 2013). O impacto que determinada informação contábil tem sobre o preço das ações da empresa se denomina *value-relevance* (Ramos; Lustosa, 2013). Os estudos no campo da *value-relevance* avaliam a relevância da informação contábil através do reflexo dela sobre o valor da empresa (Baboukardos; Rimmel, 2014; Tsalavoutas; Dionysiou, 2014).

Nesse sentido, torna-se importante que haja precisão na mensuração, reconhecimento e divulgação dos ativos intangíveis (Gomes; Gonçalves; Tavares, 2020). A divulgação qualificada de informações sobre intangíveis pode promover melhor avaliação por investidores e analistas quanto ao retorno do investimento. Isso gera ao usuário da informação mais clareza e conhecimento sobre a real situação financeira da entidade (Mota; Brandão; Ponte, 2016).

Essa discussão converge com a crescente preocupação das partes interessadas na divulgação de informações transparentes, exigindo maior comprometimento e alinhamento dos gestores com os objetivos da empresa. Assim, a Governança Corporativa (GC) se tornou

pertinente para suprir essa demanda (Bushman; Smith, 2003). Neste estudo, a GC é definida como conjunto de processos e procedimentos utilizados para supervisionar a gestão executiva das empresas, resguardando, dessa forma, os interesses dos acionistas e reduzindo os problemas de agência (Scalzer; Almeida; Costa, 2008).

Esses problemas ocorrem quando os proprietários (principais) delegam autoridade aos gestores (agentes) para a tomada de decisão em seu nome. Na literatura, presume-se que os indivíduos irão priorizar seu próprio bem-estar (Correia; Amaral, 2008). Com isso, as escolhas do agente podem não atender aos interesses do principal, mas sim dele próprio. Desse modo, os gestores podem acabar se envolvendo com fraudes e atitudes irresponsáveis (Yusuf; Yousaf; Saeed, 2018), conflitos esses relacionados à assimetria de informação.

O mercado pode responder a essa assimetria através da seleção adversa, reduzindo a precificação das ações da empresa, levando, no limite, à gradativa extinção da organização (Silveira, 2022). A adesão a boas práticas de GC pode reduzir a assimetria de informação, dando mais confiança para os acionistas na tomada de decisão (Beest; Braam; Boelens, 2009; Clemente *et al.*, 2014).

Assim, se a GC é bem estabelecida, cria-se uma gestão prudente, geralmente associada à alocação eficaz e eficiente de recursos. Ao cumprir seu papel, a GC conduz à melhoria do desempenho da firma, criação de vantagem competitiva e riqueza sustentável (Agyemang; Aboagye; Ahali, 2013). Além disso, Clemente *et al.* (2014) destacam a GC como propulsora da transparência, facilitando o acesso a informações e aumentando o desempenho dos preços das ações.

As práticas de GC oferecem proteção aos interesses dos múltiplos *stakeholders* contra o comportamento oportunista dos gestores, assegurando maior retorno sobre os investimentos e protegendo o valor da empresa (Srouf, 2005). Comparativamente, pode-se esperar que o preço das ações de empresas com boa GC apresente uma *performance* significativamente superior, reforçando que o mercado recompensa as organizações que adotam os padrões de governança (Bradley, 2003). A contabilidade pode contribuir para a redução da assimetria informacional ao apresentar para os acionistas a verdadeira situação da empresa através das demonstrações financeiras (Rocha *et al.*, 2012). A GC emerge como mecanismo de monitoramento, buscando o alinhamento dos interesses das partes (Yusuf; Yousaf; Saeed, 2018).

1.2 Problema

Considerando-se essa contextualização, e tendo em vista que não foram encontrados trabalhos que investigassem a moderação da governança corporativa na relevância dos ativos

intangíveis, aponta-se a seguinte questão de pesquisa: Como a *value-relevance* dos ativos intangíveis reconhecidos pelas empresas de capital aberto do setor de utilidade pública é afetada pela qualidade da governança corporativa?

1.3 Setor de utilidade pública

O setor de utilidade pública, que engloba empresas de água e saneamento, energia elétrica e gás, possui uma dependência dos ativos intangíveis quanto à execução de suas atividades. Logo, tais ativos possuem potencial de contribuição para o valor da empresa. Além disso, o setor engloba empresas estatais e privadas que, para realizar suas atividades, precisam de contratos de concessão.

Nos anos 1990, com a estabilização da economia, muitas empresas públicas transferiram sua propriedade, total ou parcial para o controle privado (Silva Neto; Santos; Gordiano, 2022). Por ser competência da União a realização de serviços de saneamento básico e energia elétrica, para que uma empresa realize tais serviços, é necessário um contrato de concessão com o poder público (Zittei; Kloeppel; Klann, 2013).

Nesses contratos, o governo autoriza uma empresa, seja ela pública ou privada, a explorar recursos naturais e prestar serviços para a população, por determinado período. Após o fim do contrato, os ativos retornam para o governo (Cruz; Silva; Rodrigues, 2009). A concessão desses serviços públicos acontece mediante licitação na modalidade de concorrência e os editais exigem maiores níveis de transparência. Logo, tais empresas devem evidenciar adequadamente os contratos de concessão em seus ativos intangíveis, utilizando normais específicas do CPC 04 e do ICPC 01 R1 (Zittei; Kloeppel; Klann, 2013).

Um dos objetivos da privatização é a melhoria da gestão dos recursos e prestação de serviços, diminuindo o comportamento oportunista dos gestores e melhorando o bem-estar social. Isso ocorre, pois, empresas privadas sofrem pressão dos acionistas por uma gestão mais eficiente e transparente (Silva Neto; Santos; Gordiano, 2022). Assim, estudar o impacto da privatização na governança das empresas possibilita a discussão das vantagens e desvantagens da concessão de serviços realizados por empresas estatais para empresas privadas. Além disso, os investidores podem analisar se é mais rentável investir em uma empresa privada ou em uma estatal listada na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

1.4 Objetivos

O objetivo geral do trabalho é examinar como a *value-relevance* dos ativos intangíveis reconhecidos pelas empresas de capital aberto do setor de utilidade pública é afetada pela qualidade da governança corporativa. A pesquisa possui como objetivos específicos:

- i) Caracterizar a composição dos ativos intangíveis nas empresas do setor;
- ii) Mensurar a qualidade da governança corporativa;
- iii) Examinar o valor informativo incremental dos ativos intangíveis e da qualidade da governança corporativa;

1.5 Justificativa

Os resultados desta pesquisa produzem contribuições para os usuários da informação contábil, como auxiliar investidores a selecionar empresas em razão da contribuição dos ativos intangíveis para o valor da entidade e indiretamente para o seu desempenho, evidenciando como a governança corporativa pode se manifestar nessa relação. Segundo a literatura, empresas que adotam boas práticas de GC tendem a apresentar maior conformidade com as normas contábeis na divulgação de seus intangíveis (Moura *et al.*, 2014).

Esclarecimentos sobre a natureza dos ativos intangíveis, somadas aos resultados acerca da relevância informacional, devem indicar ou induzir as escolhas dos investidores, considerando-se a participação desses recursos no patrimônio das empresas. Segundo Gomes, Gonçalves e Tavares (2020), análises nesse sentido possibilitam fazer melhores previsões sobre os efeitos dos intangíveis no valor da empresa.

Além disso, os ativos intangíveis são importantes para a compreensão da heterogeneidade do desempenho e avaliação das empresas que, por definição, derivam dos aspectos de raridade e dificuldade de reprodução e aquisição desses ativos pela concorrência (Januário; Alves; Gomes, 2022). Por mais, os ativos intangíveis têm potencial de contribuição para as empresas, por serem parte dos fatores de formação de valor (Haji; Ghazali, 2018; Machado; Galdi, 2023). Devido à sua relação com ganhos potenciais, eles podem atrair investidores, aumentando a liquidez das ações das empresas (Junior Gazzoni *et al.*, 2019; Nichita, 2019).

A justificativa para realização deste estudo também se relaciona com o papel da governança corporativa para o mercado de capitais e gestão das empresas, visto que ela tem como finalidade a melhora do desenvolvimento econômico das organizações e do país, sendo utilizada como ferramenta de controle e proporcionando maior transparência e qualidade para as informações utilizadas na tomada de decisão (Florencio; Batista; Reis, 2020), tornando-as

mais relevantes para o usuário ao refletir com maior fidedignidade a realidade da empresa. Portanto, entender como a governança corporativa é avaliada pelo mercado é uma tarefa necessária, uma vez que seus mecanismos são diversos e atuam de maneira diferente nas empresas (conselho de administração, auditoria, comitês, propriedade etc.).

Além disso, coloca-se como pertinente a observação do potencial efeito da governança na relação de ativos específicos com o valor das empresas, já que a atuação da CG combate desvios de finalidade dos gestores, que podem fazer uso de ativos específicos e estratégicos para esse fim. As boas práticas de GC conduzem a um melhor reconhecimento, mensuração e monitoramento dos ativos intangíveis, contribuindo para o correto cumprimento da regulamentação contábil e para o aumento da qualidade da informação divulgada, tornando-as mais relevantes (Kent; Stewart, 2008).

Em setores estratégicos, como o setor de utilidade pública (Água e saneamento, Energia elétrica e Gás), que fornecem serviços essenciais para a sociedade, a análise dos ativos intangíveis torna-se ainda mais oportuna do ponto de vista prático, considerando-se os aspectos econômico e social, já que empresas desse setor dependem de ativos intangíveis para realizar suas atividades. Ademais, convém estudar o impacto da privatização na governança de empresas do setor de utilidade pública, visto que a privatização visa melhorar a gestão dos recursos, diminuindo o comportamento oportunista dos gestores.

Existem na literatura trabalhos que relacionam os ativos intangíveis com o *value-relevance* (Aulia; Koeswayo; Bede, 2020; Gomes; Gonçalves; Tavares, 2020; Moura *et al.*, 2020; Pacheco; Rover, 2021), a governança com o *value-relevance* (Carreiro *et al.*, 2021; Florencio; Batista; Reis, 2020; Santos; Botinha; Lemes, 2019) e os ativos intangíveis com a governança corporativa (Faria *et al.*, 2020; Lourenço, 2022). Porém, não foram encontrados trabalhos que investigam a moderação da governança na relevância dos ativos intangíveis, caracterizando, assim, uma lacuna de pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Definição e reconhecimento dos ativos intangíveis

No atual ambiente competitivo empresarial, a obtenção de retornos econômicos está ligada à capacidade dos gestores de realizar investimentos que contribuam para a criação de valor das entidades e que sejam de difícil replicação (Madden, 2017). Tais investimentos são caracterizados como ativos intangíveis, que antes eram considerados uma categoria de ativos residuais, mas passaram, em certas ocasiões, a superar os ativos tangíveis na lucratividade das empresas (Gomes; Gonçalves; Tavares, 2020).

Assim, as entidades passaram a investir mais em áreas como conhecimento, informação e pesquisa, o que elevou os ativos intangíveis a um lugar de importância. Além disso, os intangíveis passaram a estar cada vez mais presentes nas atividades das empresas, sejam como objetos de negociação, como no caso das licenças, ou nas atividades operacionais, como no caso dos *softwares* (Dagostini; Dionizio; Musial, 2020).

O ativo intangível, para ser classificado como tal, deve, primeiramente, se enquadrar na condição de ativo. De acordo com a *IAS 38 (International Accounting Standard)* e com o CPC 04 R1 (Comitê de Pronunciamentos Contábeis), um ativo deve ser: identificável, controlado pela organização e capaz de gerar benefícios econômicos futuros. Os intangíveis, para além dessas características, também não possuem natureza física (Machado; Famá, 2011).

Um ativo intangível é identificável quando for possível sua separação. Isso quer dizer que o recurso pode ser dividido da organização e vendido, licenciado, alugado, transferido ou trocado. Ele também é identificável quando for resultado de direitos contratuais ou legais (Oro; Klann, 2015). A segunda condição, o controle, é determinada pelo poder que a entidade possui de obter benefícios econômicos futuros através de tal ativo, além do acesso restrito de terceiros aos mesmos. Por muitas vezes, esse controle se dá através de um direito legal. Por último, os benefícios econômicos futuros estão ligados a geração de receita de vendas, benefícios ou redução de custos que sejam resultado do uso do ativo intangível pela entidade (IAS 38, 2001).

O intangível será reconhecido quando for provável que os benefícios econômicos futuros esperados irão para a entidade e quando o custo do ativo puder ser mensurado de forma confiável. A probabilidade de benefícios econômicos futuros será avaliada por premissas razoáveis que representam a estimativa da entidade (CPC 04 R1, 2011). Segundo o CPC 04 R1 (2011), para mensurar um ativo intangível é preciso avaliar se ele possui a possibilidade de uma estimativa segura, além de definir o método de amortização que será utilizado.

As empresas podem mensurar o ativo intangível pelo método de custo ou, se permitido por lei, pelo método de reavaliação. Para o método de custo, após ser reconhecido, o intangível

deve ser apresentado pelo seu custo, sendo desconsiderado eventual amortização ou perda acumulada. Enquanto pelo método de reavaliação, o ativo intangível, após seu reconhecimento, pode ser apresentado pelo seu valor reavaliado, de acordo com seu valor justo na data da reavaliação (Dagostini; Dionizio; Musial, 2020).

2.2 Classificação dos ativos intangíveis

A classificação dos ativos intangíveis em grupos distintos pode contribuir com um melhor entendimento desses recursos (Kayo; Famá, 2004). A literatura identifica várias classes de ativos intangíveis. Stewart (1998) classifica os intangíveis em capital humano, capital estrutural e capital do cliente. O capital humano reflete uma fonte de inovação e renovação. O capital estrutural funciona como um amplificador do capital humano, permitindo a criação de valor através do seu uso repetitivo. E o capital de cliente é o valor dos relacionamentos que uma empresa possui com as pessoas com as quais faz negócios (Stewart, 1998).

Kayo e Famá (2004) classificam os ativos intangíveis em quatro grupos: ativos humanos (conhecimento, talento, capacidade, habilidade, entre outros), ativos de inovação (pesquisa e desenvolvimento, patentes, fórmulas secretas, entre outros), ativos estruturais (processos, software, banco de dados, sistemas de informação, entre outros) e ativos de relacionamento (marcas, logos, direitos autorais, contratos, entre outros).

Lev (2005), por sua vez, categoriza os intangíveis em quatro diferentes grupos: produtos e serviços, relações com clientes, recursos humanos e capital organizacional. Produtos e serviços intangíveis advêm de processos de pesquisa, desenvolvimento e da aprendizagem da entidade. Esses ativos possuem direitos de propriedade garantidos por patentes e marcas registradas, concedendo ao proprietário desse intangível um monopólio temporário. Os intangíveis de relação com cliente permitem que a entidade cobre preços mais altos que suas concorrentes, ou possua uma quota significativa do mercado. Tais intangíveis são geralmente conhecidos como marcas, que possuem produtos exclusivos e continuamente melhorados, com amplas campanhas promocionais.

Os ativos intangíveis relacionados com recursos humanos incluem políticas e práticas únicas, como sistemas de incentivos e compensação de funcionários e programas de formação de trabalho. Tais políticas melhoram consistentemente a produtividade e reduzem a rotatividade de funcionários. O capital organizacional está relacionado com projetos corporativos e processos de negócios exclusivos que permitem a superação de concorrentes, gerando receitas ou economizando custos (Lev, 2005).

2.3 Ativos intangíveis e valor estratégico

Existem algumas razões pelas quais os ativos intangíveis se tornaram fonte de vantagem competitiva. Primeiro, eles possuem características distintas, além de serem de difícil imitação em comparação com ativos tangíveis, o que faz com que sejam propriedade de uma única organização (Kayo, 2006). Segundo, eles podem ser dimensionados para um número potencialmente infinito de bens e serviços, enquanto, no caso dos ativos tangíveis, a produção é determinada pelo estoque (Rabinovich, 2023). Assim, o valor dos ativos intangíveis vai derivar da capacidade dos mesmos em auxiliar a entidade na implementação de estratégias (Lourenço, 2022).

Esse diferencial competitivo reflete no desempenho da empresa (Carvalho; Kayo; Martins, 2010). Segundo Lev (2001), os ativos intangíveis são os principais responsáveis pela riqueza e crescimento das entidades, já que a remuneração do investimento vinda de ativos tangíveis é normal, na média, enquanto os ativos intangíveis podem trazer retornos acima do normal. Os ativos intangíveis também influenciam positivamente no valor de mercado e no retorno sobre as ações, pois o cliente está disposto a pagar um valor a mais por eles (Oliveira; Rodrigues; Craig, 2010). Além disso, os investidores reconhecem a importância dos ativos intangíveis para a entidade.

A ideia de que os ativos intangíveis contribuem positivamente com o desempenho das organizações tem embasamento nas premissas da Visão Baseada em Recursos (*Resource-Based View of the firm – RBV*), teoria de gestão estratégica que aborda desempenho extraordinários. Segundo Barney e Hesterly (2017), a RBV é um modelo de desempenho que tem como foco os recursos e capacidades que uma empresa dispõe e utiliza como fonte de vantagem competitiva.

Os recursos representam a força da firma (Wernerfelt, 1984) e, segundo Barney e Hesterly (2017), são definidos como ativos, tangíveis e intangíveis, que estão sob o controle da empresa e são utilizados para criar e implementar estratégias. Eles determinam o desempenho e contribuem com uma vantagem competitiva sustentável (Dutta, 2015). Já a capacidade, é definida como um conjunto de recursos que permite o completo aproveitamento de outros recursos controlados pela entidade, que podem ser financeiros, físicos, humanos ou organizacionais (Barney; Hesterly, 2017).

A RBV possui duas premissas básicas: heterogeneidade e imobilidade de recursos. Heterogeneidade de recursos significa que diferentes organizações controlam diferentes recursos e capacidades, ou seja, em determinadas áreas, algumas empresas serão mais competentes para realizar certas atividades do que outras (Barney; Hesterly, 2017). Já imobilidade de recursos (ou mobilidade imperfeita) significa que essas diferenças entre as

empresas podem ser duradouras, pois é dispendioso para a empresa que não possui os mesmos recursos e capacidades, desenvolvê-los ou adquiri-los (Barney; Hesterly, 2017).

São a heterogeneidade e a imobilidade de recursos que irão determinar os diferentes desempenhos e vantagens competitivas (Hayashi Jr *et al.*, 2018). Esses dois pressupostos em conjunto ajudam a explicar a razão de certas empresas superarem outras (Oliveira; Gonçalves, de Paula, 2013). Assim, se uma entidade possui recursos e capacidades raros, que poucas empresas possuem acesso, e de custosa imitação, tal entidade pode obter uma vantagem competitiva sustentável (Barney; Hesterly, 2017).

Para que determinado recurso ou capacidade seja considerado potencial fonte de vantagem competitiva, ele deve atender a quatro critérios: (a) deve ser valioso, podendo ser utilizado para explorar oportunidades de negócios ou neutralizar possíveis ameaças; (b) deve ser raro, sendo controlado apenas por uma pequena porção de empresas; (c) deve ser inimitável, ou seja, de difícil obtenção por outras empresas; e (d) deve ser organizável, ou seja, as políticas e procedimentos da organização devem estar estruturadas para dar suporte à exploração desses recursos e capacidades (Barney, 1986; Barney; Hesterly, 2017). Tais critérios (VRIO) garantem a heterogeneidade entre as empresas e tornam custosa a replicação desses recursos, aumentando esse período de heterogeneidade (Hayashi Jr *et al.*, 2018).

Essas características tornam os ativos intangíveis recursos críticos potenciais, e de acordo com o que foi exposto anteriormente, o reconhecimento de valores relacionados a esses ativos pode ser informação relevante para o mercado e para a tomada de decisão. A vantagem competitiva que vem atrelada às características distintas desses ativos contribui para um melhor desempenho da entidade, influenciando no retorno sobre as ações, mesmo com as dificuldades ainda encontradas pelas empresas em relação às leis sobre reconhecimento, mensuração e evidenciação.

2.4 Governança Corporativa

Segundo Correia e Amaral (2006), a Governança Corporativa (GC) se refere a um conjunto de relações entre a gerência da empresa e/ou o conselho administrativo e demais grupos vinculados diretamente com a entidade, principalmente os proprietários. Essas relações têm como finalidade otimizar o desempenho da organização, aumentando seu valor, e facilitando o acesso ao capital (Terra; Lima, 2006).

Para isso, a GC utiliza mecanismos que buscam alinhar os interesses dos diversos agentes da empresa para gerir o processo decisório de acordo com os interesses da organização e assegurar o retorno dos fornecedores de capital sobre o investimento realizado por eles (Terra;

Lima, 2006; Scalzer; Almeida; Costa, 2008). Esse alinhamento de interesses minimiza os prejuízos causados pelos problemas de agência.

A teoria da agência aborda a existência desses conflitos de interesse, uma vez que ambas as partes, principal e agente, buscam maximizar seus benefícios. A relação é formada quando o principal emprega o agente para a realização de algum serviço, delegando para ele autoridade na tomada de decisão (Correia; Amaral, 2006). Essa relação é regida por contratos, que especificam os direitos e deveres das partes.

A teoria da agência busca discutir qual seria o contrato mais eficiente para manter harmoniosa a relação entre o agente e o principal. Para tanto, leva-se em conta o interesse individual, a racionalidade limitada, a aversão ao risco dos agentes, os conflitos de interesse entre os membros da organização e as informações que ambas as partes têm acesso (Florencio; Batista; Reis, 2020).

Nesse sentido, a GC assume como responsabilidade, perante os acionistas, fazer o monitoramento das atividades da gestão, melhorando, por consequência, o desempenho da empresa e minimizando eventuais conflitos de agência (Nguyen; Kim; Ali, 2024). Logo, é dever da GC garantir que as demonstrações financeiras estejam expressando, com fidedignidade e clareza, a verdadeira situação econômica, financeira e patrimonial da empresa. Isso compreende o conjunto de ativos que a empresa necessita para operar e o conjunto de obrigações assumidas como forma de financiar suas atividades.

Segundo Black *et al.* (2020), dentre os mecanismos de governança, a estrutura do conselho de administração é importante na redução de conflitos de agência e possui impacto positivo no valor de mercado das empresas. Isso se dá pois o conselho de administração monitora o desempenho da empresa ao estabelecer regras para os administradores, melhorando a tomada de decisão e sendo um mecanismo importante do sistema de controle interno (Carvalho; Dal'Bó; Sampaio, 2021). Mecanismos como os incentivos aos administradores também contribuem para o alinhamento de interesses, minimizando os problemas de agência e maximizando o valor dos acionistas (Ribeiro; Souza, 2023). Tais incentivos podem acontecer por meio de remuneração baseada na participação nos lucros ou em ações da companhia.

Nos países emergentes, a GC auxilia organizações que buscam melhorar sua imagem, o valor de suas ações, o retorno de seus acionistas, sua transparência e adquirir vantagem competitiva. No Brasil, a GC surgiu nos anos 1980, como exigência para as empresas que buscavam financiamento de capital estrangeiro, pois os investidores passaram a cobrar uma maior transparência por parte das empresas (Álvaro *et al.*, 2008; Florencio; Batista; Reis, 2020).

Com a divulgação dos Princípios de Governança Corporativa pela *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD), em 1999, outros países também foram inspirados a criar códigos de GC e reformas. Os princípios da OECD se tornaram referência global e amplamente aceitos, sendo adaptados a vários contextos econômicos, legais e sociais (Ararat; Claessens; Yurtoglu, 2021).

As primeiras reformas de GC nos países emergentes se basearam na melhoria da qualidade e precisão dos relatórios financeiros e na proteção dos direitos dos acionistas, com a utilização de padrões internacionais. Durante esse período, muitas economias emergentes adotaram as Normas Internacionais de Relatórios Financeiros, algumas antes mesmo de países desenvolvidos, buscando melhorar a relevância e a comparabilidade dos relatórios divulgados, incentivando investimentos internacionais (Ararat; Claessens; Yurtoglu, 2021).

No ano de 1995 surge, no Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Em 1999, criou-se o primeiro Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, intensificando a presença da GC nas empresas. Esse código relaciona as práticas de GC com seus cinco princípios básicos, buscando, dessa forma, potencializar o valor econômico e a transparência da entidade considerando-se horizontes de longo prazo (Batistella; Kruger; Moura, 2022).

Os princípios da GC são aplicáveis para todo tipo de organização e devem ser utilizados como base para a formação de uma boa governança (IBGC, 2023). Eles são sugestões ou orientações de adoção voluntária, sendo guias para empresas e órgãos regulamentares no caminho para uma maior confiabilidade. Com eles, promove-se a transparência e a proteção dos acionistas e investidores, levando-se em consideração questões éticas e, mais recentemente, ambientais (Winter; Lechakoski, 2023).

Os princípios dão suporte para o desenvolvimento e aplicação das boas práticas de GC e para os processos da alta gestão (Carvalho; Soares; Pimenta, 2020), tendo como objetivo preservar e otimizar o valor econômico da organização, facilitando o acesso a recursos, melhorando a gestão e aumentando sua longevidade (IBGC, 2023). Cabe salientar que a aplicação desses princípios só é possível com uma base ética bem consolidada e vinculada com a cultura organizacional da empresa (Correia, 2020). Esses princípios são: integridade, transparência, equidade, responsabilização e sustentabilidade.

O primeiro princípio é o da integridade, segundo o qual os agentes devem buscar sempre uma cultura ética e coerente, evitando ser influenciados por conflitos de interesses. Os agentes devem ser leais à organização, cuidando das partes interessadas, da sociedade e do meio ambiente (IBGC, 2023). O segundo princípio é o da transparência, que impõe que os agentes

devem disponibilizar para as partes interessadas informações que sejam verdadeiras, tempestivas, claras e relevantes, sendo elas positivas ou negativas, para além daquilo exigido por lei (IBGC, 2023).

Sobre esse aspecto, de acordo com Dallagnol *et al.* (2021), os agentes não devem se prender a divulgar apenas informações econômico-financeiras. Além dessas, devem ser consideradas as informações socioambientais e de governança. Algumas informações, mesmo não tendo caráter obrigatório de divulgação, são tratadas como boas práticas de GC, citando-se os casos da divulgação da remuneração dos administradores, relatório de sustentabilidade, balanço social e código de ética e de conduta.

O principal objetivo da transparência é diminuir a assimetria de informação existente entre os agentes da organização (Malacrida; Yamamoto, 2006). A transparência, além de contribuir com o desenvolvimento da empresa, aumenta a confiança entre a entidade e as partes interessadas (IBGC, 2023). Com a transparência, usuários externos dimensionam melhor a capacidade de criar valor do negócio, aumentando a assertividade dos seus investimentos.

A equidade, terceiro princípio, está ligada ao tratamento justo entre todas as partes interessadas, levando em consideração os direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas. Assim, os acionistas majoritários e minoritários devem ter tratamento equitativo, proporcionando igualdade entre eles (Rossetti, Andrade, 2014). Esse princípio também reflete na qualidade das informações prestadas pela empresa, uma vez que ela vai direcionar esforços para satisfazer usuários dessas informações que não conhecem a empresa internamente simplesmente porque não são gestores ou sócios proprietários.

O quarto princípio, a responsabilização (ou *accountability*), reflete o desempenho de funções com vistas à geração de valor no longo prazo, assumindo a responsabilidade por seus atos (IBGC, 2023). Portanto, os agentes devem prestar contas de modo claro e tempestivo, tendo como base as melhores práticas contábeis e de auditoria, sabendo que suas ações têm impacto na entidade, nas partes interessadas e no meio ambiente (Rossetti; Andrade, 2014).

O quinto princípio é o da sustentabilidade e está ligado ao zelo pela viabilidade da entidade, diminuindo as externalidades negativas do negócio e aumentando as positivas. Logo, é necessário entender que as empresas atuam em um ecossistema social, econômico e ambiental e sua responsabilidade perante a sociedade deve ser fortalecida (IBGC, 2023). Destarte, pode-se perceber que a soma dos princípios ou pilares da GC, no Brasil, propicia um contexto de melhoria da qualidade da informação contábil para os investidores, além de maior eficácia da gestão, promovendo melhores resultados. Com isso, fica evidenciado que a GC pode ter o papel de informação crítica para a tomada de decisão envolvendo a alocação de capital e recursos.

Considerando-se o mercado de capitais brasileiro, devido à diversificação e em busca de uma maior transparência e melhor relação com os investidores, foram criados os segmentos especiais de GC, sendo eles: Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 (Florencio; Batista; Reis, 2020). A adesão de tais níveis de governança é voluntária e a empresa assume o compromisso de adotar certas exigências para cada nível. Quanto mais alto o nível, mais padrões de governança devem ser adotados (Florencio; Batista; Reis, 2020).

A presença nos segmentos especiais de governança deve gerar maior rentabilidade à entidade, agregando valor e atraindo mais investidores. Isso porque, padrões de governança são capazes de reduzir as incertezas na avaliação, aumentando a credibilidade da empresa e melhorando a qualidade das informações apresentadas (Besarria *et al.*, 2015). Segundo Santana (2002), a adesão aos níveis diferenciados traz benefícios para as empresas, como melhoria de imagem e valorização das ações. O Novo Mercado é o segmento de maior exigência, com regras mais fortes, tendo passado por revisões nos anos de 2006, 2011, 2018 e 2023. Em seguida, considerando-se o grau de exigência, vem o Nível 2 (N2) e o Nível 1 (N1).

Segundo Kent e Stewart (2008), a GC, por contribuir com o correto cumprimento da regulamentação contábil, além de monitorar a aquisição de ativos intangíveis, influencia no reconhecimento e mensuração desses recursos, que possuem características mais específicas frente a outros ativos. Além disso, uma boa governança pode reduzir os conflitos de agência e aumentar a eficiência no monitoramento das atividades da empresa, fazendo com que os gestores tomem decisões tendo como base os interesses dos principais (Garcia; Tavares, 2017).

Por tais características, a GC pode ser vista como uma informação relevante para os investidores, ajudando os mesmos a avaliarem e selecionar as empresas com melhores perspectivas de retorno. Mais além, a GC pode ser um instrumento importante para a alocação eficiente de recursos e gestão adequada de ativos críticos, como os intangíveis. Essa perspectiva converge com a Visão Baseada em Recursos (*Resource-Based View of the firm – RBV*).

2.5 Value-Relevance

A relevância é uma das principais características da qualidade da informação contábil (Fé, 2013). Segundo o Pronunciamento Técnico CPC 00 R2 de 2019, que trata da estrutura conceitual para relatório financeiro, informação relevante é aquela que faz a diferença na tomada de decisão do usuário, inclusive modificando suas expectativas e seu comportamento (Beaver, 1968). Uma forma de constatar a relevância da informação contábil é com o exame da *value-relevance*. Pesquisas que abordam a *value-relevance* investigam a relevância e o efeito das informações contábeis no mercado de capitais e no preço das ações ou valor das empresas,

utilizando modelos de avaliação e buscando quantificar a utilidade da informação para investidores (Ferreira; Carmo; Ribeiro, 2020).

Holthausen e Watts (2001) classificam as pesquisas sobre *value-relevance* em três categorias: (i) estudos de associação relativa, nos quais compara os valores de mercado com medidas alternativas de resultado; (ii) estudos de associação incremental, nos quais investiga-se se os números contábeis são úteis para explicar o valor ou retornos da empresa e; (iii) estudos de conteúdo de informação marginal, nos quais se investiga se uma informação contábil específica é relevante para o investidor – movimentos dos preços e reações do mercado.

Ainda segundo os autores, duas teorias são mais comuns nos estudos de *value-relevance*: teoria da avaliação direta e teoria da “*inputs-to-equity-valuation*”. Na teoria da avaliação direta, os lucros contábeis devem medir ou estar associados a mudanças no valor de mercado. Na teoria “*inputs-to-equity-valuation*”, a contabilidade fornece informações para modelos que serão utilizados pelos investidores na avaliação do patrimônio da empresa (Holthausen; Watts, 2001).

Ball e Brown (1968) são reconhecidos como os primeiros a estudarem a relevância da informação contábil para o mercado de capitais. Os autores investigaram se a divulgação dos lucros contábeis agregaria valor informacional para o mercado. Para isso, utilizaram uma amostra de 261 empresas entre os anos de 1957 e 1965. A pesquisa apresentou uma correlação positiva entre os sinais da variação anormal dos lucros e a variação nos preços, afirmando, assim, que as demonstrações contábeis possuem impacto sobre os preços, constituindo em um importante instrumento para tomada de decisão.

A análise dos estudos de *value-relevance*, em grande parte, é feita por modelos de regressão, nos quais a variável dependente é o preço da ação (valor da empresa) e as independentes são o lucro e o patrimônio líquido (Ferreira; Carmo; Robeiro, 2020). Dentre os estudos sobre *value-relevance*, o modelo de Ohlson (1995) tem grande destaque nos debates acadêmicos (Rezende, 2005).

Ohlson (1995) adapta o modelo *Residual Income Valuation*, colocando os lucros, e não os dividendos, como a base de cálculo para o valor da empresa (Lopes; Sant’Anna; Costa, 2007). Portanto, a avaliação da empresa é realizada a partir de dados contábeis (Ferreira; Carmo; Ribeiro, 2024). O valor da organização é calculado em função do patrimônio líquido, dos lucros anormais e de outras informações que alteram a expectativa do mercado (Santos; Vasconcelos; De Luca, 2024). O lucro residual do período é calculado pela diferença entre o resultado contábil e o produto do patrimônio do período anterior pela taxa de juros livre de riscos do período (Lopes; Sant’Anna; Costa, 2007).

O modelo de Ohlson (1995) utiliza variáveis do sistema contábil, por isso é comumente utilizado em trabalhos sobre *value-relevance*, possibilitando uma comparação entre o valor de mercado e os números contábeis da empresa (Gonçalves; Conegliam; Carmo, 2017). Então, o modelo tem estimulado o aumento de trabalhos voltados para esse tema, incentivando discussões sobre o papel da contabilidade e suas informações no processo de avaliação. Por conta do seu poder explanatório, o modelo pode ser utilizado também para recomendações de políticas contábeis (Rezende, 2005).

A relevância das informações divulgadas é influenciada por características das normas de contabilidade e do mercado de capitais de cada país, independente do seu nível de desenvolvimento (Ali; Hwang, 2000). Os números contábeis são fontes centrais de informação, visto que, para que ocorram investimentos em uma empresa, os investidores precisam de informações para avaliar as características dos ativos adquiridos, além de mecanismos de controle e monitoramento.

Portanto, a informação contábil é útil como conteúdo informativo quando for capaz de influenciar e alterar as decisões de seus usuários (Lopes; Marins, 2014). Porém, para que as informações financeiras sejam relevantes, elas precisam representar de forma fidedigna a realidade da empresa. A relevância dos números contábeis diminui quando as informações divulgadas não condizem com o real estado da organização, perdendo, assim, sua utilidade para os agentes na avaliação do valor da empresa (Collins; Maydew; Weis, *et al.*, 1997; Lopes; Sant'Anna; Costa, 2007)

Segundo Perez e Famá (2006), os ativos intangíveis são os principais impulsionadores do valor da empresa. De acordo com Amaral *et al.* (2014), em média, o valor das empresas cotadas nas principais bolsas de valores do mundo oscila entre duas e nove vezes o valor contábil delas. Essa oscilação é atribuída à relevância que os ativos intangíveis conquistaram nos últimos anos. O reconhecimento de ativos intangíveis oferece informações úteis para os investidores, que valorizam a presença de tais ativos (Lev; Radhakrishnan, 2003).

Porém, apesar da contribuição dos intangíveis para o aumento do valor de mercado das empresas, as normas contábeis colocam limitações no registro desses ativos (Collins; Maydew; Weiss, 1997). O elevado nível de incerteza dos intangíveis dificulta o reconhecimento dos mesmos nas demonstrações contábeis, diminuindo a relevância dos números apresentados (Oliveira; Rodrigues; Craig, 2010).

Segundo Collins *et al.* (1999), essa limitação prejudica empresas que possuem grande parte de seu valor em ativos intangíveis, já que o lucro não reflete o comportamento dos resultados futuros. Quando a empresa limita o registro dos ativos intangíveis, limita também a

utilidade dessa informação na análise das empresas. Lev e Radhakrishnan (2003), ratificam que a perda da relevância dos números contábeis está ligada a falta de registro dos ativos intangíveis nas demonstrações das empresas.

Estudos como o de Habib e Azim (2008) também demonstram que empresas com fortes práticas de governança corporativa têm melhora no preço de suas ações. Isso porque organizações que adotam bons mecanismos de GC, buscando um relacionamento ético com seus stakeholders, oferecem maior proteção para os fornecedores de capital e tendem a ser mais valorizadas pelo mercado (Caixe; Rodrigues, 2022; Carreiro *et al.*, 2021).

Ao aderir aos níveis de GC da B3, por exemplo, as firmas se comprometem com práticas de transparência, o que as torna mais críveis (Florencio; Batista; Reis, 2020). Então, os investidores têm maior confiança no processo de tomada de decisão, resultando em melhor precificação de suas ações. Além disso, ter credibilidade faz com que as empresas enfrentem barreiras mais brandas no mercado em períodos de crise (Caixe; Rodrigues, 2022; Clemente *et al.*, 2014).

As boas práticas de GC também protegem o valor da empresa ao reduzem a tendência de desvio de conduta por parte do agente (Florencio; Batista; Reis, 2020). Segundo Carreiro *et al.* (2021), quanto maior o conflito de agência, mais ele irá influenciar negativamente o valor de mercado da empresa. Ao coibir mecanismos como o gerenciamento de lucros, a GC trabalha melhorado a qualidade da informação divulgada para os usuários, tornando-a mais confiável (Iatridis, 2013).

Segundo Terra (2006), as reações do mercado para com as empresas também podem mudar dependendo do controle de capital (estatal *versus* privado). Empresas estatais estão menos sujeitas à pressão do mercado e mais passível de interferência política. Já as empresas privadas, por estarem sujeitas a um maior monitoramento por parte dos acionistas e do mercado, podem sinalizar para os investidores que possuem práticas diferenciadas de GC.

Logo, é importante que as empresas estejam comprometidas com a transparência, a qualidade e os padrões das informações divulgadas, diminuindo a assimetria de informação no mercado de capitais, tornando o processo de tomada de decisão mais confiante (Terra, 2006). A governança corporativa entra como auxiliadora na identificação e mensuração de ativos complexos, como os intangíveis, inibindo, ainda, comportamentos oportunistas por parte dos gestores que podem surgir por conta da natureza de tais ativos. Assim, aumenta o monitoramento das atividades da empresa e a relevância das informações divulgadas.

2.6 Estudos anteriores

Diversos estudos buscaram encontrar evidências sobre a relação dos ativos intangíveis com o valor do mercado. Pesquisas como as de Herculano e Piccoli (2016) e Pacheco, Rover e Vicente (2018) apontam que existe relação positiva e significativa entre os valores identificados nos ativos intangíveis e o valor de mercado, ou seja, as informações sobre tais ativos são percebidas pelos investidores. Então, empresas que possuem ativos intangíveis devem divulgá-los para os usuários da informação contábil, em suas demonstrações ou notas explicativas, conforme o proposto por legislação e órgãos reguladores.

A pesquisa de Aulia, Koeswayo e Bede (2020) buscou medir o efeito de moderação dos ativos intangíveis na relevância dos lucros e do patrimônio líquido no preço das ações. Os resultados mostraram que os investidores levam em consideração a magnitude dos lucros e dos ativos intangíveis para a tomada de decisão.

Pacheco e Rover (2021) verificaram a relevância do valor dos ativos intangíveis reconhecidos em uma combinação de negócios de companhias abertas brasileiras. A amostra era formada por 165 empresas, entre os anos de 2010 e 2017, e foi analisada usando um modelo baseado em Ohlson (1995). Os resultados evidenciaram que o valor reconhecido dos ativos intangíveis é significativo e positivamente relacionados ao valor de mercado. Observou-se também que o *goodwill* representa entre 23% e 30% dos ativos registrados, enquanto outros intangíveis representam cerca de 5,6%.

Com o intuito de examinar a relação entre governança e relevância do valor das informações contábeis em empresas australianas, Habib e Azim (2015) utilizaram variáveis relacionadas ao conselho, comitê de auditoria e auditoria externa para representar a GC e a relevância do valor foi medida seguindo a estrutura de avaliação do modelo de Ohlson (1995). Os autores concluíram que empresas com forte estrutura de governança possuem maior *value-relevance* das informações contábeis.

O resultado da pesquisa de Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2006) sugere que níveis mais elevados de práticas de GC promovem impacto no valor das companhias abertas listadas na B3. Ou seja, ter que atender exigências externas de transparência, *compliance* e *accountability* se mostra relevantes na formação do valor da organização. Carreiro *et al.* (2021) investigaram o impacto da GC no valor de mercado e desempenho das firmas listadas na B3. Os autores confirmaram a hipótese de que existe um relacionamento direto entre GC e desempenho financeiro, assim como GC e valor de mercado, já que a adoção de melhores controles aumenta a performance da entidade, levando a um aumento do retorno aos acionistas, causando uma maior precificação das ações.

Buscando avaliar o efeito das melhores práticas de governança no desempenho de mercado das empresas, Ribeiro e Souza (2023) estudaram empresas da B3 entre os anos de 2010 e 2020. Em todas as estimações, a relação entre GC e desempenho de mercado foi positiva, mostrando que a confiança do mercado está associada à qualidade da GC. Mizzioni *et al.* (2017) encontraram evidências de que o nível de governança corporativa é determinante para uma maior evidenciação de informações sobre ativos intangíveis em empresas de utilidade pública da B3.

Diante de tais estudos, é possível observar que existem na literatura trabalhos que relacionam os ativos intangíveis e a governança corporativa com o *value-relevance*. Porém, não foram encontrados trabalhos que investigassem a moderação da governança na relevância dos ativos intangíveis. Também foram poucos os estudos que, envolvendo os temas, utilizasse como amostra o setor de utilidade pública e sua característica de possuir empresas do públicas e privadas.

2.7 Desenvolvimento das hipóteses

Os ativos intangíveis têm se mostrado relevantes para os investidores, tendo importância na tomada de decisão de compra e venda de ações (Silva; Sousa; Klann, 2017). Além disso, por conta do aumento da competitividade entre as empresas, os intangíveis têm sido utilizados como instrumentos de estratégia, já que possuem características raras e singulares (Ferrari; Santos, Klann, 2023).

As premissas da RBV (Visão Baseada em Recursos) dão base para a ideia de que os ativos intangíveis contribuem positivamente com o desempenho das organizações. Segundo a RBV, o desempenho da organização está relacionado com a melhor escolha de recursos e como eles podem ser combinados (Oliveira; Gonçalves; Paula, 2013). Para se ter vantagem competitiva, esses recursos precisam ser raros, valiosos, de difícil imitação e organizáveis. Tais características encontram-se presentes nos ativos intangíveis (Andonova; Ruíz-Pava, 2016).

Segundo Moura *et al.* (2020), o mercado valoriza empresas que apresentam investimentos em ativos intangíveis. Essa valorização vem do fato dos ativos intangíveis gerarem retornos acima da média, diferente dos ativos tangíveis. Há ainda a disposição dos investidores em pagar um valor mais alto por eles, reconhecendo a importância de tais ativos para a entidade (Lev, 2001; Medrado *et al.*, 2016; Oliveira; Rodrigues; Craig, 2010).

Evidências mostram que os ativos intangíveis podem estar associados ao aumento do valor de mercado das empresas em mercados desenvolvidos e emergentes (Oliveira; Rodrigues; Craig, 2010; Miranda *et al.*, 2013; Medrado *et al.*, 2016). Porém, cabe destacar que o grau de incerteza dos ativos intangíveis pode tornar os resultados não previsíveis. Além disso, os intangíveis exercem funções diferentes dependendo do setor de atuação da entidade (Rebouças *et al.*, 2020). Diante do que foi apresentado, assumindo-se que os ativos intangíveis podem gerar benefícios econômicos superiores aos investidores, propõe-se a hipótese H1. Nesta pesquisa, tem-se como expectativa que o ativo intangível seja estatisticamente relevante e positivo.

H1. Os ativos intangíveis reconhecidos nos balanços das empresas de capital aberto do setor de utilidade pública são *value-relevant* e relacionam-se positivamente ao valor de mercado.

Uma das finalidades da governança corporativa (GC) é aumentar o valor da entidade, assim como otimizar seu desempenho (Terra; Lima, 2006). Para tal, ela assume a responsabilidade de monitorar as atividades dos gestores, minimizando conflitos de agência (Nguyen; Kim; Ali, 2024). Portanto, a GC garante que as demonstrações financeiras sejam expressas de maneira transparente, clara e fidedigna, com informações relevantes para os *stakeholders* (IBGC, 2023). Quanto maior a eficiência da GC, mais atraente será a empresa para os investidores, pois será possível transmitir confiança para os mesmos na tomada de decisão (Lameira; Ness Junior; Macedo-Soares, 2007). Por isso, investidores estão dispostos a pagar um valor maior por ações de companhias com boas práticas de GC (Bradley, 2003).

Segundo Lameira, Ness Junior e Macedo-Soares (2007), níveis mais elevados de GC impactam positivamente o valor das empresas. Evidências sugerem que práticas de GC melhoram a *value-relevance* e influenciam o preço das ações das organizações (Habib; Azim, 2008). Portanto, pode-se sugerir que a GC representa informação relevante para a tomada de decisão dos investidores por expressar aumento de benefícios econômicos futuros. Porém, o fato de existirem empresas privadas e públicas no setor de utilidade pública pode gerar a possibilidade de resultados divergentes (Silva Neto; Santos; Gordiano, 2022). Dessa forma, propõe-se a hipótese H2. Nesta pesquisa, tem-se como expectativa que a governança corporativa seja estatisticamente relevante e positiva.

H2. A qualidade da governança corporativa das empresas de capital aberto do setor de utilidade pública é *value-relevant* e relaciona-se positivamente ao valor de mercado.

Os ativos intangíveis são complexos devido às dificuldades de identificação, definição e mensuração que possuem (Machado; Famá, 2011). Essa complexidade, junto com o espaço para interpretação, pode causar comportamento oportunista por parte dos gestores. À luz da teoria da agência, mecanismos de governança bem estruturados devem fazer moderação de tal comportamento, evitando esse tipo de conduta. Uma boa governança pode diminuir os conflitos de agência e aumentar a eficiência do monitoramento das atividades da empresa (Garcia; Tavares, 2017).

Além disso, a GC melhora a qualidade dos relatórios financeiros, tornando-os mais confiáveis e relevantes aos investidores, reduzindo a assimetria de informação entre gestores e acionistas (Habib; Azim, 2008). As boas práticas de GC também podem auxiliar as empresas a otimizarem seus recursos, alocando-os de maneira eficiente e gerindo adequadamente ativos críticos, como os intangíveis (Lameira; Ness Junior; Macedo-Soares, 2007).

Ao contribuir com o correto cumprimento da regulamentação contábil, a governança corporativa, além de monitorar a aquisição de ativos intangíveis, influencia no reconhecimento e mensuração desses recursos (Kent; Stewart, 2008). Assim, propõe-se a hipótese H3. Nesta pesquisa, espera-se que a governança corporativa esteja relacionada positivamente com a relevância dos ativos intangíveis.

H3. A qualidade da governança corporativa potencializa a relevância dos ativos intangíveis reconhecidos pelas empresas de capital aberto do setor de utilidade pública.

3. MÉTODO DA PESQUISA

3.1 População e Amostra

A população da pesquisa compreende todas as 50 empresas do setor de utilidade pública da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Tal setor é dividido em três subsetores, sendo eles água e saneamento (7), energia elétrica (40) e gás (3). Os dados foram coletados na base de dados *Economatica* e nos documentos de acesso público disponíveis no *site* da bolsa de valores brasileira (b3.com.br) e de responsabilidade das empresas que o elaboram e publicam.

Para o objetivo desta pesquisa, foram excluídas empresas que não possuíam ativos intangíveis em suas demonstrações contábeis, assim como empresas que não possuíam valor de mercado na base de dados *Economatica* e informações sobre governança corporativa no *site* da B3. Além disso, consistente com estudos anteriores, foram eliminadas as empresas com prejuízo e patrimônio líquido negativo (Baboukardos, 2018; Oliveira; Rodrigues; Craig, 2010; Ribeiro; Souza, 2023).

O período utilizado engloba os anos de 2010 a 2023. Em 2008, a Lei nº 11.638/07 ganhou aplicação, que estabelecia o registro de ativos intangíveis. No entanto, 2008 e 2009 são períodos de transição normativa, sendo 2010 o ano de consolidação do padrão IFRS a partir da Lei nº 11.638/07. Portanto, essa demarcação temporal tem como objetivo eliminar possíveis problemas relacionados à qualidade da informação contábil em um recorte de consolidação normativa. Assim, o trabalho conta com uma amostra de 40 empresas, sendo seis do setor de água e saneamento, 32 de energia elétrica e duas de gás, totalizando 411 observações.

3.2 Coleta dos Dados e Análises

A pesquisa aplica uma variação do modelo de avaliação de Ohlson (1995), segundo o qual, o valor da firma é função do patrimônio líquido e do lucro anormal. Este estudo substitui o lucro anormal pelo lucro líquido, seguindo Collins, Maydew e Weiss (1997), Collins, Pincus e Xie (1999) e Franzen e Radhakrishnan (2009):

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde: vm_{it} é o valor da empresa i quatro meses após o fim do ano t com vistas a refletir a reação do mercado ao anúncio dos resultados, mensurado pela multiplicação do número de ações em circulação pelo preço da ação; vm_{it} é coletado a partir da base de dados *Economatica*; pl_{it} é o valor do patrimônio líquido da empresa i no final do ano t ; res_{it} é o valor do lucro

líquido da empresa i no final do período do ano t ; ambos, pl_{it} e res_{it} , são coletados no *site* da B3.

Considerando-se a primeira hipótese da pesquisa, o Modelo (1) passa a ter uma variável de interesse que reflete os ativos intangíveis, onde AI_{it} representa os ativos intangíveis reconhecidos no balanço patrimonial da empresa i no final do ano t , disponível do *site* da B3. Para examinar a relevância da variável de interesse, optou-se por retirar seu efeito capturado pelo patrimônio líquido, adicionando ao modelo o pl_{it2} , que corresponde ao patrimônio líquido da empresa i no final do ano t menos os ativos intangíveis reconhecidos no balanço patrimonial da empresa i no final do ano t (Herculano; Picoli, 2015; Oliveira; Rodrigues; Craig, 2010; Silva; Souza; Klann, 2017). As variáveis foram equacionadas pelos ativos totais reconhecidos no balanço patrimonial.

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it2} + a_2 res_{it} + a_3 AI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Foram incluídas *dummies* para controlar os efeitos fixos por subsetor e ano (Baboukardos, 2018; Matsumara; Prakash; Vera-Muñoz, 2014; Santos, Vasconcelos; De Luca, 2024). A variável EE_{it} identifica se a empresa faz parte ou não do subsetor de energia elétrica, visto que é o mais expressivo da amostra, e a variável ANO_{it} identifica o período.

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it2} + a_2 res_{it} + a_3 AI_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.1)$$

A associação sendo positiva, indica que os investidores consideram os valores dos ativos intangíveis reconhecidos no balanço patrimonial para a criação do *value-relevance* das empresas. Logo, espera-se que o coeficiente a_3 seja estatisticamente significativo e tenha efeito positivo.

Os próximos modelos foram elaborados tendo como base a pressuposição de que diferentes classes de ativos intangíveis possuem *value-relevance* diferentes (Oliveira; Rodrigues; Craig, 2010), e buscando caracterizar a composição dos ativos intangíveis nas empresas do setor estudado, atingindo, assim, o primeiro objetivo específico da pesquisa.

Fundamentando-se nos estudos de Lev (2001), Stewart (1998), Kayo e Famá (2004) e Oliveira, Rodrigues e Craig (2010), foram utilizadas na pesquisa como subgrupos dos ativos intangíveis: os ativos de relacionamento (AR), como marcas, logos e direitos autorais; os ativos de inovação (AI), como pesquisa e desenvolvimento e patentes; e os ativos estruturais (AE), como software, banco de dados, e sistemas de informação. Além disso, também foram analisados separadamente os contratos de concessão (CC), que são essenciais para a realização dos serviços prestados pelas empresas de utilidade pública.

Para examinar a relevância da variável de interesse, optou-se por retirar seu efeito capturado pelo patrimônio líquido. Assim, para cada modelo, o pl_{it} corresponde ao patrimônio líquido da empresa i no final do ano t menos o ativo intangível analisado. No caso do Modelo 2.5, o pl_{it} corresponde ao patrimônio líquido da empresa menos os contratos de concessão

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it3} + a_2 res_{it} + a_3 AR_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.2)$$

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it4} + a_2 res_{it} + a_3 AI_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.3)$$

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it5} + a_2 res_{it} + a_3 AE_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.4)$$

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it6} + a_2 res_{it} + a_3 CC_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.5)$$

Onde: AR_{it} é o valor dos ativos de relacionamentos reconhecidos no balanço patrimonial da empresa i no final do ano t ; AI_{it} refere-se ao valor dos ativos de inovação identificados pela empresa i no final do ano t ; AE_{it} é o valor dos ativos estruturais reconhecidos no balanço patrimonial da empresa i no final do ano t ; e CC_{it} é o valor dos contratos de concessão reconhecido no balanço patrimonial da empresa i no final do ano t . Espera-se que os coeficientes referentes aos ativos intangíveis sejam estatisticamente significantes e com efeito positivo.

Levando em consideração o segundo objetivo específico da pesquisa, a mensuração da qualidade da governança corporativa foi realizada utilizando o Índice de Governança

Corporativa (*IGC*), elaborado tendo como base trabalhos anteriores (Black et al, 2020; Carvalho; Dal'Bó; Sampaio, 2021; Lameira; Ness, 2011; Robeiro; Souza, 2023), utilizando mecanismo de governança interna focados no conselho de administração.

O *IGC* é composto por sete perguntas binárias e objetivas e seu valor se dará mediante a soma das respostas positivas. As perguntas que irão compor o índice encontram-se na Tabela 1. Os dados foram retirados dos formulários de referência disponíveis no *site* da B3.

Tabela 1 – Aspectos que compõem o Índice de Qualidade da Governança Corporativa

Item	Aspecto	Fundamentação
1	O conselho de administração tem entre cinco e nove membros?	Lameira e Ness (2011).
2	O conselho inclui um ou mais diretores independentes?	Black <i>et al</i> (2020) e Carvalho, Dal'Bó e Sampaio (2021).
3	O conselho tem pelo menos 30% de diretores independentes?	Black <i>et al</i> (2020) e Carvalho, Dal'Bó e Sampaio (2021).
4	O conselho tem mais de 50% de diretores independentes?	Black <i>et al</i> (2020), Carvalho, Dal'Bó e Sampaio (2021), Lameira e Ness (2011) e Ribeiro e Souza (2023).
5	O presidente do conselho de administração não é diretor da empresa?	Black <i>et al</i> (2020), Carvalho, Dal'Bó e Sampaio (2021), Lameira e Ness (2011) e Ribeiro e Souza (2023).
6	Os administradores têm participação nos lucros?	Lameira e Ness (2011) e Ribeiro e Souza (2023)
7	A empresa possui remuneração baseada em ações?	Ribeiro e Souza (2023)

Fonte: Elaborado a partir de Black *et al* (2020), Carvalho, Dal'Bó e Sampaio (2021), Lameira e Ness (2011) e Ribeiro e Souza (2023).

Considerando a Tabela 1, cada empresa alcançará um resultado em cada um dos anos investigados a partir da seguinte equação:

$$IGC_{i,t} = \left[\frac{\sum (item\ 1 + item\ 2 + \dots + item\ 7)}{7} \right] \times 100$$

(Equação 1)

A diferença na pontuação entre as empresas proporciona um melhor entendimento dos possíveis estágios em que as mesmas se encontram em relação às práticas de governança corporativa que utilizam (Lameira; Ness, 2011). Assim, é possível estabelecer o modelo (3), que considera o terceiro objetivo específico, examinar o valor incremental da governança corporativa, e a segunda hipótese da pesquisa, onde IGC_{it} representa o Índice de Governança Corporativa da empresa i no ano t mensurado a partir das respostas para as perguntas

elaboradas. Espera-se que o coeficiente a_3 seja estatisticamente significativo e tenha efeito positivo.

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + a_3 IGC_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Foram acrescentadas duas *dummies* à equação pois a interação entre as variáveis de ativos intangíveis e o *IGC* podem gerar multicolinearidade. Foi calculada a mediana do *IGC* para a formação da *dummy IGC50*. Empresas com *IGC* acima do valor da mediana receberam 1 e as que estavam abaixo receberam 0. Além disso, foi calculado o percentil 75% para a formação de uma segunda *dummy*, *IGC75*. As empresas que se encontravam acima do valor receberam 1 e as que se encontravam abaixo receberam 0.

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + a_3 IGC50_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + a_3 IGC75_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

Como análise complementar, foi realizada a substituição do IGC_{it} pela participação das empresas no segmento especial de GC da B3, Novo Mercado (NM_{it}), sendo uma variável binária, assumindo o valor de 1 caso a empresa esteja listada no segmento especial e 0 caso não esteja (Caixe; Rodrigues, 2022; Carreiro *et al.*, 2021; Florencio; Batista; Reis, 2020).

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + a_3 NM_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.3)$$

Visando atingir o objetivo geral do trabalho, a Tabela 2 mostra os cenários de interação das *dummies* com as variáveis de ativo intangíveis.

Tabela 2 - Operacionalização do mecanismo de moderação da governança corporativa

Interação	Operacionalização	Variáveis e moderadoras	Efeito esperado
1	Atribui-se "1" se o IGC da empresa for maior que a mediana; e "0" nos demais casos	Mod1AI= (AI IGC50)	+

2	Atribui-se "1" se o IGC da empresa for maior que o percentil 75; e "0" nos demais casos	Mod2AI= (AI IGC75)	+
3	Atribui-se "1" se o IGC da empresa for maior que a mediana; e "0" nos demais casos	Mod1AR= (AR IGC50)	+
4	Atribui-se "1" se o IGC da empresa for maior que o percentil 75; e "0" nos demais casos	Mod2AR= (AR IGC75)	+
5	Atribui-se "1" se o IGC da empresa for maior que a mediana; e "0" nos demais casos	Mod1AII= (AII IGC50)	+
6	Atribui-se "1" se o IGC da empresa for maior que o percentil 75; e "0" nos demais casos	Mod2AII= (AII IGC75)	+
7	Atribui-se "1" se o IGC da empresa for maior que a mediana; e "0" nos demais casos	Mod1AE= (AE IGC50)	+
8	Atribui-se "1" se o IGC da empresa for maior que o percentil 75; e "0" nos demais casos	Mod2AE= (AE IGC75)	+
9	Atribui-se "1" se o IGC da empresa for maior que a mediana; e "0" nos demais casos	Mod1CC= (CC IGC50)	+
10	Atribui-se "1" se o IGC da empresa for maior que o percentil 75; e "0" nos demais casos	Mod2CC= (CC IGC75)	+

Fonte: Elaborada pelo autor, 2025.

As equações da Tabela 2 examinam a influência da governança corporativa na relevância dos ativos intangíveis. A complexidade na identificação, reconhecimento e mensuração dos ativos pode acarretar comportamento oportunista por parte dos gestores. Porém, bons mecanismos de governança podem evitar tal conduta, diminuindo os conflitos de agência e aumentando a eficiência do monitoramento das atividades da empresa (Garcia; Tavares, 2017). Assim, a governança pode auxiliar na otimização e alocação eficiente de recursos, como os ativos intangíveis, ao contribuir com o cumprimento da regulamentação contábil (Kent; Stewart, 2008). Espera-se que o coeficiente a_5 seja estatisticamente significativo e com efeito positivo.

Tabela 3 – Modelos correspondentes à moderação da governança corporativa na *value-relevance* dos ativos intangíveis

Modelo 4	$vm_{it+1} = a_0 + a_1pl_{it2} + a_2res_{it} + a_3AI_{it} + a_4IGC_{it} + a_5Mod1AI_{it} + a_6EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 4.1	$vm_{it+1} = a_0 + a_1pl_{it3} + a_2res_{it} + a_3AR_{it} + a_4IGC_{it} + a_5Mod1AR_{it} + a_6EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 4.2	$vm_{it+1} = a_0 + a_1pl_{it4} + a_2res_{it} + a_3AII_{it} + a_4IGC_{it} + a_5Mod1AII_{it} + a_6EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 4.3	$vm_{it+1} = a_0 + a_1pl_{it5} + a_2res_{it} + a_3AE_{it} + a_4IGC_{it} + a_5Mod1AE_{it} + a_6EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 4.4	$vm_{it+1} = a_0 + a_1pl_{it6} + a_2res_{it} + a_3CC_{it} + a_4IGC_{it} + a_5Mod1CC_{it} + a_6EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 5	$vm_{it+1} = a_0 + a_1pl_{it6} + a_2res_{it} + a_3AI_{it} + a_4IGC_{it} + a_5Mod2AI_{it} + a_6EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 5.1	$vm_{it+1} = a_0 + a_1pl_{it6} + a_2res_{it} + a_3AR_{it} + a_4IGC_{it} + a_5Mod2AR_{it} + a_6EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 5.2	$vm_{it+1} = a_0 + a_1pl_{it6} + a_2res_{it} + a_3AII_{it} + a_4IGC_{it} + a_5Mod2AII_{it} + a_6EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 5.3	$vm_{it+1} = a_0 + a_1pl_{it6} + a_2res_{it} + a_3AE_{it} + a_4IGC_{it} + a_5Mod2AE_{it} + a_6EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$

Modelo 5.4	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it6} + a_2 res_{it} + a_3 CC_{it} + a_4 IGC_{it} + a_5 Mod2CC_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 6	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it2} + a_2 res_{it} + a_3 AI_{it} + a_4 NM_{it} + a_5 AI \times NM_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 6.1	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it2} + a_2 res_{it} + a_3 AR_{it} + a_4 NM_{it} + a_5 AR \times NM_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 6.2	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it2} + a_2 res_{it} + a_3 All_{it} + a_4 NM_{it} + a_5 All \times NM_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 6.3	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it2} + a_2 res_{it} + a_3 AE_{it} + a_4 NM_{it} + a_5 AE \times NM_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 6.4	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it2} + a_2 res_{it} + a_3 CC_{it} + a_4 NM_{it} + a_5 CC \times NM_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$

Fonte: Elaborada pelo autor, 2025.

Foram utilizadas análises estatístico-descritivas visando realizar uma avaliação preliminar dos dados da amostra. Os modelos foram verificados através da aplicação da técnica de regressão linear múltipla, processados pelo método dos mínimos quadrados ordinários. Foram inseridas *dummies* para o controle do efeito fixo. Foram realizados testes de heteroscedasticidade, multicolinearidade e erros robustos com correção de White. As análises foram realizadas utilizando o *software* STATA®.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise descritiva

Na Tabela 4 são apresentados os valores da estatística descritiva (média, mediana, valor mínimo, valor máximo e desvio padrão) para as variáveis da amostra, equacionadas pelo valor do ativo total, buscando alcançar o primeiro objetivo específico do trabalho, caracterizar a composição dos ativos intangíveis nas empresas do setor de utilidade pública.

Tabela 4 – Estimativa descritiva das variáveis

Variável	Média	Mediana	Valor mínimo	Valor máximo	Desvio padrão
$vm_{i,t}$	0,75563	0,54727	0,06443	4,80322	0,70008
$pl_{i,t}$	0,38529	0,35848	0,05558	0,94988	0,15918
$res_{i,t}$	0,06660	0,05736	0,00081	1,07671	0,07724
$Al_{i,t}$	0,25078	0,21333	0,00001	0,85037	0,21043
$AR_{i,t}$	0,19667	0,15924	0,00000	0,83866	0,19170
$All_{i,t}$	0,00698	0,00000	0,00000	0,23314	0,02675
$AE_{i,t}$	0,03484	0,00000	0,00000	0,66334	0,12348
$CC_{i,t}$	0,17187	0,13191	0,00000	0,68669	0,17791
$IGC_{i,t}$	49,36	42,86	0	100,00	23,11

Fonte: Elaborado pelo autor, 2025.

Nota-se nos resultados apresentados que, em média, os ativos intangíveis correspondem a 25,07% dos ativos totais, chegando ao valor máximo de 85,03%. Os ativos de relacionamento são os que possuem maior representatividade dentre os grupos de intangíveis, com média de 19,66%, podendo chegar ao valor máximo de 83,86%. Os contratos de concessão foram o tipo de intangível mais presente nesse grupo, seguidos dos direitos de uso. Os contratos de concessão possuem representatividade de, em média, 17,18%, podendo chegar ao valor máximo de 68,66%. Os valores mais expressivos dos dois grupos, AR e CC são justificados, visto que possuem intangíveis ligados ao objetivo econômico das empresas do setor estudado (Souza; Santos; Gordiano, 2022).

Em seguida estão os ativos estruturais, com representatividade de 3,48%, sendo os *softwares* os intangíveis que mais se destacam nesse grupo. O segundo grupo de maior destaque foram os sistemas, que estavam ligados aos serviços prestados pelas empresas, como sistemas de água e esgoto. Os ativos de inovação são os que possuem menor representatividade (0,69%). O grupo se caracteriza por possuir muitos ativos “em curso”, “em construção”, “em formação” e “em desenvolvimento”. Além disso, também foram identificados grupos de pesquisa e desenvolvimento e patentes e marcas registradas.

Buscando atingir o segundo objetivo específico da pesquisa, mensurar a qualidade da governança corporativa, a Tabela 4 também traz os valores do Índice de Governança Corporativa (IGC). A média do IGC foi de 49,36%, ou seja, a maioria das empresas respondeu positivo para apenas três perguntas, o que pode ser considerado um resultado fraco. Tal achado pode ser explicado pelo grande número de empresas do setor (18) que não estão listadas nos segmentos especiais da B3 (Lameira; Ness, 2011). Dentre as empresas da amostra, três estão listadas no Nível 1, seis no Nível 2 e 13 no Novo Mercado. Assim, a maioria das empresas possuem baixa exigência em relação às boas práticas de governança corporativa.

A primeira pergunta, sobre o conselho de administração ter entre cinco e nove membros, recebeu 55,56% de respostas positivas. A segunda pergunta, sobre a presença de pelo menos um diretor independente, obteve 66,22% de respostas positivas, enquanto a porcentagem de diretores independentes, pergunta três (mais de 30%) e quatro (mais de 50%), obtiveram 32,5% e 16,39%, respectivamente. Sobre a pergunta cinco, que abordava se o presidente do conselho não era também diretor da empresa, obteve a maior quantidade de respostas positivas, 84,17%. A sexta pergunta, sobre os administradores terem participação nos lucros, recebeu 67,78% de respostas positivas, enquanto a sétima pergunta, sobre existir remuneração baseada em ação, obteve 26,94%.

Isso mostra que as empresas do setor de utilidade pública ainda não adotam algumas recomendações de melhores práticas de governança corporativa, principalmente em relação aos mecanismos de conselho administrativo e incentivos. A Tabela 5 representa as médias dos ativos intangíveis e do IGC no decorrer dos anos.

Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis por ano

Var.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
$AI_{i,t}$	0,00	0,25	0,27	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
$AR_{i,t}$	0,00	0,21	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
$AI_{i,t}$	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
$AE_{i,t}$	0,00	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
$CC_{i,t}$	0,00	0,19	0,19	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
$IGC_{i,t}$	14,29	52,50	50,65	49,98	50,06	50,14	50,14	50,14	50,19	49,51	49,46	49,50	49,46	49,42

Fonte: Elaborado pelo autor, 2025.

Conforme a Tabela acima, é possível perceber que, no decorrer dos anos, não houve grande variação nas médias das variáveis. Percebe-se que o ano de 2012 teve as maiores médias de ativo intangível (27%), ativos de relacionamento (22%) e contratos de concessão (19%). Em

relação ao IGC, o ano que teve a maior média foi o de 2011 (52,5%), enquanto o de 2010 teve a menor (14,29%).

4.2 Relevância dos ativos intangíveis

A Tabela 6 apresenta os resultados da análise do Modelo 1, onde foi aplicada uma variação do modelo de Ohlson (1995), substituindo o lucro anormal pelo lucro líquido.

Tabela 6 – Resultados da análise do modelo 1

Modelo 1	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + EE_{it} + ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Parâmetros	Modelo 1
$pl_{i,t}$	1,339
Estatística t	(3,47)***
$res_{i,t}$	3,174
Estatística t	(2,89)***
Efeito fixo – Ano	Sim
Efeito fixo – Setor	Sim*
Teste F	11,46
R ²	0,3523
R ² ajustado	0,3216
VIF máximo	6,41
VIF médio	4,37
Breusch-Pagan	259,57***
Erros robustos	Sim
Observações	355

Notas. (***), (**), (*) indicam valores significantes aos níveis de 1%, 5% e 10%, nessa ordem. A estatística VIF das variáveis contínuas não indica problemas multicolinearidade. Teste para heteroscedasticidade de Breusch-Pagan considera 1% como nível crítico para haver rejeição da hipótese nula.

Legenda. $pl_{i,t}$ – patrimônio líquido; $res_{i,t}$ – lucro líquido.

O Modelo 1 testa a validade da teoria, reproduzindo o modelo de Ohlson (1995), adaptado por Collins, Maydew e Weiss (1997), Collins, Pincus e Xie (1999) e Franzen e Radhakrishnan (2009). A análise do modelo mostra que o mesmo possui mais de 30% de poder explicativo, o que significa que as variáveis utilizadas podem explicar a variabilidade do valor das empresas da amostra. O patrimônio líquido e o lucro possuem coeficientes significativos e positivos ao nível de 1%, logo, a teoria tem validade e os números contábeis possuem conteúdo informacional relevante para os investidores. Cabe destacar que o coeficiente de $res_{i,t}$ ($a_2 = 3,147$) se mostrou alto e superior, comparado com o de $pl_{i,t}$ ($a_1 = 1,339$).

As tabelas a seguir buscam atingir ao terceiro objetivo específico da pesquisa, examinar o valor informativo incremental dos ativos intangíveis e da qualidade da governança corporativa. A Tabela 7 mostra os resultados das análises dos modelos referentes à primeira hipótese de pesquisa, ou seja, se os ativos intangíveis reconhecidos nos balanços das empresas

do setor de utilidade pública são *value-relevant* e relacionam-se positivamente com o valor de mercado.

Tabela 7 - Resultados da análise dos modelos referentes à primeira hipótese de pesquisa

Modelo 2.1	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it2} + a_2 res_{it} + a_3 AI_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 2.2	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it3} + a_2 res_{it} + a_3 AR_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 2.3	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it4} + a_2 res_{it} + a_3 All_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 2.4	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it5} + a_2 res_{it} + a_3 AE_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 2.5	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it6} + a_2 res_{it} + a_3 CC_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Parâmetros	Modelo 2.1	Modelo 2.2	Modelo 2.3	Modelo 2.4	Modelo 2.5
$pl_{i,t}$	1,280	1,799	1,380	1,715	2,013
Estatística t	(3,28)***	(4,32)***	(3,63)***	(4,63)***	(4,71)***
$res_{i,t}$	3,174	2,966	3,113	2,798	2,820
Estatística t	(2,89)***	(2,74)***	(2,86)***	(2,61)***	(2,62)***
$AI_{i,t}$	1,125	-	-	-	-
Estatística t	(2,42)**	-	-	-	-
$AR_{i,t}$	-	2,563	-	-	-
Estatística t	-	(4,46)***	-	-	-
$All_{i,t}$	-	-	-2,813	-	-
Estatística t	-	-	(-2,74)***	-	-
$AE_{i,t}$	-	-	-	-0,331	-
Estatística t	-	-	-	(-0,84)	-
$CC_{i,t}$	-	-	-	-	3,090
Estatística t	-	-	-	-	(4,85)***
Efeito fixo – Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo – Setor	Sim**	Sim	Sim**	Sim***	Sim
Teste F	10,82***	12,19***	11,79***	15,35***	13,21***
R ²	0,3531	0,3808	0,3729	0,4365	0,4000
R ² ajustado	0,3205	0,3496	0,3412	0,4081	0,3697
VIF máximo	7,12	6,42	6,72	6,42	6,43
VIF médio	4,82	4,71	4,34	4,28	4,72
Breusch-Pagan	258,61***	273,41***	287,07***	340,76***	267,04***
Erros robustos	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	355	355	355	355	355

Notas. (***), (**), (*) indicam valores significantes aos níveis de 1%, 5% e 10%, nessa ordem. A estatística VIF das variáveis contínuas não indica problemas multicolinearidade. Teste para heteroscedasticidade de Breusch-Pagan considera 1% como nível crítico para haver rejeição da hipótese nula.

Legenda. $pl_{i,t}$ – patrimônio líquido; $res_{i,t}$ – lucro líquido; $AI_{i,t}$ – ativos intangíveis; $AR_{i,t}$ – ativos de relacionamento; $All_{i,t}$ – ativos de inovação; $AE_{i,t}$ – ativos estruturais; $CC_{i,t}$ – contratos de concessão.

O Modelo 2.1 apresenta os resultados das estimações com a inclusão da variável de interesse ($AI_{i,t}$). Os resultados apontam que os ativos intangíveis são considerados como informação relevante para os investidores. A medida é estatisticamente significativa ao nível de

5% e se relaciona positivamente com o valor da empresa ($a_3 = 1,125$). Observa-se que, no Modelo 2.1, a inclusão de $AI_{i,t}$ provoca uma perda de valor informativo no $pl_{i,t}$.

Os resultados condizem com a teoria da Visão Baseada em Recursos (*Resource-Based View* – RBV), onde empresas que possuem recursos raros, de difícil acesso e de custosa imitação, como é o caso dos ativos intangíveis, podem obter vantagem competitiva ao reconhecer valores relacionados aos mesmos em seus documentos contábeis, o que pode ser visto pelo mercado como informação relevante. Assim, pode-se presumir que o mercado de capitais brasileiro interpreta a presença de ativos intangíveis no balanço patrimonial das empresas do setor de utilidade pública como uma informação de valor incremental favorável, o que pode aumentar o valor de mercado das empresas. Assim, não é possível rejeitar a hipótese H1.

Os Modelos 2.2, 2.3 e 2.4 mostram os resultados com a análise das classes dos ativos intangíveis individualmente. Os resultados do Modelo 2.2 apresentam que os ativos de relacionamento também são vistos como informação relevante para os investidores, sendo significativo ao nível de 1% e relacionando-se positivamente com o valor da empresa ($a_3 = 2,563$). Isso pode acontecer por conta da importância dos AR para a realização das atividades e serviços objetivos das empresas do setor de utilidade pública. Dessa vez, a perda do valor informativo foi percebida no lucro, enquanto no patrimônio líquido houve um aumento.

Os resultados do Modelo 2.3 apontam que os ativos de inovação são relevantes para o mercado, sendo estatisticamente significantes ao nível de 1%, mas com sinal negativo para o valor da empresa. Ou seja, a presença de ativos de inovação no balanço patrimonial de empresas do setor de utilidade pública não é entendida como algo que irá agregar valor para o investidor, diminuindo, assim, o preço de mercado das empresas.

Tal resultado pode ser justificado pela presença, nessa classe, de ativos intangíveis ariscados, com difícil mensuração dos seus benefícios futuros e incerteza de retorno ao investidor. O Modelo 2.4 mostra que os ativos estruturais não são vistos como informação relevante, não sendo estatisticamente significantes, o que pode se dar pelo fato de ativos estruturais, como os *softwares*, serem comumente encontrados em outras empresas, não interferindo no valor de mercado.

O Modelo 2.5 apresenta os resultados para os contratos de concessão, que são um tipo de ativo intangível presente no grupo de ativos de relacionamento e que estão ligados à realização das atividades exercidas pelas empresas do setor de utilidade pública. Os contratos de concessão se mostraram relevantes para os investidores, sendo significantes ao nível de 1% e se relacionando positivamente com o valor da empresa ($a_3 = 3,090$). O resultado se justifica

pela importância dos contratos de concessão para a prestação dos serviços oferecidos pelas empresas da amostra.

4.3 Relevância da governança corporativa

A Tabela 8 mostra os resultados das análises dos modelos referentes à segunda hipótese de pesquisa, ou seja, se a qualidade da governança corporativa das empresas de capital aberto do setor de utilidade pública é *value-relevant* e relaciona-se positivamente ao valor de mercado.

Tabela 8 - Resultados da análise dos modelos referentes à segunda hipótese de pesquisa

Modelo 3	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + a_3 IGC_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$			
Modelo 3.1	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + a_3 IGC50_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$			
Modelo 3.2	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + a_3 IGC75_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$			
Modelo 3.3	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + a_3 NM_{it} + a_4 EE_{it} + a_5 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$			
Parâmetros	Modelo 3	Modelo 3.1	Modelo 3.2	Modelo 3.3
$pl_{i,t}$	1,280	1,339	1,353	1,325
Estatística t	(3,46)***	(3,51)***	(3,53)***	(3,44)***
$res_{i,t}$	3,036	3,174	3,042	3,112
Estatística t	(2,73)***	(2,87)***	(2,76)***	(2,61)***
$IGC_{i,t}$	-0,002	-	-	-
Estatística t	(-2,77)**	-	-	-
$IGC50_{i,t}$	-	0,000	-	-
Estatística t	-	(0,01)	-	-
$IGC75_{i,t}$	-	-	-0,204	-
Estatística t	-	-	(-2,98)***	-
$NM_{i,t}$	-	-	-	-0,771
Estatística t	-	-	-	(-1,14)
Efeito fixo – Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo – Setor	Sim**	Sim*	Sim*	Sim***
Teste F	11,14***	10,78***	11,18***	10,88***
R ²	0,3598	0,3523	0,3606	0,3544
R ² ajustado	0,3275	0,3196	0,3283	0,3219
VIF máximo	6,45	6,47	6,41	6,42
VIF médio	4,21	4,21	4,18	4,19
Breusch-Pagan	256,70***	259,63***	253,30***	260,93***
Erros robustos	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	355	355	355	355

Notas. (***), (**), (*) indicam valores significantes aos níveis de 1%, 5% e 10%, nessa ordem. A estatística VIF das variáveis contínuas não indica problemas multicolinearidade. Teste para heteroscedasticidade de Breusch-Pagan considera 1% como nível crítico para haver rejeição da hipótese nula.

Legenda. $pl_{i,t}$ – patrimônio líquido; $res_{i,t}$ – lucro líquido; $IGC_{i,t}$ – índice de governança corporativa; $IGC50_{i,t}$ – mediana IGC ; $IGC75_{i,t}$ – percentil 75%; $NM_{i,t}$ – novo mercado.

O Modelo 3 apresenta os resultados da estimação com a inclusão da variável $IGC_{i,t}$. Os resultados apontam que o índice assume o papel de informação relevante para os investidores, sendo estatisticamente significativo ao nível de 5%, porém relacionando-se negativamente com

o valor de mercado ($a_3 = -2,77$). A inserção da variável provoca perda de valor informativo tanto no $pl_{i,t}$ quanto no $res_{i,t}$. O resultado pode se justificar pela baixa pontuação das empresas da amostra no *IGC*, com a maioria respondendo positivamente apenas a três das sete perguntas, o que poderia ser interpretado como uma gestão não confiável. Assim, o estudo rejeita a hipótese H2.

O Modelo 3.1 mostra os resultados com a variável $IGC50_{i,t}$, que representa empresas que possuem *IGC* maior que a mediana dos valores do índice, e não se mostrou estatisticamente significativo. O Modelo 3.2 apresenta os resultados com a variável $IGC75_{i,t}$, que representa as empresas que possuem os maiores valores de *IGC*, ou seja, responderam positivamente a mais de cinco perguntas.

Os resultados, assim como os encontrados com o $IGC_{i,t}$, apontam que a variável assume o papel de informação relevante, significativa ao nível de 1%, porém com relação negativa com o valor de mercado ($a_3 = -2,98$), o que pode indicar que um alto nível de governança corporativa também não é bem interpretado pelos investidores. Os mecanismos do conselho de administração e de incentivos podem ser vistos, por exemplo, como aumento nos custos. O modelo também apresentou perda no valor informacional de $res_{i,t}$, mas aumento no de $pl_{i,t}$.

O Modelo 3.3, que inclui a variável $NM_{i,t}$, representando as empresas da amostra que fazem parte do Novo Mercado, não se mostrou estatisticamente significativo. Ou seja, para os investidores do setor de utilidade pública, a empresa fazer parte do segmento Novo Mercado não é uma informação relevante.

4.4 Relação moderadora

A Tabela 9 mostra os resultados da interação do $IGC50_{i,t}$ com as variáveis dos ativos intangíveis.

Tabela 9 - Resultados da interação do $IGC50_{i,t}$ com as variáveis de ativos intangíveis

Modelo 4	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it2} + a_2 res_{it} + a_3 Al_{it} + a_4 IGC_{it} + a_5 Mod1Al_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 4.1	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it3} + a_2 res_{it} + a_3 AR_{it} + a_4 IGC_{it} + a_5 Mod1AR_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 4.2	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it4} + a_2 res_{it} + a_3 All_{it} + a_4 IGC_{it} + a_5 Mod1All_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 4.3	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it5} + a_2 res_{it} + a_3 AE_{it} + a_4 IGC_{it} + a_5 Mod1AE_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$
Modelo 4.4	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it6} + a_2 res_{it} + a_3 CC_{it} + a_4 IGC_{it} + a_5 Mod1CC_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$

Parâmetros	Modelo 4	Modelo 4.1	Modelo 4.2	Modelo 4.3	Modelo 4.4
$pl_{i,t}$	1,202	1,930	1,337	1,724	2,002
Estatística t	(3,27)***	(5,19)***	(3,60)***	(4,75)***	(5,18)***
$res_{i,t}$	2,988	2,539	3,032	2,810	2,522
Estatística t	(2,67)***	(2,30)**	(2,75)***	(2,62)***	(2,28)**
$AI_{i,t}$	0,863	-	-	-	-
Estatística t	(1,88)*	-	-	-	-
$IGC_{i,t}$	-0,006	-0,008	-0,001	0,000	-0,007
Estatística t	(-2,97)***	(-4,90)***	(-1,77)*	(0,32)	(-4,63)***
$Mod1AI_{i,t}$	0,706	-	-	-	-
Estatística t	(1,92)*	-	-	-	-
$AR_{i,t}$	-	1,992	-	-	-
Estatística t	-	(4,34)***	-	-	-
$Mod1AR_{i,t}$	-	2,046	-	-	-
Estatística t	-	(4,65)***	-	-	-
$AI_{i,t}$	-	-	-3,209	-	-
Estatística t	-	-	(-1,37)	-	-
$Mod1AI_{i,t}$	-	-	0,856	-	-
Estatística t	-	-	(0,43)	-	-
$AE_{i,t}$	-	-	-	-0,650	-
Estatística t	-	-	-	(-0,97)	-
$Mod1AE_{i,t}$	-	-	-	0,327	-
Estatística t	-	-	-	(0,57)	-
$CC_{i,t}$	-	-	-	-	2,261
Estatística t	-	-	-	-	(4,42)***
$Mod1CC_{i,t}$	-	-	-	-	1,845
Estatística t	-	-	-	-	(4,25)***
Efeito fixo – Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo – Setor	Sim*	Sim**	Sim**	Sim***	Sim**
Teste F	10,58***	15,81***	10,63***	13,68***	15,68***
R ²	0,3750	0,4728	0,3760	0,4369	0,4708
R ² ajustado	0,3395	0,4429	0,3406	0,1049	0,4407
VIF máximo	7,56	6,46	7,05	13,77	6,49
VIF médio	4,61	4,47	4,67	5,24	4,49
Breusch-Pagan	312,09***	290,86***	285,50***	338,64***	281,79***
Erros robustos	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	355	355	355	355	355

Notas. (***), (**), (*) indicam valores significantes aos níveis de 1%, 5% e 10%, nessa ordem. A estatística VIF das variáveis contínuas não indica problemas multicolinearidade. Teste para heteroscedasticidade de Breusch-Pagan considera 1% como nível crítico para haver rejeição da hipótese nula.

Legenda. $pl_{i,t}$ – patrimônio líquido; $res_{i,t}$ – lucro líquido; $IGC_{i,t}$ – índice de governança corporativa; $AI_{i,t}$ – ativos intangíveis; $AR_{i,t}$ – ativos de relacionamento; $AI_{i,t}$ – ativos de inovação; $AE_{i,t}$ – ativos estruturais; $CC_{i,t}$ – contratos de concessão; $Mod1AI_{i,t}$ – interação $IGC50_{i,t}$ e $AI_{i,t}$; $Mod1AR_{i,t}$ – interação $IGC50_{i,t}$ e $AR_{i,t}$; $Mod1AI_{i,t}$ – interação $IGC50_{i,t}$ e $AI_{i,t}$; $Mod1AE_{i,t}$ – interação $IGC50_{i,t}$ e $AE_{i,t}$; $Mod1CC_{i,t}$ – interação $IGC50_{i,t}$ e $CC_{i,t}$.

O Modelo 4 aponta os resultados da estimação com a interação entre a variável $IGC50_{i,t}$ e os ativos intangíveis. A interação mostra a moderação da governança corporativa na *value-relevance* dos *AI*. Os resultados demonstram que a moderação é estatisticamente significativa

ao nível de 10% e se relaciona positivamente com o valor da empresa ($a_3 = 0,706$), ou seja, uma boa governança corporativa pode melhorar a visão dos investidores em relação aos ativos intangíveis das empresas, tornando-os uma informação de valor incremental favorável. Assim, não é possível rejeitar a hipótese H3, que diz que a qualidade da governança corporativa potencializa a relevância dos ativos intangíveis reconhecidos pelas empresas de capital aberto do setor de utilidade pública.

Também os Modelos 4.1 e 4.4, que apontam a interação do $IGC50_{i,t}$ com os ativos de relacionamento e os contratos de concessão, respectivamente, são significantes ao nível de 1% e com relacionamento positivo com o valor de mercado. Tais grupos de ativos intangíveis são fundamentais para a realização das atividades e serviços das empresas da amostra, além de serem os grupos com maior representatividade dentre os intangíveis e também com o maior número de relatos no balanço patrimonial.

Os resultados dos Modelos 4.2 e 4.3, que apresentavam a interação entre a variável $IGC50_{i,t}$ e os ativos de inovação e ativos estruturais, respectivamente, não são estatisticamente significantes. A Tabela 10 aponta os resultados da interação do $IGC75_{i,t}$ com variáveis dos ativos intangíveis.

Tabela 10 - Resultados da intervenção do $IGC75_{i,t}$ nas variáveis dos ativos intangíveis

Modelo 5	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it2} + a_2 res_{it} + a_3 AI_{it} + a_4 IGC_{it} + a_5 Mod2AI_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 5.1	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it3} + a_2 res_{it} + a_3 AR_{it} + a_4 IGC_{it} + a_5 Mod2AR_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 5.2	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it4} + a_2 res_{it} + a_3 All_{it} + a_4 IGC_{it} + a_5 Mod2All_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 5.3	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it5} + a_2 res_{it} + a_3 AE_{it} + a_4 IGC_{it} + a_5 Mod2AE_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 5.4	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it6} + a_2 res_{it} + a_3 CC_{it} + a_4 IGC_{it} + a_5 Mod2CC_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Parâmetros	Modelo 5	Modelo 5.1	Modelo 5.2	Modelo 5.3	Modelo 5.4
$pl_{i,t}$	1,327	1,736	1,340	1,745	1,954
Estatística t	(3,50)***	(4,33)***	(3,62)***	(4,80)***	(4,72)***
$res_{i,t}$	2,994	2,887	3,030	2,810	2,727
Estatística t	(2,74)***	(2,63)***	(2,75)***	(2,63)***	(2,50)***
$AI_{i,t}$	1,255	-	-	-	-
Estatística t	(2,67)***	-	-	-	-
$IGC_{i,t}$	-0,000	-0,001	-0,001	0,000	-0,002
Estatística t	(-0,61)	(-1,49)	(-1,78)*	(0,66)	(-1,69)***
$Mod2AI_{i,t}$	-0,883	-	-	-	-
Estatística t	(-3,07)***	-	-	-	-
$AR_{i,t}$	-	2,453	-	-	-
Estatística t	-	(4,41)***	-	-	-

$Mod2AR_{i,t}$	-	-0,007	-	-	-
Estatística t	-	(-0,02)	-	-	-
$AI_{i,t}$	-	-	-2,851	-	-
Estatística t	-	-	(-2,23)**	-	-
$Mod2AI_{i,t}$	-	-	1,108	-	-
Estatística t	-	-	(0,97)	-	-
$AE_{i,t}$	-	-	-	-0,190	-
Estatística t	-	-	-	(-0,47)	-
$Mod2AE_{i,t}$	-	-	-	-0,581	-
Estatística t	-	-	-	(-2,86)***	-
$CC_{i,t}$	-	-	-	-	3,001
Estatística t	-	-	-	-	(4,82)***
$Mod2CC_{i,t}$	-	-	-	-	-0,043
Estatística t	-	-	-	-	(-0,11)
Efeito fixo – Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo – Setor	Sim**	Sim	Sim	Sim***	Sim
Teste F	10,40***	11,00***	10,64***	13,79***	11,96***
R ²	0,3709	0,3841	0,3763	0,4388	0,4042
R ² ajustado	0,3352	0,3492	0,3409	0,4070	0,3704
VIF máximo	7,25	6,46	7,77	6,54	6,47
VIF médio	4,59	4,43	4,28	4,07	4,42
Breusch-Pagan	255,29***	276,31***	285,56***	341,13***	270,91***
Erros robustos	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	355	355	355	355	355

Notas. (***), (**), (*) indicam valores significantes aos níveis de 1%, 5% e 10%, nessa ordem. A estatística VIF das variáveis contínuas não indica problemas multicolinearidade. Teste para heteroscedasticidade de Breusch-Pagan considera 1% como nível crítico para haver rejeição da hipótese nula.

Legenda. $pl_{i,t}$ – patrimônio líquido; $res_{i,t}$ – lucro líquido; $IGC_{i,t}$ – índice de governança corporativa; $AI_{i,t}$ – ativos intangíveis; $AR_{i,t}$ – ativos de relacionamento; $AI_{i,t}$ – ativos de inovação; $AE_{i,t}$ – ativos estruturais; $CC_{i,t}$ – contratos de concessão; $Mod2AI_{i,t}$ – interação $IGC75_{i,t}$ e $AI_{i,t}$; $Mod2AR_{i,t}$ – interação $IGC75_{i,t}$ e $AR_{i,t}$; $Mod2AI_{i,t}$ – interação $IGC75_{i,t}$ e $AI_{i,t}$; $Mod2AE_{i,t}$ – interação $IGC75_{i,t}$ e $AE_{i,t}$; $Mod2CC_{i,t}$ – interação $IGC75_{i,t}$ e $CC_{i,t}$.

O Modelo 5 mostra os resultados da estimação com a inserção da interação entre a variável $IGC75_{i,t}$ e os ativos intangíveis. Os resultados demonstram que a interação é estatisticamente significativa ao nível de 1%, porém com sinal negativo para o valor da empresa ($a_3 = -0,883$). Assim também, o Modelo 5.3, que apresenta a interação entre $IGC75$ e ativos estruturais, é significativa ao nível de 1% e com sinal negativo ($a_3 = -0,581$). Com esse resultado, presume-se que um alto nível de governança corporativa pode interferir negativamente na *value-relevance* dos ativos intangíveis.

Os Modelo 5.1, 5.2 e 5.4, que apontam os resultados da interação entre a variável $IGC75_{i,t}$ com os ativos de relacionamento, ativos de inovação e contratos de concessão, respectivamente, não se mostraram significantes.

4.5 Análise adicional

A Tabela 11 mostra os resultados da interação das empresas do Novo Mercado com as variáveis de ativos intangíveis.

Tabela 11 - Resultados da interação de NM_{it} com as variáveis dos ativos intangíveis

Modelo 6	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it2} + a_2 res_{it} + a_3 AI_{it} + a_4 NM_{it} + a_5 AI \times NM_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 6.1	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it3} + a_2 res_{it} + a_3 AR_{it} + a_4 NM_{it} + a_5 AR \times NM_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 6.2	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it4} + a_2 res_{it} + a_3 All_{it} + a_4 NM_{it} + a_5 All \times NM_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 6.3	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it5} + a_2 res_{it} + a_3 AE_{it} + a_4 NM_{it} + a_5 AE \times NM_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 6.4	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it6} + a_2 res_{it} + a_3 CC_{it} + a_4 NM_{it} + a_5 CC \times NM_{it} + a_6 EE_{it} + a_7 \sum_{2010}^{2023} ANO_{it} + \varepsilon_{it}$				
Parâmetros	Modelo 6	Modelo 6.1	Modelo 6.2	Modelo 6.3	Modelo 6.4
$pl_{i,t}$	1,662	2,197	1,368	1,721	2,202
Estatística t	(4,19)***	(5,24)***	(3,57)***	(4,62)***	(5,20)***
$res_{i,t}$	2,912	2,758	3,063	2,759	2,731
Estatística t	(2,70)***	(2,59)***	(2,79)***	(2,55)**	(2,56)**
$AI_{i,t}$	2,068	-	-	-	-
Estatística t	(3,87)***	-	-	-	-
$NM_{i,t}$	0,407	0,312	-0,062	0,023	0,265
Estatística t	(4,72)***	(3,67)***	(-0,89)	(-0,35)	(3,10)***
$NM \times AI_{i,t}$	-1,758	-	-	-	-
Estatística t	(-4,77)***	-	-	-	-
$AR_{i,t}$	-	3,71,	-	-	-
Estatística t	-	(5,84)***	-	-	-
$NM \times AR_{i,t}$	-	-1,790	-	-	-
Estatística t	-	(-5,06)***	-	-	-
$All_{i,t}$	-	-	-2,692	-	-
Estatística t	-	-	(-1,46)	-	-
$NM \times All_{i,t}$	-	-	-0,101	-	-
Estatística t	-	-	(-0,06)	-	-
$AE_{i,t}$	-	-	-	-0,151	-
Estatística t	-	-	-	(-0,37)	-
$NM \times AE_{i,t}$	-	-	-	-0,409	-
Estatística t	-	-	-	(-1,87)*	-
$CC_{i,t}$	-	-	-	-	3,738
Estatística t	-	-	-	-	(5,75)***
$NM \times CC_{i,t}$	-	-	-	-	-1,689
Estatística t	-	-	-	-	(-4,66)***
Efeito fixo – Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo – Setor	Sim***	Sim	Sim**	Sim***	Sim
Teste F	12,11***	13,26***	10,55***	13,76***	13,32***
R ²	0,4072	0,4293	0,3743	0,4384	0,4303
R ² ajustado	0,3736	0,3969	0,3388	0,4066	0,3980
VIF máximo	8,78	7,95	6,75	6,48	6,83
VIF médio	7,80	4,66	4,25	4,07	4,56

Breusch-Pagan	322,87***	282,99***	288,19***	341,38***	275,58***
Erros robustos	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	355	355	355	355	355

Notas. (***), (**), (*) indicam valores significantes aos níveis de 1%, 5% e 10%, nessa ordem. A estatística VIF das variáveis contínuas não indica problemas multicolinearidade. Teste para heteroscedasticidade de Breusch-Pagan considera 1% como nível crítico para haver rejeição da hipótese nula.

Legenda. $pl_{i,t}$ – patrimônio líquido; $res_{i,t}$ – lucro líquido; $AI_{i,t}$ – ativos intangíveis; $AR_{i,t}$ – ativos de relacionamento; $AI_{i,t}$ – ativos de inovação; $AE_{i,t}$ – ativos estruturais; $CC_{i,t}$ – contratos de concessão; $NM \times AI_{i,t}$ – interação $NM_{i,t}$ e $AI_{i,t}$; $NM \times AR_{i,t}$ – interação $NM_{i,t}$ e $AR_{i,t}$; $NM \times AI_{i,t}$ – interação $NM_{i,t}$ e $AI_{i,t}$; $NM \times AE_{i,t}$ – interação $NM_{i,t}$ e $AE_{i,t}$; $NM \times CC_{i,t}$ – interação $IGC75_{i,t}$ e $CC_{i,t}$.

O Modelo 6 apresenta os resultados da estimação da interação da variável NM com os ativos intangíveis. Os resultados são estatisticamente significantes ao nível de 1%, porém relacionam-se negativamente com o valor das empresas ($a_3 = -1,758$). Assim também, os modelos 6.1, 6.3, e 6.4, que apontam a interação de NM com ativos de relacionamento, ativos estruturais e contrato de concessão, respectivamente, se mostraram significantes e com sinal negativo para o valor da empresa. No segmento de Novo Mercado estão as empresas mais comprometidas com a governança corporativa.

Os resultados da Tabela 11 estão alinhados com os da Tabela 9, visto que, em ambos, um nível mais alto de GC se mostrou desfavorável para o valor da empresa, não sendo bem interpretado pelos investidores. O Modelo 6.2, que relaciona a variável NM com os ativos de inovação, não obteve resultados estatisticamente significantes.

4.6 Discussão dos resultados

Os resultados descritos nesta pesquisa provocam reflexões importantes sobre a interação entre governança corporativa, ativos intangíveis e *value-relevance*. Em relação aos ativos intangíveis, a significância estatística e o sinal da relação com o valor de mercado dos Modelos 2.1, 2.2 e 2.5 fortalecem os resultados de Aulia, Koeswayo e Bede (2020), Oliveira, Rodrigues e Craig (2010) e Pacheco e Rover (2021), pois apontam que os ativos intangíveis das empresas da amostra são *value-relevant* e se relacionam positivamente com valor de mercado.

A pesquisa de Aulia, Koeswayo e Bede (2020) buscou medir o efeito da moderação dos ativos intangíveis na relevância dos lucros e do patrimônio líquido no preço das ações, Oliveira, Rodrigues e Craig (2010) avaliaram a *value-relevance* dos ativos intangíveis e do *goodwill* reportados nas demonstrações financeiras de empresas portuguesas e Pacheco e Rover (2021) verificaram a relevância do valor dos ativos intangíveis reconhecidos em uma combinação de negócios de companhias abertas brasileiras.

Segundo a análise descritiva dos dados, os ativos intangíveis correspondem, em média, a 25% dos ativos totais, enquanto os ativos de relacionamento correspondem a quase 20% e os contratos de concessão a 17%, o que mostra a dependência que as empresas do setor de utilidade pública possuem dos intangíveis, contribuindo para a relação deles com o valor da entidade.

Segundo Lourenço (2022), a *value-relevance* dos ativos intangíveis deriva da capacidade que os mesmos possuem de auxiliar a empresa na implementação de estratégias. No caso das empresas do setor de utilidade pública, os ativos intangíveis, principalmente os contratos de concessão, que estão presentes no grupo de ativos de relacionamento, são fundamentais para a realização de suas atividades, já que, a princípio, tais serviços são de obrigação da União e dependem de editais para serem realizados.

Por outro lado, os ativos de inovação, apesar de estatisticamente relevantes, mostraram sinal negativo com o valor da empresa. Esse grupo possui, em sua maioria, ativos que se encontram em processo e desenvolvimento e construção, ou seja, que ainda não contribuem efetivamente com as atividades da entidade. Assim, a presença de tais ativos no balanço patrimonial das empresas de utilidade pública não agrega valor para os investidores, já que são ativos de difícil mensuração de seus benefícios futuros e de retornos incertos. Os ativos estruturais, como softwares e sistemas, por serem mais comuns e mais fáceis de serem imitados e adquiridos, não se mostraram estatisticamente significantes.

Em relação ao IGC, o Modelo 3 obteve significância estatística, porém com sinal negativo para a relação com o valor de mercado, alinhados com os achados de Terra (2006). Segundo a análise descritiva, a média de IGC foi 49,36%, o que significa que, das sete perguntas propostas, a maioria das empresas responderam positivamente somente a três.

Esses achados podem associar a gestão das entidades da amostra como não confiável, o que reduzi o valor de mercado. Além disso, a baixa pontuação no índice pode estar associada com a natureza do controle de capital, visto que a maioria das empresas da amostra são de controle estatal, sendo menos sujeitas à pressão do mercado de capitais e mais suscetíveis a interferências políticas.

O Modelo 3.2, com a variável $IGC75_{i,t}$, também se mostrou significativa e com sinal negativo. Levando em consideração que na variável $IGC75_{i,t}$ estão os maiores valores do índice, os resultados podem indicar que um alto nível de governança corporativa também não é bem interpretado pelos investidores, podendo ser visto como um aumento nos custos para a empresa.

Em relação a interação entre governança corporativa e ativos intangíveis, foram utilizadas três variáveis diferentes para representar a GC. Na primeira análise, utilizou-se o

$IGC50_{i,t}$, com empresas que apresentavam IGC acima do valor da mediana, portanto, com mais de três respostas positivas. Os Modelos 4, 4.1 e 4.4, correspondentes aos ativos intangíveis, ativos de relacionamento e contratos de concessão, respectivamente, obtiveram significância estatística e sinal positivo em relação ao valor da empresa. Ou seja, quando a empresa possui IGC de valor maior que a mediana, a governança pode influenciar positivamente na *value-relevance* dos ativos intangíveis.

Mais uma vez, os modelos com os intangíveis mais representantes e importantes para as empresas de utilidade pública se mostraram significantes, enquanto os ativos de inovação e de estrutura, de menor representatividade, não se mostraram estatisticamente significante.

Na segunda análise, utilizou-se o $IGC75_{i,t}$, apenas com empresas de maior IGC , ou seja, que responderam positivamente a mais de cinco perguntas. Os Modelos 5 e 5.3, correspondentes aos ativos intangíveis e aos ativos estruturais, obtiveram significância estatística, porém com sinal negativo em relação ao valor da empresa. Portanto, pode-se concluir que, para as empresas do setor de utilidade pública da B3, quando a empresa possui uma alta qualidade de governança corporativa, essa qualidade pode acabar influenciando negativamente no seu valor de mercado.

A terceira análise, complementar, corrobora com esse pensamento, visto que foi utilizada a variável $NM_{i,t}$, representando as empresas da amostra que fazem parte do Novo Mercado. Dos modelos apresentados, apenas o 6.2 não mostrou significância estatística. Os demais (Modelos 6, 6.1, 6.3 e 6.4) obtiveram significância, porém com o sinal negativo para o valor de mercado.

O Novo Mercado é o segmento de governança da B3 de maior exigência, com mais regras, compromissos e padrões de governança a serem adotados. Assim como na análise anterior, as empresas presentes em $NM_{i,t}$ são aquelas que possuem maior qualidade de GC. Para os investidores do setor de utilidade pública da B3, uma empresa que possui alta qualidade de governança corporativa pode está ligada também a um alto custo de manutenção desses mecanismos, valores que poderiam estar sendo alocados em outros investimentos com retornos mais certos. Tendo em vistas os inúmeros escândalos de corrupção envolvendo empresas do Novo Mercado já denunciados pela imprensa, uma alta qualidade de governança corporativa não necessariamente significa uma gestão confiável para os investidores.

Com os achados da pesquisa, é possível concluir que, para os investidores do setor de utilidade pública da B3, existe um nível ideal de governança corporativa, nem baixo nem tão alto, onde ela é capaz de aumentar a relevância dos ativos intangíveis reconhecidos,

principalmente aqueles que estão estreitamente ligados às principais atividades e serviços prestados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo examinar como a *value-relevance* dos ativos intangíveis reconhecidos pelas empresas de capital aberto do setor de utilidade pública é afetada pela qualidade da governança corporativa (GC). Além disso, o estudo teve como objetivos específicos caracterizar a composição dos ativos intangíveis das empresas do setor, mensurar a qualidade da governança corporativa e examinar o valor informativo incremental dos ativos intangíveis e da governança corporativa. A amostra da pesquisa compreendeu 40 empresas do setor de utilidade pública da B3 e o período utilizado foram os anos de 2010 a 2023. A pesquisa aplica uma variação do modelo de avaliação de Ohlson (1995), substituindo o lucro anormal pelo lucro líquido e adicionando as variáveis de interesse.

No campo teórico, a pesquisa reforça a proposta da teoria da Vidão Baseada em Recursos (*Resource-Based View* – RBV) ao concluir que o mercado de capitais brasileiro interpreta a presença de ativos intangíveis no balanço patrimonial das empresas da amostra como informação de valor incremental favorável, o que pode aumentar o valor de mercado das mesmas, atingindo o terceiro objetivo específico. O resultado condiz com a RBV, onde empresas que possuem recursos raros, de difícil acesso e de custosa imitação, podem receber vantagem competitiva ao reconhecer tais valores, tornando-os informação relevante.

Buscando atingir o primeiro objetivo específico da pesquisa, os ativos intangíveis presentes nas empresas foram classificados em três grupos: ativos de relacionamento, ativos de inovação e ativos estruturais. Dentre tais classes, os ativos de relacionamento (AR) foram os únicos estatisticamente significantes e com sentido positivo, sendo vistos como informação relevante, o que se justifica pelo fato de serem o grupo de intangíveis de maior representatividade dentre as empresas da amostra, além de englobarem os intangíveis fundamentais para a realização dos serviços prestados pelas empresas de utilidade pública, os contratos de concessão (CC).

Os CC também se mostraram significantes e se relacionam positivamente com o valor da empresa. Ou seja, os ativos intangíveis são relevantes para os investidores, porém esta relevância está concentrada nos ativos de relacionamento, mais especificamente nos contratos de concessão. Os ativos de inovação, apesar de relevantes, reduzem o valor da empresa, enquanto os ativos estruturais não se mostraram *value-relevants*.

O Índice de Governança Corporativa (IGC), utilizado para o cálculo da qualidade da governança nas empresas da amostra, a fim de alcançar o segundo objetivo específico, foi formado por perguntas sobre o conselho de administração e incentivos de remuneração. Apesar de ter se mostrado significativo estatisticamente, o IGC se relacionou negativamente com o valor de mercado, o que pode ser justificado pela baixa pontuação alcançada pelas empresas, sendo interpretada como uma gestão não confiável. Logo, atendendo ao terceiro objetivo específico da pesquisa, foi apontado que a qualidade da governança corporativa das empresas do setor de utilidade pública não é relevante para os investidores.

Sobre a interação da GC com o *value-relevance* dos ativos intangíveis, foram realizadas duas análises. Na primeira, com as empresas que possuem valor de IGC acima da mediana, os resultados apontaram que uma boa GC pode melhorar a visão dos investidores em relação aos ativos intangíveis das empresas do setor de utilidade pública, tornando-os informação de valor incremental favorável e aumentando a relevância desses ativos, atingindo o objetivo geral do trabalho.

Porém, na segunda análise, com empresas que possuem os valores mais altos do IGC, os modelos estatisticamente significantes obtiveram sinal negativo para o valor de mercado. Logo, é possível concluir que, para os investidores do setor de utilidade pública da B3, uma alta qualidade de governança corporativa pode influenciar negativamente no valor da empresa. Assim, também, na análise complementar com empresas do Novo Mercado, os modelos estatisticamente significantes obtiveram sinal negativo.

Esse resultado pode estar ligado ao alto custo de se manter os mecanismos de governança, valores que poderiam ser alocados para outras áreas que gerariam retornos mais seguros para os investidores, visto que, por conta dos inúmeros escândalos de corrupção envolvendo empresas do Novo Mercado relatados na mídia, como Americanas e Magazine Luiza, uma alta qualidade de GC pode não significar, necessariamente, uma gestão confiável para os investidores.

Os resultados mostram que o excesso de qualidade na governança corporativa pode reduzir o valor das empresas do setor de utilidade pública. Assim, é provável que exista um nível ideal de governança, que não seja de valor nem tão baixo nem tão alto, que satisfaça os investidores e que seja capaz de aumentar a relevância dos ativos intangíveis reconhecidos. O estudo possui como limitação o uso de somente um setor da B3, o de utilidade pública, o que restringiu as escolhas para a mensuração da GC, visto que a maioria das empresas da amostra são estatais.

Logo, para estudos futuros, sugere-se que sejam utilizados outros setores, ampliando a amostra da pesquisa. Além disso, seria interessante incluir no índice outras dimensões da governança corporativa, já que a pesquisa se limitou ao conselho de administração e mecanismos de incentivos aos administradores. Sugere-se também que estudos futuros explorem com maior profundidade a relação da moderação da GC na relevância dos ativos intangíveis com a natureza do controle de capital.

REFERÊNCIAS

- ABOODY, D.; LEV. B. The value-relevance of intangibles: the case of software Capitalization. **Journal of Accounting Research**, v.36, p.161-191, 1998.
- AGYEMANG, O.S.; ABOAGYE, E.; AHALI, A. Prospects and challenges of corporate governance in Ghana. **Int. J. Scient. Res. Pub**, v. 3, n. 5, p. 1–9, mai. 2013.
- ALI, A.; HWANG, L. S. Country-specific factors related to financial reporting and the value-relevance of accounting data. **Journal of Accounting Research**, v.38, n.1, p.1-21, 2000.
- ALMEIDA, R. L.; COUTINHO E SILVA, A. H. Demonstração do Valor Adicionado (DVA): uma análise de sua comparabilidade após torna-se obrigatória no Brasil. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da Uerj**, v. 19, n 1, p. 95-110, abr. 2014.
- ALVES GONÇALVES, K.; CONEGLIAM, L.; SILVA DO CARMO, C. H. *Value-relevance* Das Propriedades Para Investimento: Evidências Do Mercado De Capitais Brasileiro. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 20, n. 1, p. 2–19, 2017.
- ANDONOVA, V.; RUÍZ-PAVA, G. The role of industry factors and intangible assets in company performance in Colombia. **Journal of Business Research**, v.69, n. 10, p. 4377-4384, out. 2016.
- ANTUNES, G. A.; TEIXEIRA, A. J. C.; COSTA, F. M.; NOSSA, V. Efeitos da adesão aos níveis de governança da bolsa de valores de São Paulo na qualidade da informação contábil. **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 3, n. 1, p. 109-138, jan. 2010.
- AMARAL, H. F.; IQUIAPAZA, R. A.; CORREIA, L. F.; AMARAL, G. H. O.; VIEIRA, M. V. Avaliação de ativos intangíveis: modelos alternativos para determinação do valor de patentes. **Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 4, n. 1, p. 123-143, 2014.
- ARARAT, M.; CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research. **Emerging markets review**, v. 48, n. 100767, p. 100767, nov. 2021.
- ASMAR, MUATH; ABU ALIA, MUIZ; ALI, FAWZI. The impact of corporate governance mechanisms on disclosure quality: evidence from companies listed in the palestine exchange. **International Journal of Economics and Management**, v. 4, p. 401–417, mai. 2018.
- AULIA, F. P. KOESWAYO, P. S.; BEDE, D. The relevance of intangible asset, equity book, and earning value on stock price in information Tecnology era. **Journal of Accounting, Auditing and Business**, v. 3, n. 1, p. 135-146, 2020.
- BABOUKARDOS, D.; RIMMEL, G. Goodwill under IFRS: Relevance and disclosures in an unfavorable environment. **Accounting Forum**, v. 38, n. 1, p. 1-17, mar. 2014.

BABOUKARDOS, D. The valuation relevance of environmental performance revisit: the moderating role of environmental provisions. **The British Accounting Review**, v. 50, p. 32-47, 2018.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, p. 159-178, 1968.

BARAJAS, A., SHAKINA, E., & FERNÁNDEZ-JARDÓN, C. Acceleration effect of intangibles in the recovery of corporate performance after-crisis. **Research in International Business and Finance**, v.42, p. 1115-1122, dez. 2017.

BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. S. **Administração estratégica e vantagem competitiva**. Edição 5. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2017.

BARROS, C. M. E.; SOARES, R. O.; LIMA, G. S. DE. A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 19, p. 27-39, dez. 2013.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. The relevance of the *value-relevance* literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 77-104, set. 2001.

BATISTELLA, A. J.; KRUGER, S. D.; MOURA, G. D. DE. Influência da governança corporativa e da auditoria no desempenho de companhias abertas. **RACE**, v. 21, n. 1, p. 77-100, jan./abr. 2022.

BEAVER, W. H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 67-92, 1968.

BEEST, F.; BRAAM, G.; BOELEN, S. Quality of financial reporting: measuring qualitative characteristics. **NiCE Working Paper**, p.9-108, jan. 2009.

BESARIA, C. N.; PAULA, Â. A.; ARAÚJO, B. S.; ALVES, J. N.; ALMEIDA, F. F.; MONTEIRO, V. S. A qualidade das informações prestadas pelas empresas reduz os riscos de investimento? Uma análise empírica para os diferentes níveis de governança corporativa das empresas brasileiras. **RACE**, v. 14, n. 1, p. 11-38, 2015.

BLACK, B.; CARVALHO, A. G.; KHANNA, V.; KIM, W.; YURTOGLU, B. Which aspects of corporate Governance do and do not matter in emerging markets. **Jornal of Law, Finance and Accounting**, v. 5, n. 1, p. 137-177, 2020.

BONTEMPI, M.E.; MAIRESSE, J. Intangible capital and productivity at the firm level: a panel data assessment. **Economics of Innovation New Technology**, v. 24, n. 1-2, p. 22-51, 2015.

BRADLEY, N. How to measure and Analyse corporate governance. **International Financial Law Review, Corporate Governance**, p. 40-47, 2003.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information and corporate Governance. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 65-87, fev. 2003.

CAIXE, D. F.; RODRIGUES, M. A. Derivativos, valor da firma e governança corporativa no Brasil. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 28, n. 1, p. 2008-231, jan/abr. 2022.

CARREIRO, N. K. D.; NASCIMENTO, J. C. B.; BARBOSA, F. L. S.; RABÊLO NETO, A.; SILVA, M. C. Relação entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado: uma análise no contexto brasileiro. **Revista Facultad de Ciencias Económicas**, v. 29, n. 2, p. 11-28, jul-dez, 2021.

CARVALHO, D. M. D.; PRÉVOT, F.; MACHADO, J. A. D. O uso da teoria da visão baseada em recursos em propriedades rurais: uma revisão sistemática da literatura. **Revista de Administração**, v. 49, n. 3, p. 506-518, set. 2014.

CARVALHO, F. M.; KAYO, E. K.; MARTINS, D. M, L. Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 871-889, out. 2010.

CARVALHO, M. F. V. DE; SOARES, J. L.; PIMENTA, D. P. Gestão de organizações contábeis brasileiras: uma investigação entre a adoção dos princípios da governança corporativa e a aprendizagem organizacional. **CAFI - Contabilidade, Atuária, Finanças & Informação**, v. 4, n. 1, p. 3-22, jan. 2020.

CAHAN, S. F.; EMANUEL, D.; SUN, J. The effect of earnings quality and country-level institutions on the value-relevance of earnings. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 33, n. 4, p. 371-391, nov. 2009.

CLEMENTE, A.; ANTONELLI, R. A.; SCHERER, L. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. O mercado brasileiro precifica a adesão e a migração aos níveis diferenciados de governança corporativa? **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 11, n. 2, p. 140-152, jun. 2014.

Comitê de Pronunciamentos Contábeis–CPC. **Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1)**, 2010. Disponível em: < https://s3.sa-east-1.amazonaws.com/static.cpc.aatb.com.br/Documentos/187_CPC_04_R1_rev%2021.pdf >. Acesso em: 17 jun. 2024.

COLLINS, D.; MAYDEW, E.; WEISS, I. Changes in the value and relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, p. 39-67, 1997.

COLLINS, D.; PINCUS, M.; Xie, H. Equity valuation and negative earnings: the role of book value of equity. **Working paper, University of Iowa**, Iowa City, IA, 1999.

CORREIA, D. DE S. Princípios da governança corporativa aplicada às companhias abertas. **Brazilian Journal of Development**, v. 6, n. 4, p. 21497-21518, abr. 2020.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Reflexão sobre as funções da governança corporativa. **Revista de Gestão USP**, v. 13, n. 1, p. 43–55, jan./mar. 2006.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Arcabouço teórico para os estudos de governança corporativa: os pressupostos subjacentes à teoria da agência. **Revista de Gestão USP**, v. 15, n. 3, p. 1-10, jul./set. 2008.

CRUZ, C.F.; SILVA, A.F.; RODRIGUES, A. Uma discussão sobre os efeitos contábeis da adoção da interpretação IFRIC 12 – Contratos de concessão. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 20, n. 4, p. 57-85, out./dez. 2009.

DAVIS-FRIDAY, P. Y.; ENG, L. L.; LIU, C.-S. The effects of the Asian crisis, corporate governance and accounting system on the valuation of book value and earnings. **The International Journal of Accounting**, v. 41, n. 1, p. 22–40, dez. 2006.

DALLAGNOL, E. C. et al. Os Princípios da Governança Corporativa: O Enfoque Dado pelas Empresas Listadas na B3. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 13, n. 1, jan./abr. 2021.

DIONIZIO, C. L. da R.; DAGOSTINI, L.; MUSIAL, N. T. K. Evidenciação dos ativos intangíveis das empresas listadas no novo mercado da B3 em conformidade com CPC 04 (R1). **Revista Gestão Organizacional**, v. 13, n. 2, p. 142-161, jun. 2020.

DOSSO, M.; VEZZANI, A. Firm market valuation and intellectual property assets. **Industry and Innovation**, v. 27, n. 7, p. 705–729, nov. 2020.

DUTTA, D. K. Hypercompetitive environments, coopetition strategy, and the role of complementary assets in building competitive advantage: Insights from the resource-based view. **Strategic Management Review**, v. 9, n. 1, p. 1–11, 2015.

FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288–307, abr. 1980.

FARIA, G. G.; CARVALHO, L.; PEIXOTO, F. M.; BORSATTO, J. M. L. S. Governança corporativa e a intangibilidade: um estudo em empresas brasileiras não financeiras da B3. **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, v. 19, n. 4, p. 58-75, out./dez. 2020.

FÉ JÚNIOR, A. L. D. DA. **Mudanças contábeis e reações do mercado na implantação compulsória do IFRS no setor bancário brasileiro**. 2013. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

FERRARI, A.; SANTOS, A. C.; KLANN, R. C. Influencia temporal de los intangibles en el desempeño económico y de mercado. **Contabilidad y Negocios**, v. 18, n. 36, p. 161-186, set. 2023.

FERREIRA, M. P.; CARMO, C. H. S. DO; RIBEIRO, A. M. A *value-relevance* dos ativos financeiros das empresas do setor elétrico brasileiro. **Enfoque Reflexão Contábil**, v. 39, n. 3, p. 85–98, 2020.

FIETZ, E. E. Z.; SCARPIN, J. E. Estudo do Grau de Intangibilidade Por Meio das Demonstrações Contábeis: Uma Análise das Empresas S/A de Capital Aberto Constantes do Índice Ibrx-Índice Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE. **Anais...** São Paulo, jul. 2008.

FLORENCIO, W.; BATISTA, F. F.; REIS, C. Q. Governança corporativa e desempenho das ações de empresas do setor comercial em ambiente de crise econômica. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 19, p. 1-16, ago. 2020.

FRANZEN, L.; RADHAKRISHANA, S. The value-relevance of R&D across profit and loss firms. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 28, n. 1, p. 16-32, 2009.

GARCIA, R. L.; TAVARES, C. K. Empresa familiar e a governança corporativa: breves apontamentos sobre as estruturas de gestão das empresas familiares. **Revista de Estudos e Pesquisas Avançadas do Terceiro Setor**, v. 4, n. 1, p. 481-516, 2017.

GEOCZE, Z. B. Níveis diferenciados de governança corporativa e o efeito sobre o risco de suas ações. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, n. 1, p. 1-23, 2010.

GOMES, H. B.; GONÇALVES, T. J. de C.; TAVARES, A. de L. Intangibilidade e o valor da empresa: uma análise do mercado acionário brasileiro. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 19, dez. 2020.

HABIB, A.; AZIM, I. Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. **Accounting Research Journal**, v. 21, n. 2, p. 167-194, set. 2008.

HAJI, A. A.; GHAZALI, N. A. M. The role of intangible assets and liabilities in firm performance: empirical evidence. **Journal os Applied Accounting Researcch**, v. 19, n. 1, p. 42-59, jan. 2018.

HAYASHI JR, P. ITO, N. C.; Gimenez, F. A. P.; Pongeluppe, L. S. Entendimentos e desentendimentos da pesquisa empírica da visão baseada em recursos: uma abordagem exploratória. **Estudios Gerenciales**, v. 34, n. 149, p. 469-480, 2018.

HERCULANO, H. A.; PICCOLI, M. R. Reconhecimento de ativos intangíveis: uma análise sobre o *value-relevance* no Brasil. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 17, n. 1, p. 62-72, abr. 2016.

HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1-3, p. 3-75, 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. 6. ed. São Paulo, SP: IBGC, 2023.

IATRIDIS, G. E. Environmental disclosure quality: evidence on environmental performance, corporate governance and *value-relevance*. **Emerging Markets Review**, v. 14, p. 55-75, 2013.

JANUÁRIO, A. H. A.; ALVES, V. S. D.; GOMES, H. B. Relação entre ativos intangíveis e rentabilidade das empresas: evidências do mercado acionário brasileiro. **Revista do Instituto de Ciência Econômicas, Administrativas e Contábeis**, v. 26, n. 1, p. 37-48, jan. 2022.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, out. 1976.

KAYO, E. K. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas**. 2002. 110 p. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

KAYO, E. K.; FAMÁ, R. A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. **Revista de Administração**, v. 39, n. 2, p. 164-176, 2004.

KENT, P.; STEWART, J. Corporate governance and disclosures on the transition to international financial reporting standards. **Accounting & Finance**, v. 48, n. 4, p. 649-671, 2008.

LABIDI, M.; JEAN FRANÇOIS, G. Does increased disclosure of intangible assets enhance liquidity around new equity offerings? **Research in International Business and Finance**, v. 48, n. C, p. 426-437, 2019.

LAMEIRA, V. DE J.; NESS JUNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. D. L. V. A. DE. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **R.Adm.**, São Paulo, v.42, n.1, p.64-73, jan./fev./mar. 2007.

LAMEIRA, V. DE J.; NESS JUNIOR, W. L. Os determinantes da qualidade da governança praticada pelas companhias abertas brasileiras. **Revista de Negócios**, v. 16, n. 3, p. 33-52, jul/set, 2011.

LEV, B. **Intangibles**: management, measurement, and reporting. Washington, D. C.: Bookings Institution Press, 2001.

LEV, B. **Intangible assets**: concepts and measurements. New York, NY.: New Yourk University, 2005.

LEV B.; RADHAKRISHNAN S. **The Measurement Of Firm-Specific Organization Capita**. NBER Working Paper Series, Massachusetts Avenue, Cambridge, March 2003.

LIN, J.W.; HWANG, M. Audit quality, corporate governance, and earnings management: a meta-analysis. **International Journal of Auditing**, v.14, n.1, p. 57–77, 2010.

LIUKAS, C. S.; REUER, J. J.; ZOLLO, M. Effects of information technology capabilities on strategic alliances: Implications for the resource-based view. **Journal of Management Studies**, v. 53, n. 2, p. 161–183, jan. 2016.

LIU, H.; MANZOOR, A.; WANG, C.; ZHANG, L.; MANZOOR, Z. The COVID-19 Outbreak and affected countries stock markets response. **International journal of enviromental research and public health**, v. 17, p. 1-19, 2020.

LOPES, A. B.; ELISEU, M. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2014.

LOPES, A. B.; SANT'ANNA, D. P. de; COSTA, F. M. A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. **R.Adm.**, São Paulo, v. 42, n.4, p. 497- 510, out./nov/dez. 2007.

LOURENÇO, V. H. N. R. Evidenciação de ativos intangíveis e influência da governança corporativa em empresas de tecnologia da B3. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 16, p. 1-14. 2022.

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. A. V.; MACHADO, M. R. Análise da relevância da informação contábil no Brasil num contexto de convergência às normas internacionais de contabilidade. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 1, p. 65-85, jan./mar. 2013.

MACHADO, J. H.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 8, n. 16, p. 89-109, jul./dec. 2011.

MACHADO, J. H.; GALDI, F. C. *Value-relevance* de ativos intangíveis e internacionalização das empresas brasileiras. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 18, n. 2, p. 159-182, jan. 2023.

MADDEN, J. The Purpose of the firm, valuation and the management of intangibles. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 2, n. 29, p. 1-16, out. 2017.

MALACRIDA, M. J.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações IBOVESPA. **Revista Contabilidade e Finanças**, p. 65-79, set, 2006.

MARQUES, A. V. C.; SANTOS, C. K. S.; LEMES, S. Divulgação dos relatórios contábeis: um estudo da relevância das informações contábeis sobre ativos intangíveis. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 38. 2014, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, RJ, 2014.

MEDRADO, F.; CELLA, G.; PEREIRA, J. V.; DANTAS, J. Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 10, n. 28, p. 32–44, dez. 2016.

MIRANDA, K. F.; VASCONCELOS, A. C.; SILVA FILHO, J. C. L.; SANTOS, J. G. C.; MAIA, A. B. G. R. Ativos intangíveis, grau de inovação e o desempenho das empresas brasileiras de grupos setoriais inovativos. **Revista Gestão Organizacional**, v. 6, n. 1, p. 4-17, jan./abr. 2013.

MOTA, A. F.; BRANDÃO, I. de F.; PONTE, V. M. R. *Disclosure e materialidade: evidências nos ativos intangíveis dos clubes brasileiros de futebol*. **RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 15, n. 1, p. 175-200, jan.-abr. 2016.

MOURA, G. D.; BARBOSA, S. A.; SCHIO, N. S.; MAZZIONI, S. Ativos intangíveis influenciam no desempenho financeiro e no valor de mercado de companhias abertas familiares? **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 19, p. 1-17, abr. 2020.

MOURA, G. D.; VARELA, P. S. Análise da conformidade das informações divulgadas sobre ativos intangíveis em empresas listadas na bm&fbovespa. **Race: revista de administração, contabilidade e economia**, v. 13, n. 2, p. 637-662, mai./ago. 2014.

NETO, J. R. S.; SANTOS, J. G. C.; GORDIANO, C. A. S. G. Privatização e desempenho econômico-financeiro do setor de energia elétrica da Brasil Bolsa Balcão (B3). **Contabilometria**, v. 9, n. 1, p. 38-56, jan./jun. 2022.

NGUYEN, Q. KIM, M. H., ALI, S. Corporate governance and earning management: evidence from vietnamese listed firms. **International Review of Economics and Finance**, v. 89, p. 775-801, 2024.

NICHITA, E. M. Intangible assets: insights from a literature review. **Journal of Accounting and Management Information Systems**, v. 18, n. 2, p. 224-261, jun. 2019.

OHLSON, J. A. Earnings, book values and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**. v. 11, n. 2, p.661-68, 1995.

OLIVEIRA, L.; RODRIGUES, L. L.; CRAIG, R. Intangible assets and *value-relevance*: Evidence from the Portuguese stock exchange. **The British accounting review**, v. 42, n. 4, p. 241-252, 2010.

OLIVEIRA, P. H.; GONÇALVES, C. A.; PAULA, E. A. M. A Visão Baseada em Recursos da Inteligência Competitiva. **Revista de Ciências da Administração**, p. 141-151, 2013.

PACHECO, J.; ROVER, S.; VICENTE, E. F. R.; Value-relevance do nível de evidenciação do ativo intangível nas companhias de capital aberto brasileiras. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 15, n. 37, p. 178-199. 2018.

PACHECO, J.; ROVER, S. Value-relevance of intangible assets recognized in a business combination. **Jornal of Accounting, Management and Governance**, v. 24, n. 2, p. 167-184, mai./ago. 2021.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Ativos Intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 40, n.1, p. 7-24, abr. 2006.

PULIDO, A. Una comparativa internacional en la mediación del capital intangible de países. **Revista de Economía Mundial**, v. 23, p. 245-261, 2009.

RABINOVICH, J. Tangible and intangible investments and sales growth of US firms. **Structural Change and Economic Dynamics**, v. 66, p. 200-212, 2023.

RAMOS, D. A.; LUSTOSA, P. R. B. Verificação empírica da *value-relevance* na adoção das normas internacionais de contabilidade para o mercado de capitais brasileiro. **Contexto**, v. 13, n. 25, p. 70-83, set./dez. 2013.

REBOUÇAS, L. Da S.; SANTIAGO, S. D. O.; RIBEIRO, A. W. De A.; SILVA, M. N. M. Da. *Disclosure* de ativos intangíveis e sua relação com o valor de mercado no setor de utilidade pública. **Caderno de Administração**, v. 27, n. 2, p. 82–97, mai. 2020.

REZENDE, A. J. The relevance of accounting information in the process of valuation of companies in the new and old economy: an analysis of asset investments and their effects on the *value-relevance* of earnings and book value. **Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 23–52, 2005.

RIBEIRO; J. E.; SOUZA, A. A. Índice de governança corporativa e desempenho de mercado: evidências no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 34, n. 92, p. 1-16, 2023.

ROCHA, I. PEREIRA, A. M.; BEZERRA, F. A.; NASCIMENTO, S. Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. **Revista de Gestão**, v. 19, n. 2, p. 329–342, abr./jun. 2012.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. São Paulo: Atlas, 2014.

SANTANA, E. A. Contrato satisfatório multidimensional e a teoria do incentivo. **Rev. Bras. Econ.**, v. 56, n. 4, p. 661-694, oct./dec, 2002.

SANTOS, A. A.; BOTINHA, R. A.; LEMES, S. Análise da *value-relevance* da demonstração do valor adicionado nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, v. 18, p. 1-16, abr. 2019.

SANTOS, J. G. C. DOS; VASCONCELOS, A. C. DE; LUCA, M. M. M. D. Folga financeira e gastos ambientais: value-relevance no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 35, n. 94, 2024.

SCALZER, R. S.; ALMEIDA, J. C. G. De; COSTA, F. M. Da. Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 2, n. 2, p. 117–130, jan./abr. 2008.

SILVA, A.; SOUZA, T. R.; KLANN, R. C. A influência dos ativos intangíveis na relevância da informação contábil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 14, n. 31, p. 26-45, jan./abr. 2017.

SILVA NETO, J. R.; SANTOS, J. G. C.; GORDIANO, C. A. S. G. Privatização e desempenho econômico-financeiro do setor de energia elétrica da Brasil Bolsa Balcão (B3). **Contabilometria**, v. 9, n. 1, p. 38-56, jan-jun. 2022.

SILVEIRA, J. F. Teoria Da Agência E Compliance. **e3 - Revista de Economia, Empresas e Empreendedores na CPLP**, v. 8, n. 1, p. 005–015, mar. 2022.

SOUZA, A. B. e; BAUER, M. M.; COLETTI, L. A importância da governança corporativa e do controle interno na área contábil. **Revista Gestão e Desenvolvimento**, v. 17, n. 1, p. 148–174, jan. 2020.

SROUR, G. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um Estudo sobre a Conduta e a Performance das Firms Brasileiras. **Revista Brasileira de Economia - RBE**, v. 59, n. 4, out. 2005.

TAWFIK, O. I.; ALSMADY, A. A.; RAHMAN, R. A.; ALSAYEGH, M. F. Corporate Governance mechanisms, royal Family ownership and corporate performance: evidence in gulf cooperation council (GCC) market. **Heliyon**, v. 8, n. 12, p. 1-15, dez. 2022.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. DE. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 42, p. 35–49, set./dez. 2006.

TSALAVOUTAS, I.; DIONYSIOU, D. Value-relevance of IFRS mandatory disclosure requirements. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 15, n. 1, p. 22-42, mai. 2014.

VASCONCELOS, T.; FORTE, D.; BASSO, L. F. C. O impacto de intangíveis de empresas alemãs, inglesas e portuguesas: de 1999 a 2016. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 20, n. 4, p. 1-38, 2019.

WINTER, L. A. C.; LECHAKOSKI, A. C. P. S. A Convergência da governança corporativa nos países do MERCOSUL em direção aos princípios da OCDE. **Pensar - Revista de Ciências Jurídicas**, v. 28, n. 4, p. 1–12, out./dez. 2023.

ZITTEI, M. V. M.; KLOEPPEL, N.; KLANN, R. C. Ativos Intangíveis: Reconhecimento em Empresas de Utilidade Pública Listadas na BM&FBovespa. **Revista de Estudos Contábeis**, v. 4, n. 7, p. 98–115, mai. 2013.