

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail [bibfea@usp.br](mailto:bibfea@usp.br) para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE**  
**DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO**

**INTANGIBILIDADE E CRIAÇÃO DE VALOR:**  
**TRÊS ESTUDOS SOBRE AS CONEXÕES ENTRE FINANÇAS E ESTRATÉGIA**

**Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo**

**São Paulo**

**2007**

**Prof.<sup>a</sup>. Dr.<sup>a</sup>. Suely Vilela**  
**Reitora da Universidade de São Paulo**

**Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni**  
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade**

**Prof. Dr. Isak Kruglianskas**  
**Chefe do Departamento de Administração**

**EDUARDO KAZUO KAYO**

**INTANGIBILIDADE E CRIAÇÃO DE VALOR:  
TRÊS ESTUDOS SOBRE AS CONEXÕES ENTRE FINANÇAS E ESTRATÉGIA**

Tese apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como parte dos requisitos para a obtenção do título de Livre-Docente.

**São Paulo**

**2007**

**Dedico esta tese à memória do meu  
irmão Alexandre T. Kayo**

## AGRADECIMENTOS

A trajetória que percorri até chegar a esta tese foi extremamente gratificante. Complexa e árdua, sem dúvida, mas com a agradável sensação de cumprir uma importante etapa da minha vida. Essa trajetória, evidentemente, não poderia ser percorrida satisfatoriamente sem a ajuda de várias pessoas que cruzaram a minha vida. Peço desculpas àquelas pessoas que não cito a seguir, mas podem ter certeza que não foram e jamais serão esquecidas.

Agradeço a todos os meus colegas do Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, especialmente a meus colegas da linha de Finanças Estratégicas e, em particular, aos constantes parceiros de pesquisas, Herbert Kimura e Leonardo Basso. Agradeço também à Universidade Presbiteriana Mackenzie, nas pessoas do Prof. Reynaldo Marcondes e da Prof<sup>a</sup>. Eliane Brito, pela concessão de diversos auxílios financeiros. Agradeço também a meus alunos e ex-alunos que constantemente me desafiam a estudar cada vez mais, em especial ao meu ex-orientando Mauricio Réa Patrocínio.

Não poderia deixar de agradecer institucionalmente à CAPES, que concedeu a minha primeira Bolsa de Estudos no período do Mestrado, ao CNPq, que concedeu um auxílio financeiro para trazer a Prof<sup>a</sup>. Joan Penner-Hahn ao Mackenzie como professora visitante e, por fim, ao MackPesquisa, pelo apoio concedido a dois projetos de pesquisa.

O difícil contato inicial com o rigoroso mundo acadêmico foi amenizado pela paciente e dedicada contribuição de vários professores da FEA-USP. Em particular, agradeço aos professores José Roberto Securato, Fábio Frezatti, Almir Ferreira de Sousa, o saudoso José Carlos Moreira e, sobretudo, ao meu ex-orientador Rubens Famá.

Na busca por aprimorar meu conhecimento e minhas habilidades como pesquisador, duas parcerias internacionais têm sido fundamentais. Agradeço à Professora Anju Seth, da *University of Illinois at Urbana-Champaign*, por sua prestimosa colaboração no meu estágio pós-doutoral e no desenvolvimento de algumas das idéias que discuto nesta tese. Agradeço, também, à Professora Joan D. Penner-Hahn, da *Wayne State University*, por seus comentários e contribuições em alguns projetos de pesquisa. Evidentemente, quaisquer erros que esta tese apresente devem ser atribuídas exclusivamente a mim.

Por fim, agradeço às pessoas que, incondicionalmente, estão sempre ao meu lado e são eternas fontes de força, inspiração e felicidade: meus pais Munehiro e Amelia, minha esposa Tiemi e o mais novo membro da família, meu filho Lucas. Acima de tudo, agradeço a Deus.

## RESUMO

Esta tese se fundamenta em diferentes perspectivas teóricas das áreas de finanças e estratégia para procurar responder ao seguinte problema de pesquisa: qual a relação entre intangibilidade e criação de valor nos processos de construção de capacidades e aquisição de recursos? Duas importantes estratégias estão embutidas nessa pergunta: a aquisição de recursos (*resource-picking*) e a construção de capacidades (*capability-building*). Para responder a essa questão, esta tese apresenta três estudos realizados individualmente, mas que apresentam a mesma característica, a inter-disciplinaridade. Duas áreas do conhecimento em administração (finanças e estratégia) são colocadas juntas para fundamentar os três estudos. O primeiro estudo é empírico e analisa a relação entre a construção de capacidades (especificamente a Capacidade de Inovação e a Capacidade de Construção de Marca) e a criação de valor em diferentes fases do ciclo de vida das firmas. Os resultados mostram que, para as empresas em fase de crescimento, as duas capacidades são significantes. Porém, para as empresas em fase de maturidade, apenas a Capacidade de Inovação é significativa. O segundo estudo também é empírico e analisa a influência das aquisições sobre a criação de valor das firmas adquirentes. Os resultados da pesquisa mostram que quanto maior a intangibilidade das firmas adquirentes, maior é a criação de valor com as aquisições. Por fim, o terceiro estudo é um ensaio teórico que formula proposições acerca do papel dos diferentes tipos de recurso sobre a formação do fluxo de caixa livre e, conseqüentemente, sobre o valor das firmas envolvidas em um processo de aquisição. O ensaio teórico termina com a apresentação de dois novos conceitos de estratégia em fusões & aquisições: a estratégia ativa, por meio da qual as firmas buscam constantemente oportunidades de aquisição de recursos complementares, e a estratégia passiva, por meio da qual as firmas são impelidas a promover aquisições para aproveitar o momento do mercado.

## ABSTRACT

*Building on different theoretical perspectives of finance and strategy, this thesis addresses the following research problem: what is the relationship between intangibility and value creation throughout the processes of building capabilities and acquiring resources? Two important strategies are embedded in this question: the resource-picking and the capability-building. In order to answer the research problem, this thesis is comprised of three studies with the same main characteristic, the interdisciplinarity. Two fields of knowledge in business administration, finance and strategy, are put together in order to build the theoretical framework of these three studies. The first study is an empirical research that analyzes the relationship between capability-building (particularly the Innovation Capability and the Branding Capability) and value creation over the length of the firm's life cycle. Results show that both capabilities are significant when the firms are in the growth phase. However, when firms are in the maturity phase, only Branding Capability is significant. The second study is also empirical and analyzes the influence of acquisitions on acquirer's value creation. Results show that the bigger the intangibility of acquirer firms, the bigger is the value creation from acquisitions. At last, the third study is a theoretical essay which builds some propositions regarding the role of different sorts of resources on free cash flow and, as a consequence, on value creation in the event of an acquisition. This essay also introduces two new concepts of mergers and acquisitions strategies: the active strategy and the passive strategy. Through the active strategy, firms are pulled to seek resource complementarities through acquisitions. Through the passive strategy, firms are pushed to promote acquisitions because of market timing.*



## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>2 CONSTRUÇÃO DE CAPACIDADES E CRIAÇÃO DE VALOR.....</b>	<b>5</b>
2.1 APRESENTAÇÃO .....	5
2.2 RECURSOS, CAPACIDADES E CICLO DE VIDA.....	7
2.2.1 <i>Recursos e Capacidades</i> .....	7
2.2.2 <i>Ciclo de Vida e Problemas de Agência</i> .....	10
2.3 INVESTIMENTO EM CAPACIDADES E CRIAÇÃO DE VALOR.....	13
2.3.1 <i>Capacidade de Inovação e Criação de Valor</i> .....	14
2.3.2 <i>Capacidade de Construção de Marca e Criação de Valor</i> .....	15
2.3.3 <i>O Papel do Ciclo de Vida</i> .....	17
2.4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....	20
2.4.1 <i>Levantamento dos Dados e Amostragem</i> .....	20
2.4.2 <i>Operacionalização das Variáveis</i> .....	22
2.5 RESULTADOS DA PESQUISA.....	24
2.6 DISCUSSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	30
2.6.1 <i>Implicações Gerenciais</i> .....	35
2.6.2 <i>Implicações Teóricas</i> .....	36
2.6.3 <i>Limitação e Pesquisa Futura</i> .....	37
2.6.4 <i>Considerações Finais</i> .....	38
<b>3 AQUISIÇÃO DE RECURSOS E CRIAÇÃO DE VALOR.....</b>	<b>40</b>
3.1 APRESENTAÇÃO .....	40

3.2 PERSPECTIVA FINANCEIRA.....	42
3.2.1 Criação e Destruição de Valor em F&A: o Método de Análise .....	42
3.2.2 Criação e Destruição de Valor nas F&A: as Evidências.....	43
3.2.3 Os Estímulos para as F&A .....	45
3.3 PERSPECTIVA ESTRATÉGICA .....	47
3.3.1 Teoria Baseada em Recursos .....	47
3.3.2 Visão Baseada em Conhecimento.....	50
3.4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....	53
3.4.1 O Método.....	53
3.4.2 Amostragem, Levantamento e Análise dos Dados.....	54
3.4.3 Operacionalização das Variáveis.....	55
3.4.4 Modelos e Análises .....	58
3.5 RESULTADOS EMPÍRICOS .....	59
3.5.1 Análise do Retorno Anormal Acumulado Médio (ACAR).....	59
3.5.2 Análise de Regressão: Determinantes do CAR.....	61
3.6 DISCUSSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	63
3.6.1 Implicações Gerenciais.....	64
3.6.2 Implicações Teóricas .....	65
3.6.3 Limitações e Pesquisas Futuras .....	66
3.6.4 Considerações Finais .....	66
<b>4 CRIAÇÃO DE VALOR EM F&amp;A: AS CONEXÕES ENTRE FINANÇAS E</b>	
<b>ESTRATÉGIA .....</b>	<b>68</b>
4.1 APRESENTAÇÃO .....	68
4.2 AMBIENTE INTERNO .....	70
4.2.1 O modelo de valoração para adquirentes e empresas-alvo.....	70

4.2.2 O caso da criação de valor (sinergia).....	72
4.2.3 O caso da destruição de valor (agência e hubris).....	74
4.2.4 O fluxo de caixa incremental e a influência da Teoria Baseada em Recursos e da Visão Baseada em Conhecimento .....	75
4.3 AMBIENTES INTERNO E EXTERNO .....	79
4.3.1 Construindo os Conceitos de Estratégias Ativas e Passivas .....	79
4.4 DISCUSSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	83
4.4.1 Implicações Gerenciais.....	84
4.4.2 Limitações e Pesquisas Futuras.....	84
4.4.3 Considerações Finais .....	85
<b>5 CONCLUSÃO .....</b>	<b>86</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>88</b>

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1. Estatística Descritiva (Capacidade de Criação de Marca incluída).....	26
Tabela 2. Resultados da Análise de Regressão pelo método MQO.....	27
Tabela 3. Teste t dos <i>ACAR</i> para uma amostra.....	60
Tabela 4. Resultados da análise de regressão .....	62
Tabela 5. Exemplos de sinergia, <i>hubris</i> e agência .....	73

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1. O ciclo de vida da firma e os potenciais problemas de investimento .....	11
Figura 2. Perspectivas de análise e potenciais retornos em F&A.....	53
Figura 3. Criação e destruição de valor nos eventos analisados.....	60
Figura 4. Motivos para F&A e a criação de valor .....	69

## INTRODUÇÃO

Ao longo dos anos, os ativos intangíveis têm sido estudados sob os mais diversos focos. Do ponto de vista econômico, abordagens evolucionárias e teorias de organização industrial têm sido amplamente utilizadas para explicar a importância dos intangíveis como recursos fundamentais para o desempenho das firmas (BESANKO, DRANOVE, SHANLEY e SCHAEFER, 2004; CABRAL, 2000). A propósito, a área de Estratégia tem se apoiado em grande parte nessas teorias econômicas para desenvolver duas visões particulares aplicáveis ao estudo dos intangíveis: a Teoria Baseada em Recursos (WERNERFELT, 1984; PETERAF, 1993; BARNEY, 1991; entre outros) e as Capacidades Dinâmicas (TEECE, PISANO E SHUEN, 1997; HELFAT E PETERAF, 2003; entre outros). Da teoria de Finanças, temas como Agência, Informações Assimétricas e Estrutura de Capital (JENSEN e MECKLING, 1976; BAH e DUMONTIER, 2001; BALAKRISHNAN e FOX, 1993; O'BRIEN, 2003, entre outros) são recorrentes para explicar como os intangíveis contribuem para a criação de valor.

Várias pesquisas se propõem a analisar empiricamente a relevância dos ativos intangíveis para a criação de valor. A maioria delas procura estudar a relação existente entre o valor de mercado das empresas e os diversos tipos de intangíveis. Alguns estudos nessa linha podem ser citados: Barth, Clement, Foster e Kasznik (1998), Chauvin e Hirschey (1993), Megna e Klock (1993), Deng, Lev e Narin (1999), Aboody e Lev (1998).

Pesquisas empíricas recentes (Pike, Roos e Marr, 2005; Chin, Tsao e Chi, 2005; Villalonga, 2004; entre outros) têm atestado a contemporaneidade e importância de novas pesquisas sobre o tema. Alguns estudos nessa linha também têm sido realizados no Brasil: Kayo, Kimura e Basso (2005), Kayo, Teh e Kimura (2005), Kayo, Kimura, Martin e

Nakamura (2006), Kayo, Teh e Basso (2006), Perez e Fama (2006), Patrocínio, Kayo e Kimura (2007), entre outros.

Kayo, Teh e Kimura (2005), por exemplo, apresentam evidências de que a quantidade de marcas (que são importantes ativos intangíveis) apresenta uma relação positiva e significativa com a criação de valor de empresas brasileiras. Os mesmos autores mostram, por outro lado, que para as empresas brasileiras analisadas a quantidade de patentes (outro ativo intangível fundamental) não exerce influência significativa sobre a criação de valor. Esse último resultado, em particular, levanta questões importantes sobre a pouca importância que as empresas brasileiras, em geral, atribuem aos processos de inovação.

O papel dos ativos intangíveis sobre a criação de valor pode ser analisado sob diferentes prismas teóricos. Muitas vezes, entretanto, essa análise é feita de forma isolada pelas diferentes áreas do conhecimento. O diálogo entre essas diferentes áreas pode levantar importantes insumos para o entendimento de fenômenos relacionados às firmas ainda pouco explicados. Nesse contexto, a presente tese se fundamenta em diferentes perspectivas teóricas das áreas de finanças e estratégia para procurar responder ao seguinte problema de pesquisa: qual a relação entre intangibilidade e criação de valor nos processos de construção de capacidades e aquisição de recursos?

Neste problema de pesquisa estão contempladas duas estratégias que, segundo Makadok (2001), se constituem em importantes mecanismos de obtenção de vantagens competitivas, a saber: a aquisição de recursos (*resource-picking*) e a construção de capacidades (*capability-building*). São duas estratégias que levam à criação de vantagens competitivas e à criação de valor econômico. A primeira estratégia estabelece que a criação de valor acontece quando as firmas são mais efetivas que suas rivais na seleção de recursos (Makadok, 2001), o que pode envolver um processo de fusão ou aquisição de outras firmas. A segunda estratégia, por sua vez, estabelece que a criação de valor acontece quando as firmas são mais efetivas que as suas

rivalis na utilização de seus recursos (Makadok, 2001). Nesse último caso, o desenvolvimento de recursos acontece internamente à firma.

Para se tentar buscar uma resposta ao problema de pesquisa proposto, esta tese apresenta três estudos diferentes (dois empíricos e um teórico). Esses estudos foram realizados isoladamente, mas convergem para uma mesma preocupação: a de relacionar diferentes perspectivas teóricas para se entender como os ativos (recursos ou capacidades) intangíveis contribuem para a criação de valor das firmas. Cada um desses estudos apresenta individualmente sua própria estrutura contendo a apresentação, o referencial teórico, os procedimentos metodológicos, os resultados da pesquisa (quando for o caso) e as considerações finais.

O capítulo 2 analisa a construção de capacidades (*capability-building*) e a criação de valor. Esse estudo analisa o processo de acumulação de capacidades de firmas norte-americanas, sugerindo que os investimentos em diferentes capacidades intangíveis (de inovação e de construção de marca) exercem diferentes efeitos sobre a criação de valor dependendo do ciclo de vida em que as firmas se encontram. Na fase de alto crescimento, por exemplo, os investimentos na Capacidade de Inovação e na Capacidade de Construção de Marca são significativamente relevantes para a criação de valor das empresas analisadas. Por outro lado, em empresas na fase madura do ciclo de vida, apenas os investimentos em Inovação são positivamente significantes. O estudo busca na Teoria de Agência, na Teoria Baseada em Recursos e na perspectiva das Capacidades Dinâmicas, possíveis explicações para esses resultados.

O capítulo 3 analisa a aquisição de recursos (*resource-picking*) e a criação de valor. O objetivo desse estudo é analisar os retornos gerados para as empresas adquirentes nos eventos de aquisição. Estudos anteriores mostram que os retornos para as adquirentes, na média, são negativos ou nulos. O estudo apresenta evidências de que a análise agregada desses retornos



médios esconde uma grande variância. Quando os eventos são analisados levando-se em consideração a intangibilidade das adquirentes, os retornos são bastante diferentes. As adquirentes intangível-intensivas apresentam retornos positivos e as tangível-intensivas apresentam retornos negativos. Esse estudo busca fundamentação, principalmente, na Teoria de Agência e na Teoria Baseada em Recurso para explicar esse fenômeno.

Adicionalmente, mais importante que a análise empírica, a principal contribuição desse estudo está na proposição teórica construída com base na Visão Baseada em Conhecimento. Essa proposição sugere que os retornos para as adquirentes também são diferentes quando levados em consideração os diferentes tipos de conhecimento. Sugere-se que quanto maior o nível de conhecimento tácito da empresa, menor o retorno proporcionado por uma aquisição. Por outro lado, quanto maior o nível do conhecimento explícito (isto é, externalizado em algum tipo de propriedade intelectual como patentes, marcas, etc), maior o retorno.

Por fim, o capítulo 4 apresenta um ensaio teórico que associa os componentes do fluxo de caixa descontado à geração de rendas econômicas que dão origem a diferentes capacidades e recursos. Em linhas gerais, analisam-se como diferentes tipos de recurso, na eventualidade de uma aquisição, influenciam as receitas, custos, despesas, investimentos em imobilizado, investimento em capital de giro, custo de capital e estrutura de capital. Além disso, esse ensaio introduz dois novos conceitos para firmas que se envolvem em fusões e aquisições, a saber: firmas ativas e firmas passivas. As firmas ativas são aquelas que buscam oportunidades de aquisição para complementar seus recursos existentes independente do momento vivido pelo mercado financeiro e, com isso, têm maior chance de criar valor com suas aquisições. As firmas passivas são aquelas que são impelidas a aproveitar momentos de sobrevalorização de suas ações para promover aquisições, fazendo com que elas tenham maior chance de destruir valor com suas aquisições.

## CONSTRUÇÃO DE CAPACIDADES E CRIAÇÃO DE VALOR

### 2.1 Apresentação

A Teoria Baseada em Recursos, que integra uma perspectiva gerencial e uma perspectiva econômica (PETERAF e BARNEY, 2003), reconhece o fato de que a propriedade de recursos tangíveis e intangíveis pode levar a desempenhos superiores e, por consequência, à vantagem competitiva sustentável. Além disso, tão importante quanto a propriedade desses ativos é o processo de sua acumulação. Como sugerem Knott, Bryce e Posen (2003), os imitadores precisariam replicar toda a trajetória de acumulação de uma firma para alcançar a mesma posição competitiva. Assim, o processo de acumulação por si só pode proporcionar à firma um mecanismo de isolamento (isto é, proteção) contra ameaças externas.

O processo de acumulação é afetado tanto por fatores internos como externos. Como afirmam Amit e Schoemaker (1993), à medida que o ambiente se altera, as empresas precisam desenvolver diferentes combinações do que eles chamam de ativos (ou recursos) estratégicos. O ciclo de vida dos produtos, bem como o ciclo de vida das empresas, pode ser um reflexo dessas mudanças, uma vez que as alterações no ambiente têm o poder de provocar aumentos ou reduções na demanda daqueles produtos. Essas flutuações na demanda podem ser temporárias, mas em muitos casos podem ser permanentes. Nesse último caso, a empresa deve começar a pensar em modificar sua carteira de recursos. Portanto, o ciclo de vida da firma pode exercer um papel fundamental no processo de decisão de investimentos em recursos tangíveis e intangíveis (KAYO et al, 2006).

Com base na combinação entre a Teoria de Agência e os preceitos da Teoria Baseada em Recursos, este estudo desenvolve um estudo empírico por meio do qual se mostra que o ciclo de vida da firma é um fator importante para se entender o papel dos investimentos em

ativos intangíveis sobre a criação de valor. Em particular, testa-se a hipótese de sub e sobre-investimento estabelecido pela Teoria de Agência (JENSEN e MECKLING, 1976; JENSEN, 1986; STULZ, 1990). Esses problemas estão intrinsecamente relacionados ao ciclo de vida das empresas.

Desde que Eisenhardt (1989) ressaltou a importância da Teoria de Agência para os estudos organizacionais, particularmente quando combinada com outras perspectivas teóricas, diversas pesquisas empíricas têm sido realizadas nessa área. De acordo com Mahoney e Pandian (1992), a Teoria Baseada em Recursos proporciona aos pesquisadores de diferentes áreas uma estrutura de estudo em comum, o que torna possíveis diálogos e debates entre eles (especialmente dentro das áreas de estratégia, microeconomia e organização industrial).

Apesar da importância desse diálogo, a maioria das pesquisas tem sido realizada de forma isolada. Makadok (2003), por exemplo, sugere que tem sido raro se encontrar estudos na área de estratégia que colocam juntas as perspectivas de governança (exemplo: Teoria de Agência) e de competência (exemplo: Teoria Baseada em Recursos). Duas exceções de artigos que analisam diferentes perspectivas teóricas são de autoria de Lee e O'Neill (2003) e Henderson e Cool (2003). Esses dois artigos, de forma geral, investigam a relação entre o sistema de governança (o baseado no mercado, como acontece nos Estados Unidos, contra o baseado nos bancos, como acontece no Japão) e a política de investimentos das empresas. Acredita-se que muitos estudos ainda possam ser realizados nessa área. Nesse contexto, esta parte da tese realiza um diálogo entre duas teorias de diferentes áreas do conhecimento de forma a se entender a política de investimentos em ativos (ou recursos) intangíveis.

Neste estudo, em particular, a preocupação é a de se analisar a acumulação de dois tipos de recursos intangíveis: os relacionados à marca e os relacionados à inovação. Entretanto, o interesse desta pesquisa não está nos recursos em si, mas nos processos de criação e acumulação de tais ativos. O objetivo, portanto, é analisar a relação entre a acumulação de

capacidades (de inovação e de construção de marca) e a criação de valor, levando-se em consideração as diferentes fases do ciclo de vida da empresa. As hipóteses são testadas em uma amostra de empresas industriais e de serviço (excluindo empresas financeiras) incluídas na base de dados *Compustat* no período de 1995 a 2004.

Os resultados mostram evidências de que as empresas têm diferentes políticas de investimento dependendo das suas perspectivas de crescimento (isto é, quando estão em diferentes fases do seu ciclo de vida). Quando as empresas estão na fase de crescimento, os investimentos nas duas capacidades (de inovação e de construção de marca) criam valor para as empresas analisadas. As empresas na fase madura, entretanto, apresentam apenas a capacidade de inovação como direcionador significativo de valor. Esses resultados podem ser explicados pela Teoria Baseada em Recursos bem como pela Teoria de Agência, reforçando a importância de se analisar potenciais complementaridades entre diferentes teorias para explicar as vicissitudes organizacionais.

## **2.2 Recursos, Capacidades e Ciclo de Vida**

### **2.2.1 Recursos e Capacidades**

Como sugerido por Peteraf (1993), o papel dos recursos e das capacidades internas em na determinação da heterogeneidade das firmas tem sido uma das grandes preocupações da área de estratégia. Essa heterogeneidade reflete a presença de fatores de produção superiores. Esses fatores, por sua vez, existem em oferta limitada, o que significa que as firmas podem sustentar sua vantagem competitiva apenas quando seus recursos não puderem ser expandidos livremente ou imitados por outras firmas. De acordo com a Teoria Baseada em Recursos, a propriedade de tais recursos leva a firma a obter retornos anormais e, como consequência, a criar valor econômico e vantagem competitiva sustentável. De acordo com Barney (1991), a

vantagem competitiva sustentável é derivada do que ele chama recursos valiosos, raros, imperfeitamente imitáveis e não substituíveis.

Antes de continuar essa discussão teórica, é importante explicar as diferenças entre os conceitos de recursos e capacidades. Recursos são ativos tangíveis ou intangíveis de propriedade de uma empresa em uma base semi-permanente (HELFAT e PETERAF, 2003; WERNERFELT, 1984). Apesar desses recursos se constituírem em importantes fontes de diferenciação, o simples fato da firma ser proprietária de tais recursos não é condição suficiente para se criar valor. Esses recursos precisam ser devidamente utilizados para que venham a se transformar em fatores de vantagem competitiva. Essa tarefa é atribuída à chamada capacidade organizacional, que é a habilidade de desenvolver um conjunto coordenado de tarefas (HELFAT e PETERAF, 2003) que torna possível alcançar os objetivos organizacionais com a utilização de seus recursos. A capacidade, portanto, se refere à habilidade da firma em usar seus recursos (AMIT e SCHOEMAKER, 1993).

Adotam-se, neste estudo, esses dois conceitos de capacidades. Entretanto, ainda não existe consenso acerca da definição de capacidades. Diversos autores têm diferentes visões sobre esse termo. Teece, Pisano e Shuen (1997, p.516), por exemplo, definem capacidade como “habilidade”. Por outro lado, Makadok (2001, p.389) trata a capacidade com um “tipo especial de recurso”. Zollo e Winter (2002, p.340) vêem a capacidade como um “padrão de atividades coletivas”. Encontrar uma definição consensual ainda é uma questão ainda a ser resolvida pela área de estratégia.

Um outro importante conceito é o das capacidades dinâmicas, um termo cunhado por Teece, Pisano e Shuen (1997) para descrever situações envolvendo rápidas mudanças na tecnologia e nas forças de mercado. De acordo com esses autores, capacidades dinâmicas se referem à habilidade da firma em integrar, construir e re-configurar as competências internas e externas para que possam lidar com ambientes que mudam rapidamente. Isso

necessariamente envolve adaptação e mudança, como ressaltado por Helfat e Peteraf (2003). É essa capacidade a responsável por garantir as condições requeridas para sustentar a vantagem competitiva.

Adicionalmente, a utilização dos recursos por meio da capacidade organizacional ainda é um assunto inacabado. Como afirmam Dierickx e Cool (1989), é necessário que a acumulação do que eles chamam de ativos (ou recursos) estratégicos siga uma política consistente de investimentos ao longo de um período de tempo. Em outras palavras, os estoques de ativos tangíveis e intangíveis devem ser formados por apropriados fluxos de investimento. Um padrão racional deve ser estabelecido de forma que a firma seja efetiva na alocação e aproveitamento de seus recursos. Isso significa que os investimentos devem ser compatíveis com os recursos que as empresas queiram (ou precisem) desenvolver. Por exemplo, se o ambiente demanda por uma marca forte que garanta a percepção de certos atributos de um determinado produto/serviço, a trajetória apropriada seria formada por investimentos constantes em publicidade e outras formas de promoção.

Por outro lado, se a firma necessita desenvolver uma solução tecnológica inexistente, ela deve investir em pesquisa & desenvolvimento (P&D) que gerem produtos patenteáveis. É importante lembrar que esses dois recursos (patentes e marcas) podem sofrer erosões significativas em função da obsolescência tecnológica e da mudança no perfil e preferência dos consumidores. Portanto, os investimentos em tais recursos (entre outros) devem ser feitos em uma base contínua, sempre levando em conta as mudanças nos ambientes internos e externos.

Neste estudo, assume-se que o fluxo de investimentos em P&D e publicidade sejam *proxies* para as capacidades de inovação e de construção de marca, considerando que essas capacidades constituam um conjunto coordenado de tarefas com o propósito de construir recursos. Nesse contexto, por exemplo, quanto mais a empresa investir em publicidade, maior

será sua capacidade mercadológica e mais valiosa será sua marca (considerando a marca como um tipo de recurso). De forma similar, quanto mais a empresa investir em P&D, maior será sua capacidade de inovação e mais valioso serão suas patentes (considerando a patente como um recurso).

### 2.2.2 Ciclo de Vida e Problemas de Agência

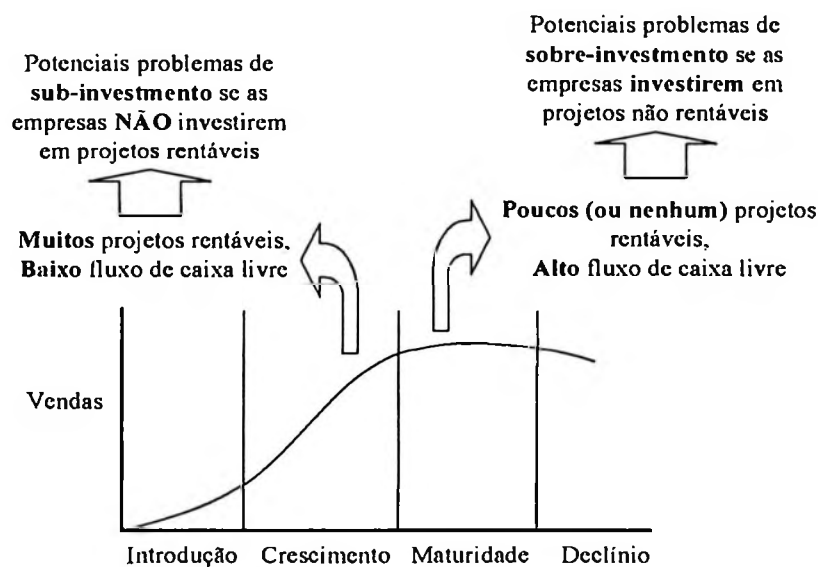
Helfat e Peteraf (2003) introduziram um novo conceito, o do ciclo de vida das capacidades. De acordo com essas autoras, esse conceito ajuda a explicar as fontes da heterogeneidade das firmas. Derivando da economia evolucionária, Helfat e Peteraf (2003) afirmam que a Teoria Baseada em Recursos deve levar em conta a evolução dos recursos e capacidades ao longo do tempo de forma a explicar a vantagem competitiva.

De acordo com Helfat e Peteraf (2003), o ciclo de vida das capacidades descreve um padrão geral e as possíveis trajetórias que caracterizam a evolução das capacidades organizacionais. Elas sugerem três estágios diferentes para o ciclo de vida das capacidades: o estágio de fundação, o estágio de desenvolvimento e o estágio de maturidade. À medida que determinada capacidade alcança o estágio de maturidade, pelo menos seis outras trajetórias podem se seguir: retirada (*retirement*), redução (*retrenchment*), replicação (*replication*), renovação (*renewal*), reutilização (*redeployment*) e recombinação (*recombination*). De acordo com Helfat e Peteraf (2003), essa ramificação ocorre por causa da influência do ambiente de seleção interna e externa. Um exemplo de ambiente de seleção interna é o processo de decisão gerencial, que é um fator muito importante no que diz respeito aos conflitos de agência. Com relação ao ambiente de seleção externa, exemplos incluem mudanças na demanda, ciência e tecnologia, disponibilidade de matéria-prima e política governamental (HELFAF e PETERAF, 2003).

O modelo do ciclo de vida das capacidades de Helfat e Peteraf (2003) é diferente do tradicional conceito de ciclo de vida do produto no sentido de que as capacidades podem estar

relacionadas a diversos produtos ao mesmo tempo. Assim, de certa forma, pode-se entender o ciclo de vida das capacidades como uma carteira de ciclos de vida de produtos individuais. Para os propósitos deste estudo, adota-se o conceito tradicional de ciclo de vida de produto, estendendo-se este conceito para o ciclo de vida da firma.

O ciclo de vida da firma guarda uma importante relação com os problemas de agência. Definido de forma simples, o ciclo de vida do produto pode ser definido como um modelo previsível de desenvolvimento da firma composto por diferentes fases. Em geral, essas fases são a introdução, o crescimento, a maturidade e o declínio, como mostra a Figura 1. Cada uma dessas fases influencia a formação de diferentes estruturas de propriedade, que por sua vez afeta o comportamento dos gestores.



**Figura 1. O ciclo de vida da firma e os potenciais problemas de investimento**

Para efeito de simplificação, pode-se dizer que enquanto a firma está na fase de introdução a propriedade pode estar nas mãos de um ou poucos empreendedores. Nesse caso, o conflito de interesses entre gestores e acionistas não existiria uma vez que os empreendedores também seriam os próprios gestores. À medida que a empresa cresce e a



demanda por novos investimentos é maior que os recursos financeiros do empreendedor, existe a necessidade de buscar novos acionistas.

Uma vez que esses novos acionistas não atuam como gestores, a firma passa a enfrentar um primeiro problema, o custo de agência do capital próprio externo (JENSEN e MECKLING, 1976), devido à separação entre propriedade e controle. A redução de sua participação acionária incentiva os proprietários-gestores a apropriar montantes maiores dos recursos da firma na forma de mordomias ou, ainda pior, aumentando o problema de risco moral (*moral hazard*), que pode ser definido como falta de esforço da parte do agente (EISENHARDT, 1989). De qualquer forma, esse conflito leva à inevitável “perda residual” (JENSEN e MECKLING, 1976, p.308). O risco moral é particularmente problemático quando a firma está na fase de crescimento, quando os gestores têm a oportunidade de investir, mas não investem, em projetos com VPL (valor presente líquido) positivo. Como pode ser observado na Figura 1, isso leva a potenciais problemas de sub-investimento se os gestores realmente não investirem nesses projetos.

Por outro lado, quando a firma entra na fase de maturidade, os projetos com VPL positivo são mais escassos e o fluxo de caixa livre é alto. Nesse caso, os gestores deveriam devolver aos acionistas o caixa excedente na forma de dividendos. Entretanto, Stulz (1990) sugere que os gestores tendem a continuar investindo mesmo em projetos com VPL negativos porque seus benefícios pecuniários e não pecuniários aumentariam com o investimento. Fazendo isso, os gestores ganham controle sobre um conjunto maior de projetos, garantindo, assim, seus empregos. Pela Figura 1, pode-se observar que esse curso de ação pode levar a problemas de sobre-investimento se a empresa decidir investir nesses projetos.

Além do risco moral, outro importante problema de agência aplicável ao investimento em ativos intangíveis é a seleção adversa (*adverse selection*), que ocorre em função do alto nível de assimetria de informações inerente ao desenvolvimento das capacidades e dos

recursos. O investimento em recursos intangíveis, como patentes e marcas, apresenta uma incerteza natural que aumenta a probabilidade de erro na decisão de investimento. No contexto dos recursos e das capacidades, a seleção adversa pode ocorrer se a firma decide realizar investimentos em recursos e capacidades que não sejam apropriados à sua situação. Por isso, é importante saber em que circunstâncias seria mais apropriado realizar tais investimentos.

### **2.3 Investimento em Capacidades e Criação de Valor**

Neste ponto do presente estudo, é importante definir-se o conceito de criação de valor para os propósitos desta pesquisa. Como Lepak, Smith e Taylor (2007) sugerem, o conceito de criação de valor pode tomar diversas formas dependendo do nível de análise ser a sociedade, a organização ou o indivíduo. Não é escopo deste estudo discutir profundamente essa questão, mas pode-se afirmar que o nível de análise em questão é o da organização. Nesse contexto, este estudo utiliza o ponto de vista tradicional de criação de valor das finanças, isto é, a criação de valor econômico para os acionistas.

Por esta perspectiva, os ativos intangíveis (como as patentes e as marcas) são importantes fatores de diferenciação, permitindo à firma obter uma vantagem competitiva sustentável e eventualmente uma criação de valor persistente. Essa não é apenas uma afirmação vaga ou retórica. Com efeito, Villalonga (2004) apresenta fortes evidências de que a intangibilidade dos recursos é positivamente relacionada à persistência dos lucros. Além disso, nas literaturas de finanças, contabilidade e estratégia são encontradas várias evidências da relevância dos ativos intangíveis para a criação de valor. Alguns desses estudos são discutidos nos dois tópicos seguintes.

### 2.3.1 Capacidade de Inovação e Criação de Valor

De acordo com a classificação de alguns autores (LEV, 2001; STEWART, 1999; entre outros), P&D e patentes são recursos intangíveis relacionados à criação de ativos de inovação. Apesar do fato de que as atividades de P&D possam ser vistas como processos ou rotinas (isto é, capacidades) ao invés de recursos, o fato é que tanto a P&D como as patentes são utilizadas por muitos estudos como *proxies* para ativos intangíveis.

Este estudo parte da premissa de que as atividades de P&D correspondam à utilização de capacidades de inovação que, por sua vez, é utilizada para a criação de novas patentes. De qualquer forma, essas capacidades ou recursos intangíveis exercem um papel fundamental na criação de valor dependendo do setor de atuação da firma. Na indústria farmacêutica, por exemplo, esses ativos são importantes fontes de vantagem competitiva sustentável e de valorização das ações. De acordo com Lieberman e Montgomery (1988), as firmas da indústria farmacêutica ganham uma vantagem se eles forem pioneiros. Assim, é muito importante que a tecnologia emergente possa ser patenteada. As patentes proporcionam à firma um monopólio temporário até que as atividades de P&D produzam outras novas patentes.

Diversos estudos analisam a relação entre dispêndio com P&D e a criação de valor. A maioria desses estudos mostra que essas variáveis são positivamente associadas. Chauvin e Hirschey (1993), por exemplo, mostram que os dispêndios com P&D são positiva e significativamente relacionadas com os valores de mercados das firmas. Megna e Klock (1993), analisando duas variáveis relacionadas à inovação (dispêndios com P&D e patentes), mostram que essas duas variáveis influenciam positivamente o  $q$  de Tobin das firmas estudadas. Connolly e Hirschey (2005) também encontram relação positiva entre os dispêndios com P&D e o  $q$  de Tobin, adicionalmente a outra importante constatação: os dispêndios com P&D exercem maior impacto para grandes empresas em comparação com

pequenas. Eles argumentam que isso é devido a economias de escala ou outras vantagens relacionadas ao tamanho da firma. Outros pesquisadores (DENG, LEV e NARIN, 1999; ABOODY e LEV, 1998) também encontraram resultados similares.

Este estudo desenvolve algumas hipóteses para explorar as relações entre capacidades intangíveis, o ciclo de vida da firma e a criação de valor. Inicialmente, é explorada a relação entre as capacidades e a criação de valor de uma forma agregada, ou seja, analisando-se a amostra total de empresas. Em seguida, é analisado o efeito das capacidades sobre a criação de valor em diferentes estágios do ciclo de vida da firma.

Consideram-se, para a análise, dois tipos específicos de capacidades intangíveis: a capacidade de inovação e a capacidade de construção da marca. Como encontrado em estudos anteriores, espera-se encontrar uma relação positiva entre a capacidade de inovação e a criação de valor, tomando-se a amostra com todas as empresas. Assim, a primeira hipótese é a seguinte:

**Hipótese 1. A Capacidade de Inovação é positivamente associada à criação de valor da firma, tomando-se a amostra total de firmas.**

### **2.3.2 Capacidade de Construção de Marca e Criação de Valor**

Pelo ponto de vista de Priem (2007), a literatura de estratégia (especificamente a escola de posicionamento de Porter, a Teoria Baseada em Recursos e as Capacidades Dinâmicas) tem prestado pouca atenção ao papel dos consumidores, apesar da sua significativa importância como direcionadores de valor. Afinal, como sugere Priem (2007, p.219), os consumidores são “arbitradores” do valor e eles validam o valor dos produtos e serviços. Na mesma direção, Sirmon, Hitt e Ireland (2007) afirmam que a criação de valor para a firma começa com a criação de valor para os consumidores. Com efeito, tudo começa pela linha

superior dos demonstrativos de resultados, isto é, da receita proporcionada pela venda dos produtos. Se a firma não for capaz de persuadir os consumidores a comprar seus produtos por um certo preço, não haverá lucro, fluxo de caixa e nem vantagem competitiva.

Para criar e manter o fluxo de receitas, particularmente quando os compradores são consumidores individuais, pode-se dizer que a marca exerce um papel fundamental. A marca é a maior responsável pela definição da preferência dos consumidores e pela percepção que estes possuem a respeito do produto ou serviço. A marca é importante porque identifica um produto ou serviço, distinguindo-o dos outros (KELLER, 1998). Portanto, ela é uma fonte de diferenciação e vantagem competitiva.

Uma marca forte é especialmente importante e vantajosa para os primeiros entrantes. De acordo com Lieberman e Montgomery (1988), a literatura de psicologia sugere que o primeiro produto no mercado recebe uma atenção desproporcional na mente do consumidor. Por isso, é importante que a firma na fase de crescimento (provavelmente com vários produtos novos) faça dos investimentos em publicidade uma de suas prioridades. Lieberman e Montgomery (1988) sugerem que a grande participação de mercado que os primeiros entrantes constroem tende a persistir porque as percepções formadas e as preferências dos consumidores dificilmente se modificam.

A marca é um recurso fundamental para as firmas de bens de consumo e de serviço. Vários estudos mostram evidências de que tanto os dispêndios com publicidade (CHAUVIN e HIRSCHEY, 1993) e o valor da marca (BARTH et al, 1998) são positivamente associados à criação de valor. Isso é particularmente devido a alguns fatores que uma marca forte é capaz de gerar, como maior lealdade, menor vulnerabilidade a ações dos competidores, maiores margens de lucro, menor elasticidade de preço, entre outros (KELLER, 1998). Nesse contexto, a segunda hipótese a ser testada é a seguinte:

**Hipótese 2: A Capacidade de Construção de Marca é positivamente associada à criação de valor da firma, tomando-se a amostra total de firmas.**

### **2.3.3 O Papel do Ciclo de Vida**

Neste estudo, assume-se que ao longo do ciclo de vida o valor econômico da firma possa ser influenciado por diferentes contribuições de diferentes ativos (recursos) intangíveis, como sugerem Kayo et al (2006). Isso significa que um determinado ativo intangível pode exercer influências diferentes em cada fase do ciclo de vida. Patentes ou P&D, por exemplo, podem ser relevantes na fase de crescimento, mais do que na fase madura. Portanto, é razoável supor que, em circunstâncias específicas, os investimentos em determinados intangíveis possa ser mais vantajoso do que investimentos em outros. Os fundamentos que cercam os problemas de sub e sobre-investimento (JENSEN e MECKLING, 1976; JENSEN, 1986; STULZ, 1990) expostos pela Teoria de Agência ajudam a explicar esse fenômeno.

A base fundamental da Teoria de Agência reside na relação entre o principal e o agente. O principal contrata o agente para desempenhar algum tipo de serviço em seu nome, envolvendo um processo de delegação de autoridade para que o agente possa tomar decisões (JENSEN e MECKLING, 1976). Como sugerem Jensen e Meckling (1976), como o interesse do principal e do agente não são alinhados, este último não agirá no melhor interesse do principal. Como consequência, uma “perda residual” (JENSEN e MECKLING, 1976, p.308) surge dos seus conflitos de interesse, levando à destruição de valor para o acionista.

A perda residual é mais severa quando o fluxo de caixa livre é positivo e em excesso, uma característica típica das firmas na fase de maturidade. Seguindo a definição de Jensen (1986), fluxo de caixa livre é o caixa que excede ao necessário para financiar todos os projetos que apresentem valor presente líquido positivo. Entretanto, quando a firma se encontra na fase de crescimento, e portanto apresenta boas oportunidades de crescimento, o

fluxo de caixa livre é baixo porque os recursos financeiros são investidos em projetos com valor presente líquido positivo. Dispendios nessa fase tendem a criar valor e as firmas podem realizar investimentos rentáveis em ativos intangíveis (como P&D e publicidade) ou mesmo em ativos tangíveis (como os ativos permanentes).

Segundo Sirmon, Hitt e Ireland (2007), quando a demanda é crescente, as firmas enfrentam menor rivalidade porque, normalmente, existem oportunidades para todos. Por outro lado, quando os mercados são maduros e a demanda é estável, a rivalidade tende a crescer. Portanto, se as firmas com potenciais oportunidades de crescimento não fizerem os investimentos apropriados, a destruição de valor é iminente. Assim, a destruição de valor nessa fase surge dos problemas de sub-investimento, que acontece quando a firma não investe suficientemente em todos os possíveis projetos com valor presente líquido positivo. Dessa forma, quanto maior os investimentos, maior a criação de valor na fase de crescimento. Nesse contexto, são estabelecidas as seguintes hipóteses:

**Hipótese 3a. Na fase de crescimento, os investimentos na Capacidade de Inovação são positivamente associados à criação de valor das firmas.**

**Hipótese 3b. Na fase de crescimento, os investimentos na Capacidade de Construção de Marca são positivamente associados à criação de valor das firmas.**

Ratificando, o alto nível de fluxo de caixa e a escassez de boas oportunidades de investimento podem levar os gestores (como agentes) a investir em projetos com VPL negativo ou gastar o dinheiro com o consumo de mordomias. Esse é o chamado problema de sobre-investimento (JENSEN, 1986; STULZ, 1990), que acontece quando os gestores investem além do nível considerado ótimo. Isso ocorre porque a remuneração dos gestores

(pecuniária ou não) é frequentemente atrelada ao tamanho da firma sob sua gestão. Dessa forma, num primeiro momento, pode-se esperar que os investimentos, tanto intangíveis como tangíveis, apresentem uma relação negativa com a criação de valor na fase de maturidade. Entretanto, tomando-se o conceito de ciclo de vida das capacidades proposto por Helfat e Peteraf (2003), é razoável supor que as firmas continuem investindo em P&D mesmo na fase de maturidade de forma a perseguir uma trajetória de renovação. Assim, elas conseguem se manter vivas e competitivas. Portanto, estabelece-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 4a. Na fase de maturidade, os investimentos em capacidade de inovação são positivamente associados à criação de valor.**

Por outro lado, como sugerem Chin, Tsao e Chi (2005), é maior a probabilidade de que os dispêndios com publicidade (que pode ser uma *proxy* para o valor da marca) sejam mais relevantes na fase de crescimento do que na fase de maturidade. Eles se baseiam no argumento de Myers (1977) sobre opções reais, que define o valor da firma como a soma dos valores dos ativos existentes e do valor das oportunidades de crescimento. Na fase de maturidade, o valor da firma tem uma proporção maior de ativos existentes, ao passo que na fase de crescimento a proporção maior é relativa ao valor de novas oportunidades de crescimento.

Como na fase de crescimento a quantidade de novos produtos é alta, é razoável supor que a firma faça grandes investimentos na construção da marca nessa fase de forma a fixá-la na mente dos potenciais consumidores. À medida que o produto e a firma entram na fase de maturidade, eles passam a ser mais conhecidos e a necessidade de grandes investimentos em publicidade diminui. Seguindo o conceito de sobre-investimento, excessivos gastos na capacidade de construção da marca podem ser desnecessários, uma vez que o baixo



crescimento não seria capaz de compensar os gastos. Nesse contexto, define-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 4b. Na fase de maturidade, os investimentos na capacidade de construção da marca são negativamente associados à criação de valor.**

Existem, pelo menos, três formas de mitigar o problema de sobre-investimento: (1) aumentando o comprometimento dos gestores, por exemplo concedendo-lhes ações da firma como parte da sua remuneração, (2) pagando dividendos para reduzir o fluxo de caixa livre ou (3) aumentando o endividamento para incentivar um comportamento mais parcimonioso por parte dos gestores. Evidentemente, esses três procedimentos não são necessariamente excludentes.

Este último procedimento, entretanto, pode levar a outro problema: o custo de agência da dívida. Nesse caso, o conflito de interesses entre os credores e os gestores da firma aumenta à medida que aumenta também o nível de dívidas. Essa é uma das razões para a limitação do capital de terceiros na estrutura de capital das firmas. Resumindo e simplificando os problemas de agência, quanto maior a participação acionária de sócios não gestores, maior o custo de agência do capital próprio externo. Por outro lado, quanto maior o nível do endividamento, maior o custo de agência da dívida.

## **2.4 Procedimentos Metodológicos**

### **2.4.1 Levantamento dos Dados e Amostragem**

A população deste estudo é o conjunto de empresas listadas na *New York Stock Exchange*, na *American Stock Exchange* e na *NASDAQ*. A adoção de empresas norte-americanas se deve à disponibilidade dos dados necessários para a análise (dispêndios com

P&D e publicidade). Os balanços das empresas brasileiras não apresentam tais dados, impossibilitando a análise proposta.

Em contraste com estudos anteriores, como o de Knott, Bryce e Posen (2003), cuja amostra compreende apenas empresas farmacêuticas, este estudo analisa diversos setores diferentes simultaneamente, com exceção do setor financeiro. Aplica-se um critério de seleção não-probabilístico, com a inclusão na amostra de todas as empresas que tinham dados disponíveis.

Os dados para a análise empírica foram colhidos dos arquivos da *Compustat*. A amostra inicial incluía 3.111 empresas ativas. Os dados econômico-financeiros foram colhidos para todas as empresas ativas em cada ano do período de 1995 a 2004. Uma vez que o estudo compreende 10 anos, a matriz de dados agregados gerou mais de 31 mil observações. Entretanto, em função de dados faltantes e outras exclusões, a quantidade final de observações diminuiu significativamente. Após os ajustes necessários, a amostra final contou com 5.742 observações de firmas/ano (vide a Tabela 2 para a quantidade final de observações para cada modelo empírico).

Além da amostra total, a análise dos dados também é feita tomando-se duas sub-amostras, cada uma delas contendo firmas em diferentes ciclos de vida da firma. Uma das sub-amostras é composta por empresas na fase de crescimento e a outra por empresas na fase de maturidade. Para o processo de separação dessas duas sub-amostras, a amostra total foi dividida tomando-se como parâmetro o índice P/L (preço/lucro). Esse procedimento é o mesmo adotado por McConnell e Servaes (1995). Uma característica importante desse índice é que ele supostamente captaria as oportunidades de crescimento das firmas. Inicialmente, a amostra total foi dividida em três sub-amostras, cada uma contendo a mesma quantidade de firmas. A sub-amostra intermediária foi descartada e as duas sub-amostras extremas foram

analisadas. As firmas com maior índice P/L foram classificadas na fase de crescimento. As firmas com menor índice P/L foram classificadas na fase de maturidade.

#### 2.4.2 Operacionalização das Variáveis

**Variável dependente.** Representando o conceito de criação de valor, a variável dependente é o  $q$  de Tobin. A utilização dessa medida como variável dependente não é uma novidade. Diversos artigos já procederam dessa forma, tais como os de Connoly e Hirschey (2005), McConnell e Servaes (1995), Megna e Klock (1993), entre outros. Por outro lado, o  $q$  de Tobin também pode ser utilizado como *proxy* para a intangibilidade das empresas (VILLALONGA, 2004) e considerado como variável independente dependendo do contexto da pesquisa. Entretanto, este estudo segue a visão tradicional das finanças econômicas que toma o  $q$  de Tobin como variável dependente. Essa variável é originalmente definida como a razão entre o valor de mercado total da firma (incluindo capital próprio e de terceiros) e o custo de reposição dos ativos (LINDENBERG e ROSS, 1981). No presente estudo, entretanto, utiliza-se uma versão simplificada do  $q$  de Tobin proposta por Chung e Pruitt (1994). Chung e Pruitt (1994) afirmam que sua versão é capaz de explicar 96,6% da variabilidade do  $q$  de Tobin calculado pela metodologia mais sofisticada e complexa de Lindenberg e Ross (1981). Assim, mesmo utilizando uma versão simplificada do  $q$ , não se corre o risco de se perder poder explicativo. Nessa versão simplificada, Chung e Pruitt (1994) dividem o valor de mercado total da firma pelo valor contábil do ativo total, como mostra a Equação 1.

$$q = \frac{(MVE + PS + DEBT)}{TA} \quad (1)$$

onde *MVE* é o valor de mercado das ações ordinárias, *PS* é o valor de mercado das ações preferenciais, *DEBT* é o valor contábil das dívidas de curto e longo prazos e *TA* é o valor contábil do ativo total.

**Variáveis independentes.** Este estudo analisa duas variáveis independentes principais, que representam os investimentos nas capacidades intangíveis. A primeira é a Capacidade de Inovação, definida como a razão entre os dispêndios com P&D e as vendas líquidas, como mostra a Equação 2.

$$\text{Capacidade de Inovação} = \frac{\text{Dispêndios com P \& D}}{\text{Vendas Líquidas}} \quad ( 2 )$$

A segunda variável é a Capacidade de Construção de Marca, definida como a razão entre os dispêndios com publicidade e as vendas líquidas, como mostra a Equação 3.

$$\text{Capacidade de Construção de Marca} = \frac{\text{Dispêndios com publicidade}}{\text{Vendas Líquidas}} \quad ( 3 )$$

**Variáveis de controle.** Outras cinco variáveis de controle são incluídas na análise empírica. O Investimento Tangível é a variável para dispêndios em ativo imobilizado e é medida pela razão entre os dispêndios em ativo imobilizado e as vendas líquidas. O Endividamento é medido pela razão entre as dívidas de longo prazo e o valor de mercado do capital próprio. O Retorno sobre os Ativos é o lucro líquido dividido pelo ativo total. Como medida para o risco, utiliza-se o *Beta* do modelo CAPM. Este *Beta*, como calculado pela *Compustat*, reflete a sensibilidade dos preços de uma firma em relação à flutuação de um índice de mercado (exemplo: no caso das empresas dos Estados Unidos, o índice é o S&P

500) ao longo de um período de 5 anos. Por fim, a variável Porte é medida pelo logaritmo natural das vendas líquidas.

## 2.5 Resultados da Pesquisa

Seis diferentes modelos (1A, 1B, 1C, 2A, 2B e 2C) são analisados aplicando-se a análise de regressão múltipla pelo método dos mínimos quadrados ordinário. Os modelos 1A, 1B e 1C se referem aos modelos empíricos que incluem a variável Capacidade de Construção de Marca. Os modelos 2A, 2B e 2C, por outro lado, não incluem essa variável. Procede-se dessa forma porque, embora seja desejável analisar as duas variáveis de Capacidade conjuntamente, as empresas norte-americanas não são obrigadas pela SEC (*Securities and Exchange Commission*) a registrar os dispêndios com publicidade, o que reduz consideravelmente a quantidade de firmas analisadas. Por outro lado, os dispêndios com P&D precisam ser registrados obrigatoriamente.

As diferenças entre os modelos A, B e C são as seguintes. Os resultados dos modelos A (1A e 2A) são derivados da análise da amostra total. Os modelos B (1B e 2B) analisam apenas as empresas na fase de crescimento, enquanto os modelos C (1C e 2C) analisam as firmas na fase de maturidade. Assim, o modelo 1A se refere à análise empírica da amostra total incluindo-se a variável Capacidade de Construção de Marca. O modelo 2A analisa a mesma amostra total de firmas, porém excluindo a variável Capacidade de Construção de Marca. O mesmo raciocínio vale para as amostras de empresas na fase de crescimento e na fase madura.

De um certo ponto de vista, o presente estudo é metodologicamente similar ao de McConnell e Servaes (1995). Utiliza-se, no presente estudo, a mesma variável dependente e aplica-se o mesmo critério de divisão das amostras. Entretanto, o presente estudo difere em termos de objetivo. O propósito de McConnell e Servaes (1995) é analisar a influência do endividamento sobre a criação de valor nas empresas de alto crescimento e nas de baixo crescimento. O objetivo do presente estudo é analisar a influência não do endividamento, mas

do investimento nas capacidades intangíveis sobre a criação de valor. Com efeito, os resultados deste estudo são bastante diferentes dos de McConnell e Servaes (1995).

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva e as correlações entre as variáveis para os modelos em que a variável Capacidade de Construção de Marca é incluída. A tabela que exclui esta variável não é relatada porque os resultados são similares. Como pode ser observado pelas correlações bivariadas, a multicolinearidade não é um problema. Adicionalmente, são processados os testes de tolerância e de *Variance Inflation Factor* (VIF) para todos os modelos, mas não são encontradas evidências de multicolinearidade.

Importantes resultados adicionais da Tabela 1 se referem às médias das duas principais variáveis independentes: a Capacidade de Inovação e a Capacidade de Construção de Marca. Observa-se que a média da Capacidade de Inovação é surpreendentemente maior quando as firmas estão na fase madura (modelo 1C: média = 0,18) do que quando estão na fase de crescimento (modelo 1B: média = 0,08). Esse resultado pode parecer paradoxal à primeira vista. Isso mostra que empresas com baixas oportunidades de crescimento investem 18% de suas vendas na pesquisa de novos produtos ou serviços enquanto as firmas com muitas oportunidades de crescimento investem apenas 8% de suas vendas. Esse não é o caso da Capacidade de Construção de Marca. Os dispêndios nessa capacidade são muito similares tanto na fase de crescimento (modelo 1B: média = 0,03) como na fase de maturidade (modelo 1C: média = 0,04), mostrando um padrão de investimentos relativamente estável ao longo do ciclo de vida da firma.

Tabela 1. Estatística Descritiva (Capacidade de Criação de Marca incluída)

Variável	Média	d.p.	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Modelo IA - Amostra total</i>										
1. <i>q</i> de Tobin	2.21	2.40	1.00							
2. Capacidade de Inovação	0.13	0.15	0.22***	1.00						
3. Capac.Constr.de Marca	0.03	0.07	0.11***	0.14***	1.00					
4. Investimento tangível	0.05	0.08	0.08***	0.22***	0.23***	1.00				
5. Endividamento	26.16	1255.29	0.00	-0.03*	-0.01	-0.02	1.00			
6. Retorno sobre os ativos	-26.79	165.36	-0.24***	-0.26***	-0.11***	-0.03	0.01	1.00		
7. Risco	2.53	205.62	0.09***	0.03*	0.03*	0.01	0.00	-0.07***	1.00	
8. Porte	5.08	2.54	-0.17***	-0.32***	-0.09***	0.00	0.01	0.21***	-0.04**	1.00
<i>Modelo IB - Amostra Fase de Crescimento</i>										
1. <i>q</i> de Tobin	2.48	1.90	1.00							
2. Capacidade de Inovação	0.08	0.07	0.19***	1.00						
3. Capac.Constr.de Marca	0.03	0.04	0.11***	-0.14***	1.00					
4. Investimento tangível	0.05	0.05	0.19***	0.21***	0.00	1.00				
5. Endividamento	55.82	302.86	-0.07**	-0.09***	0.01	-0.03	1.00			
6. Retorno sobre os ativos	6.24	6.12	0.53***	-0.11***	0.07**	0.02	-0.03	1.00		
7. Risco	1.32	3.54	0.05*	0.08**	-0.05*	0.01	-0.01	-0.03	1.00	
8. Porte	6.48	2.20	-0.04	-0.10***	0.25***	0.08**	0.06*	0.15***	-0.06**	1.00
<i>Modelo IC - Amostra Fase de Maturidade</i>										
1. <i>q</i> de Tobin	2.72	3.16	1.00							
2. Capacidade de Inovação	0.18	0.18	0.27***	1.00						
3. Capac.Constr.de Marca	0.04	0.09	0.16***	0.16***	1.00					
4. Investimento tangível	0.05	0.10	0.11***	0.27***	0.34***	1.00				
5. Endividamento	98.21	628.34	-0.02	0.01	-0.03	0.01	1.00			
6. Retorno sobre os ativos	-20.74	35.61	-0.55***	-0.29***	-0.20***	-0.14***	-0.03	1.00		
7. Risco	-2.99	116.60	0.02	0.03	0.01	0.02	0.03	0.00	1.00	
8. Porte	4.30	2.09	-0.35***	-0.18***	-0.16***	-0.05	0.05	0.40***	0.01	1.00

\*  $p < .10$ \*\*  $p < .05$ \*\*\*  $p < .01$

A Tabela 2 mostra, de forma concisa, os principais resultados desta pesquisa. O modelo 1 apresenta os resultados da análise de regressão incluindo a variável independente Capacidade de Construção de Marca. Esse modelo é dividido em três partes. Na primeira parte são mostrados os resultados para a amostra total, na qual são analisadas 2.035 observações firma/ano. Nesse caso, as duas variáveis representando as capacidades intangíveis são significantes (Capacidade de Inovação com  $p < 0,01$  e Capacidade de Construção de Marca com  $p < 0,05$ ) e positivamente relacionadas ao  $q$  de Tobin. Isso corrobora as hipóteses 1 e 2. Esses resultados são consistentes com estudos anteriores que sugerem que os ativos intangíveis exercem um papel importante sobre a criação de valor.

**Tabela 2. Resultados da Análise de Regressão pelo método MQO**

Variable	Modelo 1			Modelo 2		
	Capacidade de Construção de Marca Includa			Capacidade de Construção de Marca Excluda		
	[A] Amostra total	[B] Amostra fase de Crescim.	[C] Amostra fase de Maturid.	[A] Amostra total	[B] Amostra fase de Crescim.	[C] Amostra fase de Maturid.
(Intercepto)	2,14 ***	1,20 ***	2,48 ***	2,36 ***	1,32 ***	2,55 ***
Capacidade de Inovação	2,02 ***	6,07 ***	1,85 ***	2,42 ***	5,73 ***	2,28 ***
Capac. Constr. de Marca	1,79 **	7,05 ***	1,20	-	-	-
Investimento tangível	1,06 *	5,17 ***	-,12	,25	2,40 ***	,16
Endividamento	,00	,00	,00	,00	,00	,00
Retorno sobre os ativos	-,00 ***	,17 ***	-,04 ***	-,01 ***	,14 ***	-,03 ***
Risco	,00 ***	,02	,00	,00 ***	,02 *	,00
Porte	-,07 ***	-,12 ***	-,22 ***	-,12 ***	-,07 ***	-,26 ***
<i>N</i>	2.035	738	612	5.742	2.091	1.711
<i>R</i> <sup>2</sup>	,10	,39	,33	,10	,30	,37
<i>F</i>	31,29 ***	68,71 ***	43,55 ***	106,36 ***	150,30 ***	168,89 ***

*N* = quantidade de observações firma/ano

\*  $p < 0,10$

\*\*  $p < 0,05$

\*\*\*  $p < 0,01$

Quando a amostra é dividida em sub-amostras de firmas na fase de crescimento e na fase de maturidade, os resultados são diferentes. O teste de Chow é processado para se verificar possíveis diferenças estruturais entre os três modelos (amostra total, de crescimento e de maturidade). O teste mostra diferenças significantes entre os modelos ( $F = 219,96$ ), o que



significa que eles são estruturalmente diferentes e, portanto, o ciclo de vida da firma exerce um papel importante na construção dos modelos.

Na regressão das firmas na fase de crescimento, tanto a Capacidade de Inovação como a Capacidade de Construção de Marca são positivamente relacionados ao  $q$  de Tobin e significantes ao nível de 1%, corroborando as hipóteses 3a e 3b. Esse resultado sugere que para as firmas que possuem boas oportunidades de crescimento (isto é, projetos com VPL positivo), os investimentos em inovação e marca são relevantes para a criação de valor. Com base nesse resultado, aparentemente as firmas analisadas são capazes de evitar os problemas de sub-investimento característicos dessa fase. Os problemas de sub-investimento são prejudiciais à criação de valor porque as firmas investem menos do que podem e, portanto, não maximizariam seu valor. À medida que o tempo passa e se a firma mantiver essa tendência de sub-investimento, seus ativos intangíveis estarão sujeitos a erosão no seu valor.

Nas firmas da fase de maturidade, por sua vez, apenas a Capacidade de Inovação apresenta uma relação positiva com o  $q$  de Tobin em um nível significativo ( $p < 0,01$ ), corroborando a hipótese 4a. Num primeiro momento, se fosse levado em conta apenas o ponto de vista da Teoria da Agência, seria esperada uma relação negativa entre aquelas variáveis em função dos problemas de sobre-investimento. Entretanto, levando-se em consideração os preceitos do ciclo de vida das capacidades (HELFAT e PETERAF, 2003), a suposição do presente estudo é de que os investimentos na Capacidade de Inovação são importantes mesmo na fase de maturidade. Isso porque as firmas maduras necessitam buscar a criação de valor por meio do desenvolvimento de novos produtos para manter sua competitividade.

Isso não é necessariamente verdadeiro no caso da Capacidade de Construção de Marca. As empresas maduras (eventualmente com produtos já estabelecidos e marcas bem reconhecidas) não teriam necessidade de investir grandes montantes de dinheiro na publicidade de sua carteira corrente de produtos. Nesse caso, os dispêndios em publicidade na

fase de maturidade poderiam ser menores do que na fase de crescimento. Seguindo esse raciocínio, quanto mais as firmas investirem na Capacidade de Construção de Marca, menor seria a criação de valor na fase de maturidade, gerando, então, a hipótese 4b. Os resultados encontrados não corroboram a hipótese 4b. Esperava-se uma relação negativa, mas a análise mostra uma relação positiva, embora sem significância estatística.

A análise dos modelos 2a, 2b e 2c (que excluem a variável Capacidade de Construção de Marca) mostra resultados similares. É importante lembrar que essa variável é excluída porque as empresas norte-americanas não são obrigadas a registrar os dispêndios com publicidade, ao contrário dos dispêndios com P&D. Seguindo esse procedimento, a quantidade de observações de firmas/ano sobe de 2.035 para 5.742 quando considerada a amostra total. Apesar da exclusão daquela variável, a Capacidade de Inovação ainda é positivamente relacionada com a criação de valor.

Outro resultado interessante diz respeito ao coeficiente de determinação ( $R^2$ ). Ele melhora quando a amostra é dividida. O  $R^2$  é de 10% no modelo 1, que analisa a amostra total. Quando a amostra é dividida, o  $R^2$  aumenta para 39% e 33%, respectivamente para os modelos que analisam as empresas na fase de crescimento e de maturidade. Assim, o poder explanatório das variáveis é maior quando o ciclo de vida da firma é levado em consideração.

Em contraste aos investimentos intangíveis, é interessante analisar os diferentes efeitos dos investimentos em ativos tangíveis sobre a criação de valor quando o ciclo de vida é levado em consideração. A variável Investimento Tangível, no caso das empresas em fase de crescimento, é positivamente relacionado com o  $q$  de Tobin e altamente significativa ( $p < 0,01$ ), ao passo que para as empresas na fase de maturidade isso não acontece. Como esperado, os investimentos tangíveis em ativo imobilizado não criam valor quando as firmas são maduras e possuem poucas oportunidades de crescimento. Nesse caso, o VPL dos projetos disponíveis é negativo e eventuais investimentos poderiam levar a firma a destruir valor.

Todos esses resultados empíricos refletem o fato de que as firmas, em média, conseguem enfrentar de forma apropriada os problemas de sub e sobre-investimento. Na fase de crescimento, os investimentos em ativos tangíveis e intangíveis proporcionam criação de valor. Quando essas firmas alcançam a fase de maturidade, entretanto, apenas os investimentos em Capacidades de Inovação são relevantes para a criação de valor.

Entre as variáveis de controle, um resultado em particular é surpreendente. O Endividamento não mostra influências significantes sobre o  $q$  de Tobin em nenhum dos modelos. McConnell e Servaes (1995) sugerem que as dívidas exercem efeitos positivos e negativos dependendo das suas oportunidades de crescimento. Eles mostram uma relação negativa entre o endividamento e o valor em empresas de alto crescimento. Nas empresas de baixo crescimento (isto é, maduras), a relação é positiva. O resultado da presente pesquisa mostra que, para as empresas analisadas, o endividamento não cria valor. Alguns podem afirmar que isso corrobora a controversa proposição de irrelevância da estrutura de capital defendida por Modigliani e Miller (1958). Essa discussão, entretanto, não faz parte do escopo deste estudo.

## **2.6 Discussão e Considerações Finais**

O presente estudo propõe um diálogo entre diferentes perspectivas teóricas dos campos de estratégia e de finanças para explicar como as firmas investem em recursos intangíveis de forma a criar valor para seus acionistas. Da área de estratégia são discutidas a Teoria Baseada em Recursos e a perspectiva das Capacidades Dinâmicas. Da área de finanças são discutidos os problemas de sub e sobre-investimento derivados dos conflitos de interesse entre gestores e acionistas, o chamado problema de agência do capital próprio externo.

Os problemas de agência se fundamentam principalmente nas questões do interesse próprio e do incentivo, isto é, a suposição básica é a de que os gestores não maximizam a riqueza dos acionistas porque os primeiros tentam maximizar sua própria riqueza. Não

obstante, isso pode ser evitado mediante incentivos apropriados que levariam os gestores a adotarem comportamentos mais alinhados aos interesses dos acionistas. Assim, a Teoria de Agência preconiza que os gestores não tomam as melhores decisões de investimento o tempo todo. Algumas vezes eles investem muito dinheiro quando o valor presente líquido dos projetos é negativo (problema de sobre-investimento) e outras vezes eles investem menos que o considerado ótimo (problema de sub-investimento). Evidentemente, esse tipo de comportamento pode ser mitigado por meio de apropriados mecanismos de governança corporativa.

A essência da Teoria Baseada em Recursos e das Capacidades Dinâmicas reside na propriedade de recursos que levam à vantagem competitiva e à criação de valor. Porém, o problema de como os gestores e as firmas transformam os recursos de forma a criar valor permanece sendo uma questão teórica e empírica que merece maior aprofundamento (SIRMON, HITT e IRELAND, 2007; PRIEM e BUTLER). Várias contribuições teóricas têm sido proporcionadas em favor de uma estrutura analítica mais rigorosa para essa crescente corrente de estudos, a Teoria Baseada em Recursos. Alguns exemplos desse tipo de contribuição incluem os estudos de Makadok (2001; 2002; 2003), Makadok e Barney (2001), Sirmon, Hitt e Ireland (2007), entre outros. Por outro lado, o presente estudo procura fazer uma contribuição para o campo empírico. Assim, o objetivo deste estudo é analisar a relação entre a acumulação dos investimentos em capacidades intangíveis (inovação e construção de marca) e a criação de valor, levando-se em consideração as diferentes fases do ciclo de vida das firmas. Sugere-se que o ciclo de vida da firma é um importante elemento a ser levado em conta na gestão dos recursos e das capacidades porque ela (o ciclo de vida) tem o poder de sintetizar as influências internas e externas nas estratégias corporativas e de negócios.

Nesse contexto, o presente estudo analisa a influência de duas variáveis principais relacionadas a investimentos intangíveis (a Capacidade de Inovação e a Capacidade de

Construção de Marca) sobre a criação de valor (medida pelo  $q$  de Tobin). Parte-se da suposição de que o padrão de investimento em ativos tangíveis e intangíveis dependa em grande parte da existência de oportunidades de crescimento.

Este estudo apresenta evidências de que, quando as firmas estão na fase de crescimento, as duas capacidades são criadoras de valor. Esse resultado sugere que as firmas conseguem evitar o problema de sub-investimento, tão comum quando as firmas possuem diversas opções de investimento lucrativo. Os resultados para as firmas na fase de maturidade mostram que elas conseguem enfrentar outro problema bastante comum e característico dessa fase, o problema de sobre-investimento. Isso é evidenciado pelo fato dos investimentos na Capacidade de Construção de Marca não serem significantes para explicar a criação de valor na fase de maturidade.

Entretanto, em um resultado que pode ser considerado surpreendente, os investimentos na Capacidade de Inovação apresentam-se importantes para a criação de valor mesmo quando as firmas alcançam a fase de maturidade. Do ponto de vista da Teoria de Agência, essa poderia ser uma política sem sentido, uma vez que a firma já se encontra numa fase madura e projetos lucrativos seriam bastante escassos. Pelo contrário, os resultados desta pesquisa mostram evidências de que as firmas com poucas oportunidades de crescimento (maduras) investem em média 18% de suas vendas enquanto as firmas na fase de crescimento investem apenas 8%. Isso pode refletir uma intensa busca das firmas maduras por caminhos que as mantenham vivas e competitivas. Esse resultado sugere que, aparentemente, os problemas de sobre-investimentos não são tão severos quando os esforços de investimento são dedicados ao processo de renovação (isto é, investimentos em P&D).

Pode-se levantar algumas especulações a respeito dessas diferenças significativas nos dispêndios em P&D. As firmas em fase de crescimento podem ter benefícios em função das complementaridades entre seus projetos. Dessa forma, o custo marginal de se investir em

novos projetos, porém relacionados, pode ser menor do que investir em projetos novos e não relacionados entre si. Essa especulação pode ser razoável se forem consideradas algumas evidências empíricas como as do estudo de Helfat (1997) sobre as companhias petrolíferas beneficiadas pelas complementaridades entre seu estoque de conhecimento existente e os investimentos em P&D no desenvolvimento de novos combustíveis sintéticos. Penner-Hahn e Shaver (2005), estudando as atividades de inovação das firmas farmacêuticas japonesas, apresentam evidências adicionais de complementaridades. Eles mostram que os processos internacionais de P&D só beneficiam as empresas japonesas se já houver capacidade de pesquisa em relação à tecnologia relacionada. A complementaridade de recursos e capacidades está implícita no que Dierickx e Cool (1989, 1507) chamam “*Asset Mass Efficiencies*”, que é o ganho proporcionado pelo incremento a novos estoques de ativos quando as firmas já possuem altos níveis do mesmo. Por fim, na visão de Kogut e Zander (1992, p.383), as firmas aprendem novas habilidades quando recombina suas capacidades correntes.

Especulando novamente, as firmas na fase de maturidade, em função da ausência de bons projetos relacionados e ansiosas por encontrar potenciais projetos com VPL positivo, podem iniciar um processo de diversificação e desenvolvimento de novos produtos e serviços, mesmo que estes não sejam complementares à carteira de produtos e serviços existentes. Pelo menos duas razões (umas delas baseada na perspectiva de governança e a outra na perspectiva da competência) podem justificar esse comportamento.

Em primeiro lugar, é preciso se considerar a posição dos acionistas que, na ausência de projetos de investimentos com VPL positivo, passam a exigir o pagamento de dividendo. Do ponto de vista da Teoria de Agência, o pagamento de dividendos pode representar uma redução do poder do gestor, porque reduziria o montante de recursos sob seu controle. Numa tentativa de manter esses recursos dentro da firma ao invés de pagar dividendos, os gestores

podem envidar esforços no desenvolvimento de novos produtos e serviços não necessariamente relacionados à carteira atual. Do ponto de vista da Teoria de Agência, isso poderia levar ao surgimento de problemas de sobre-investimento. Entretanto, mecanismos apropriados de governança corporativa (exemplo: membros independentes de conselho de administração) podem alinhar os interesses de gestores e acionistas, levando o gestor a adotar um comportamento em direção à criação de valor para o acionista. Em segundo lugar, do ponto de vista da perspectiva das competências, altos investimentos em P&D podem proporcionar às firmas uma oportunidade de criar novos recursos e, assim, manter sua vantagem competitiva.

Pode-se dizer que a idéia do ciclo de vida da firma (e a questão adjacente dos problemas de agência) é intrinsecamente relacionada à dinâmica da evolução das capacidades. Como Barney (1991) sugere, o fato de que a vantagem competitiva é sustentável não significa que ela possa durar para sempre. Uma fonte de vantagem competitiva pode perder valor no evento de mudanças inesperadas na estrutura de uma indústria. Em várias circunstâncias, essas mudanças têm o poder de modificar o ciclo de vida da firma, alterando a demanda por seus produtos ou serviços, e determinar adaptações na política de investimentos da firma. Helfat (1997), por exemplo, constatou que os dois aumentos no preço do petróleo provocados pelos choques da década de 70 fizeram com que também se aumentasse o investimento em P&D de combustíveis sintéticos. Entretanto, esse aumento na P&D só foi possível por causa do estoque de conhecimento acumulado das companhias de petróleo. Graças à complementaridade entre novos e existentes recursos intangíveis e tangíveis, as companhias de petróleo produziram importantes economias de escopo e, portanto, criação de valor.

Outras importantes mudanças (ou choques) no ambiente externo podem ser provocadas, por exemplo, pela desestabilização das moedas e pela privatização de companhias estatais (SIRMON, HITT e IRELAND, 2007). Mudanças radicais como as privatizações também

podem ser responsáveis por mudanças radicais no ciclo de vida das outrora empresas estatais. Por exemplo, a privatização das companhias brasileiras de telecomunicação (vide BAER e COES, 2001, para uma visão geral desse processo) promoveu uma importante mudança nas suas estruturas de criação de valor. Antes da privatização, essas companhias desfrutavam de rendas de monopólio que eram geradas por sua confortável posição monopolística, criando o que poderia ser chamado de Recurso de Monopólio. Uma vez que esse monopólio desaparece, as rendas de monopólio também desaparecem e outro tipo de renda deve tomar seu lugar. Quando se inicia a competição, as companhias privatizadas e seus competidores começam a investir em publicidade, criando fluxos das chamadas *quasi* rendas que geram um novo recurso: a marca. Como se pode perceber, o tema tratado no presente estudo tem importantes implicações gerenciais e teóricas, algumas dessas tratadas nos tópicos seguintes.

### 2.6.1 Implicações Gerenciais

Do ponto de vista gerencial, os resultados do presente estudo são importantes para se entender a política de investimentos (em recursos e capacidades intangíveis e tangíveis) que as firmas obedecem com o propósito de criação de valor. Quando as firmas buscam um comportamento maximizador de valor, acredita-se que a melhor estratégia não seja apenas investir em mais recursos, capacidades ou ativos, mas investir o montante certo no tempo certo. Makadok (2003) sugere que estar motivado a fazer a coisa certa para os acionistas é mais lucrativo se você souber qual é a coisa certa a fazer e, além disso, saber qual a coisa certa a fazer é mais lucrativo se você realmente estiver motivado a fazê-lo. Acredita-se que os gestores precisam constantemente se perguntar questões como: Quanto eu devo investir? Quando eu devo investir? Onde eu devo investir (ativos tangíveis ou intangíveis)? O mais importante, no entanto, é que essas questões devem ser feitas simultaneamente.

Relacionada à questão do investimento, outra importante pergunta é: qual a melhor ação a tomar de forma a perseguir um caminho de crescimento: interno ou externo? Isto é,



dependendo das circunstâncias, perseguir um crescimento interno (exemplo: investir em P&D) seria mais aconselhável que crescer externamente (exemplo: fusões & aquisições). As firmas na fase de crescimento poderiam considerar crescer internamente em função das complementaridades entre seus recursos e capacidades. Por outro lado, as firmas com poucas oportunidades relacionadas poderiam buscar por diversificação por meio do crescimento externo. Por fim, um modo de governança intermediário poderia surgir como alternativa (exemplo: *joint ventures*) se as firmas envolvidas estiverem interessadas em desenvolver novos recursos ou capacidades sem perder a propriedade de seus recursos ou capacidades atuais.

### 2.6.2 Implicações Teóricas

Do ponto de vista teórico, este estudo tem a intenção de testar empiricamente a idéia conceitual do ciclo de vida das capacidades de Helfat e Peteraf (2003). Os resultados do presente estudo sugerem que a perspectiva de agência pode ser um importante complemento a suas idéias. Os problemas de sub e sobre-investimento adicionam ao conceito de ciclo de vida das capacidades pelo menos dois importantes elementos: as questões de interesse próprio e incentivo. Com isso, o conceito de ciclo de vida das capacidades passa a considerar se os esforços na utilização de determinada capacidade valem a pena ou não do ponto de vista do acionista. Dessa forma, o presente estudo reitera a afirmação de Makadok (2003) de que é um importante problema de pesquisa se perguntar o quão severo são os problemas de agência para a escolha dos recursos a adquirir.

Adicionalmente, como este estudo se propõe a auxiliar os gestores a fazer investimentos de forma apropriada, este estudo também traz contribuições ao modelo de gestão de recursos proposta por Sirmon, Hitt e Ireland (2007). Nesse modelo, os autores sugerem três processos para gerir os recursos: (1) a Estruturação (*Structuring*), que é o processo de aquisição, acumulação e desinvestimento de recursos; (2) o Empacotamento (*Bundling*), que é o

processo de estabilização, enriquecimento e pioneirismo; (3) a Alavancagem (*Leveraging*), que é o processo de mobilização, coordenação e utilização.

Acredita-se que, de diversas formas, o ciclo de vida da firma esteja associada a esses processos. A Estruturação, por exemplo, é o processo por meio do qual as firmas adquirem recursos do mercado de fatores estratégicos, acumulam recursos desenvolvidos internamente e descontinuam recursos que não sejam mais valiosos (SIRMON, HITT e IRELAND, 2007). Quando a firma se encontra na fase de crescimento, ela precisa investir em projetos com VPL positivo, caso contrário o problema de sub-investimento poderá surgir. Se essa carteira de projetos exige um determinado recurso (ou capacidade), seria o caso da firma continuar a investir na utilização desses recursos. Se a firma não possui esse recurso e seu desenvolvimento interno tomaria muito tempo, uma alternativa seria a compra desse recurso (por exemplo, por meio de fusão ou aquisição de outras firmas). Por outro lado, à medida que os produtos ou serviços da firma alcançam a fase de maturidade e começam a declinar, a firma deve considerar a hipótese de desinvestir (ou parar de investir) nos recursos relacionados a esses produtos.

### **2.6.3 Limitação e Pesquisa Futura**

Pesquisas futuras devem levar em consideração as limitações e tentar resolver diversas questões não cobertas pelo presente estudo. Uma das limitações deste estudo diz respeito ao processo de análise das firmas. Ao longo dos 10 anos cobertos pela análise, este estudo analisa apenas a acumulação de capacidades intangíveis (isto é, inovação e construção de marca). Não é levado em conta o processo de aquisição ou desinvestimento de recursos. Na amostra analisada, várias firmas passaram por processos de fusões, aquisições ou outros tipos de alianças estratégicas para fortalecer sua carteira de recursos e capacidades. Acredita-se que a inclusão desses processos enriqueceria a análise e proporcionaria um entendimento mais amplo e profundo sobre o relacionamento entre recursos intangíveis e criação de valor.

Uma segunda sugestão para pesquisas futuras se refere à escolha da variável dependente. Este estudo utiliza o tradicional  $q$  de Tobin como medida de criação de valor. Ray, Barney e Muhanna (2004) afirmam que, em certas circunstâncias, uma “variável dependente altamente agregada (p.24), como é o caso do  $q$  de Tobin, não é adequado para se testar a Teoria Baseada em Recursos. Eles utilizam, por exemplo, o desempenho do processo de serviço ao consumidor como variável dependente. Além disso, é possível utilizar-se algum tipo de medida de estoque de conhecimento (exemplo: patentes ou marcas). Penner-Hahn e Shaver (2005), por exemplo, analisam as patentes como resultado de um processo internacional de P&D. Não obstante, dependendo do contexto, as patentes também podem servir como variável independente. Essas relações parecem confusas à primeira vista, mas a idéia é bastante simples e leva à terceira sugestão de pesquisa futura.

Em terceiro lugar, a multiplicidade de possíveis variáveis dependentes pode levar à construção de um desenho de pesquisa mais complexo. Os investimentos em inovação, por exemplo, pode ser uma variável que influencia a formação de estoques de patentes que, por sua vez, influencia a criação de valor. Esse desenho de pesquisa permite a utilização de instrumentos estatísticos mais completos, como a modelagem de equações estruturais.

#### **2.6.4 Considerações Finais**

O presente estudo lida com as interfaces entre duas importantes correntes teóricas, que podem ser chamadas genericamente de perspectiva de governança e perspectiva de competências. Neste estudo, a Teoria de Agência representa a primeira enquanto a Teoria Baseada em Recursos e as Capacidades Dinâmicas representam a última perspectiva. Eisenhardt (1989) estimula enfaticamente os estudos que façam esse tipo de diálogo e Makadok (2003) afirma que essas duas perspectivas são sinérgicas e complementares. De fato, este estudo apresenta evidências empíricas que ratificam essas afirmações. Os resultados sugerem que capacidades intangíveis são realmente importantes fontes de criação de valor e

vantagem competitiva, mas isso só é verdade dependendo do contexto vivido pela firma. Concluindo, pode-se dizer que o presente estudo lida com as questões de adaptação e evolução, não ao longo do tempo, mas ao longo do ciclo de vida da firma. Isto é, a evolução da firma não tem, necessariamente, relação com a evolução do tempo, já que as firmas vivem uma dinâmica na qual podem caminhar, por exemplo, de uma fase de crescimento para uma fase de maturidade e retornar novamente para uma fase de crescimento. Tudo depende das influências internas e externas enfrentadas pelas firmas.

## AQUISIÇÃO DE RECURSOS E CRIAÇÃO DE VALOR

### 3.1 Apresentação

As teorias econômica, financeira e estratégica sugerem diversos motivos para a escolha das operações de fusões e aquisições (doravante chamadas tão somente de F&A) como alternativas de crescimento. De acordo com Capron e Pistre (2002), alguns desses motivos incluem poder de mercado, busca por sinergia operacional e financeira, aproveitamento de benefícios fiscais, substituição de gestores ineficientes, etc. Apesar dos aparentes benefícios em promover F&A, vários estudos empíricos, particularmente nos anos 80, apresentam resultados que indicam que, na média, essas operações não proporcionam retornos positivos aos acionistas das empresas adquirentes enquanto, por outro lado, os acionistas das empresas-alvo obtêm ganhos consideráveis nessas transações (JENSEN e RUBACK, 1983; BRADLEY, DESAI e KIM, 1988; entre outros).

Assim, do ponto de vista do adquirente, os motivos que levam as empresas a comprarem outras parecem fazer parte de uma questão ainda não completamente resolvida. Se for verdade que as F&A, como mostram várias pesquisas, não criam valor para os adquirentes, Lubatkin (1983) se questiona por que as empresas continuam a promover fusões e aquisições. Ainda segundo Lubatkin, se as fusões e aquisições realmente proporcionam benefícios reais para os adquirentes, porque os estudos empíricos não encontraram evidências de tais benefícios?

Várias abordagens teóricas têm sido aplicadas às pesquisas de F&A. Da literatura financeira, os fenômenos envolvendo sinergia, agência e *hubris* têm sido os mais recorrentes para se entender a criação ou destruição de valor em F&A. Na área de estratégia, uma crescente corrente de estudos tem se fundamentado na Teoria Baseada em Recursos e na Visão Baseada em Conhecimento para explicar a criação de valor em F&A. Essas

perspectivas estratégicas, em particular, reconhecem o fato de que a aquisição de recursos ou conhecimentos valiosos podem levar o adquirente a obter retornos positivos. Entretanto, como apontam Gerbaud, York e Wohar (2006), nem a literatura de estratégia e nem a de finanças conseguiram até hoje explicar totalmente a influência das aquisições sobre o desempenho das empresas adquirentes.

Os resultados empíricos não conclusivos em relação à criação (ou destruição) de valor, em particular para os adquirentes, é o motivo que leva o presente estudo a propor um explicação alternativa para a criação ou destruição de valor nos eventos de F&A. Fundamentada em teorias das áreas de finanças e estratégia, este estudo propõe uma abordagem integrativa que possibilite o entendimento dos motivos que levam às F&A e como esses motivos podem explicar a criação (ou destruição) de valor para os adquirentes. Nesse contexto, o objetivo do presente estudo é analisar a influência da intangibilidade e do nível de conhecimento tácito sobre a criação de valor para as empresas adquirentes nos eventos de aquisição.

Com base na Teoria Baseada em Recursos e na Visão Baseada em Conhecimento, o ponto de partida são as possíveis naturezas dos recursos e do conhecimento envolvidos nas F&A. Para os propósitos deste estudo, os recursos podem ser classificados em intangíveis ou tangíveis. O conhecimento, por sua vez, pode ser classificado em explícito ou tácito. Acredita-se que a separação das empresas de acordo com essas dimensões possa ser importante para explicar a criação de valor nas F&A. A falta de resultados conclusivos anteriores pode ser devida à análise agregada utilizada pela maioria dos estudos. Com a separação das empresas de acordo com suas singularidades, os resultados podem ser diferentes, como sugerem Patrocínio, Kayo e Kimura (2007).

Outros estudos também sugerem uma relação positiva entre a intangibilidade e a criação de valor em F&A (por exemplo, Seth, Song e Pettit, 2002). Uma vez que a intangibilidade é

uma variável já testada na literatura de F&A, no presente estudo assume-se essa relação como sendo um corolário. Entretanto, uma questão que permanece ainda não testada é a relação entre o nível de conhecimento tácito e a criação de valor em F&A. Por isso, este estudo trata essa relação como sendo uma proposição, sugerindo que o retorno anormal dos adquirentes será maior para as empresas explícito-intensivas e menor para as tácito-intensivas.

Os corolários baseados em estudos teóricos e empíricos anteriores, embora apresentem relações pouco controversas, são analisados neste estudo por meio de técnicas quantitativas detalhadas na seqüência. A proposição, por sua vez, é uma construção teórica construída com base na leitura, análise e interpretação de diferentes abordagens teóricas desenvolvidas nas áreas de finanças e estratégia. Essa proposição não é testada empiricamente no presente estudo em função, principalmente, da dificuldade em se construir uma medida confiável de conhecimento tácito.

Os resultados empíricos mostram que, para as empresas adquirentes, a criação de valor é positiva quando aquelas forem intangível-intensivas. Para as empresas adquirentes tangível-intensivas, constata-se destruição de valor. Com relação à proposição construída teoricamente neste estudo, sugere-se que pesquisas futuras tentem construir medidas de conhecimento tácito para que seja possível testar a hipótese de que empresas intensivas em conhecimento explícito criem mais valor do que empresas intensivas em conhecimento tácito.

## **3.2 Perspectiva Financeira**

### **3.2.1 Criação e Destruição de Valor em F&A: o Método de Análise**

O método mais freqüente na análise da criação de valor em F&A é o estudo de evento. Esse método não é apenas aplicado ao estudo de F&A, mas também a qualquer evento que possa influenciar o valor da firma, tais como anúncio de lucros, novas emissões de ações ou dívidas, anúncios de variáveis macroeconômicas, etc (MACKINLAY, 1997). Esse método

também pode ser utilizado para analisar outros eventos relacionados à gestão das empresas, como a saída de pessoas-chave (como o CEO), fechamento de plantas (isto é, instalações), troca de peças com defeito (*recalls*), etc (MCWILLIAMS e SIEGEL, 1997). Estudos de evento são usados para testar o que Fama (1970, 1991) chama de eficiência semi-forte de mercado, que assume que os preços das ações refletem todas as informações públicas disponíveis.

O primeiro passo na aplicação desse método é a escolha do evento de interesse (F&A no caso do presente estudo) e a respectiva janela do evento, que é o período ao longo do qual os preços das ações são examinados (MACKINLAY, 1997). A janela de evento usualmente compreende um ou mais dias antes e depois do evento. O impacto do evento sobre a criação (ou destruição) de valor é medido por meio do retorno anormal (usualmente conhecido pela sigla inglesa *AR*, que significa *abnormal return*), por meio da acumulação desses retornos ao longo do tempo para cada ação (conhecido por *CAR*, ou *cumulative abnormal return*) e por meio da acumulação dos retornos de uma carteira de ações para cada período ao longo da janela de evento (conhecido por *ACAR*, ou *average cumulative abnormal return*). Se o *ACAR* for significativamente diferente de 0 (zero) ao redor da data do anúncio, então o evento é supostamente influenciador. Para uma discussão detalhada sobre estudos de evento, vide MacKinlay (1997), McWilliams e Siegel (1997).

### **3.2.2 Criação e Destruição de Valor nas F&A: as Evidências**

Em primeira análise, as firmas se envolvem em F&A para buscar sinergia. Para os propósitos deste estudo, segue-se a definição de Seth (1990) para sinergia como sendo o valor da entidade combinada que excede a soma dos valores das firmas separadas. A sinergia pode surgir de diversas formas, mas geralmente pode ser operacional ou financeira. De acordo com Berkovitch e Narayanan (1993), sinergia implica que a riqueza, tanto dos acionistas da empresa adquirente como da empresa-alvo, seja maximizada. Isto é, no momento do anúncio



da F&A, o preço das ações tanto da adquirente como da alvo deveriam aumentar, gerando assim um retorno anormal positivo. Entretanto, como sugerem pesquisas empíricas anteriores, é muito comum que os acionistas das empresas adquirentes tenham um retorno negativo ou próximo de zero, ao passo que os acionistas da empresa-alvo obtêm retornos positivos. Duas abordagens teóricas ajudam a explicar esse fenômeno: a Teoria de Agência (JENSEN e MECKLING, 1976; JENSEN, 1986) e a Teoria de *Hubris* (ROLL, 1986).

A Teoria de Agência sugere que algumas operações de F&A sejam motivadas principalmente por interesses pessoais dos gestores da empresa adquirente, fazendo com que os acionistas dessas empresas incorram em perdas. Os ganhos seriam transferidos em parte para os acionistas da empresa-alvo e parte para os gestores das adquirentes (BERKOVITCH e NARAYANAN, 1993). A Teoria de *Hubris* sugere que algumas aquisições podem ser motivadas por erros de avaliação dos gestores da empresa adquirente que levariam a uma sobre-valorização da empresa-alvo. Esses erros de avaliação seriam causados, principalmente, por excesso de confiança por parte daqueles gestores (ROLL, 1986).

Essas três hipóteses (sinergia, agência e *hubris*) de criação ou destruição de valor são profundamente analisadas por Berkovitch e Narayanan (1993) e por Seth, Song e Pettit (2000). Analisando o retorno conjunto de adquirentes e empresas-alvo, ambos estudos apresentam evidências de que a sinergia predomina tanto em aquisições domésticas (BERKOVITCH e NARAYANAN, 1993) como em aquisições trans-nacionais (SETH, SONG e PETTIT, 2000). Entretanto, esses estudos também apresentam evidências da existência de problemas de agência e *hubris* envolvendo alguns daqueles negócios.

Mesmo nos estudos de Berkovitch e Narayanan (1993) e nos de Seth, Song e Pettit (2000), as análises são feitas em um nível bastante agregado, isto é, todas as empresas são analisadas conjuntamente sem se considerar suas singularidades. Os motivos para retornos positivos ou negativos, especialmente para os adquirentes, ainda permanecem sem resposta

conclusiva. De acordo com Capron e Pistre (2002), essa análise agregada, que mostra uma média de retornos nulos ou negativos para os adquirentes, pode esconder uma variância bastante grande nos ganhos para os adquirentes. Nesse contexto, o primeiro corolário é estabelecido como segue.

**Corolário 1. Quando analisados de forma agregada, os retornos para as empresas adquirentes não são significativamente diferentes de zero.**

Por isso, o fato é que algumas operações de F&A podem levar a ganhos enormes em alguns casos, enquanto outras operações poderiam levar a perdas igualmente enormes para os acionistas das empresas adquirentes. Portanto, passa a ser importante encontrar explicações alternativas para os padrões de retorno nos eventos de F&A. Essa tarefa foi iniciada por alguns estudos na área de estratégia, no contexto da Teoria Baseada em Recursos e da Visão Baseada em Conhecimento. Não obstante, uma enorme avenida de pesquisa ainda permanece aberta.

### **3.2.3 Os Estímulos para as F&A**

Sinergia, agência e *Hubris* são fatores que determinam a criação ou destruição de valor nos eventos de F&A. Porém, em primeiro lugar, o que leva uma firma a escolher as F&A como uma alternativa ao seu crescimento? Do ponto de vista financeiro inúmeras motivações poderiam ser mencionadas. Três motivações financeiras, intrinsecamente interligadas, são discutidas neste tópico: o  $q$  de Tobin, o *market timing* e as finanças comportamentais.

O  $q$  de Tobin é originalmente definido como a razão entre o valor total da firma (considerando-se o capital próprio e de terceiros) e o custo de reposição dos seus ativos (LINDENBERG e ROSS, 1981). Quanto maior o  $q$ , maior é o incentivo a investir, uma vez que o valor de novos investimentos excederia seus custos (LINDENBERG e ROSS, 1981). O

mesmo argumento é válido para a análise de uma F&A e, em geral, firmas com um alto nível de  $q$  compram firmas com baixo nível de  $q$ , num processo pelo qual o capital da empresa-alvo (isto é, seus recursos) seria transferido para uma gestão supostamente melhor (JOVANOVIĆ e ROUSSEAU, 2002).

De forma similar, a abordagem do *market timing* explica as ondas de aquisições como resultados de sobrevalorizações temporárias do adquirente. Nesses períodos, é muito comum que ações sobrevalorizadas sejam utilizadas como “moeda de troca”, que Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004, p.2685) chamam de “*acquisition currency*”, no lugar de pagamentos em dinheiro. A suposição básica nessa abordagem é que o mercado financeiro é ineficiente e, por consequência, os valores de algumas firmas estariam incorretos (SHLEIFER e VISHNY, 2003). Em outras palavras, o preço das ações não refletiria o valor intrínseco da firma. No modelo de Shleifer e Vishny (2003), eles assumem que os mercados são ineficientes, mas os gestores são racionais, o oposto da hipótese de *hubris*, pela qual a suposição de Roll (1986) é de que os mercados, e não os gestores, são racionais.

A racionalidade, a propósito, é uma premissa fundamental na maioria dos tradicionais estudos em finanças. Nesse contexto, os agentes fariam previsões não enviesadas, mas as usariam em seu próprio interesse, bem como investidores racionais, cientes do comportamento do agente, poderiam impor mecanismos apropriados de governança corporativa para mitigar tais problemas (BAKER, RUBACK e WURGLER, 2007). Por outro lado, as finanças comportamentais assumem que tanto o agente como os investidores não são totalmente racionais (BAKER, RUBACK e WURGLER, 2007). Portanto, do ponto de vista das finanças comportamentais, os preços das ações poderiam estar sub ou sobre-valorizados. De qualquer forma, os preços não refletiriam o valor intrínseco das ações e dos recursos da firma.

### 3.3 Perspectiva Estratégica

#### 3.3.1 Teoria Baseada em Recursos

Alguns estudos na área de estratégia têm se concentrado no papel desempenhado pelos recursos das empresas na criação de valor nos eventos de F&A. Em grande parte, esses estudos apresentam fundamentação na Teoria Baseada em Recursos e na Visão Baseada em Conhecimento. A base fundamental da Teoria Baseada em Recursos é que a propriedade de recursos valiosos, raros, imperfeitamente imitáveis e não substituíveis podem levar a firma a obter retornos anormais, levando à criação de valor e, por consequência, à vantagem competitiva sustentável (BARNEY, 1991). Esses recursos constituem-se nas principais fontes da heterogeneidade das firmas, que reflete por sua vez a existência de fatores de produção superiores (PETERAF, 1993).

Analisando os diferentes tipos de estudo referentes a F&A na área de estratégia, não é possível encontrar um consenso. Por exemplo, de acordo com Brouthers e Brouthers (2000), os ativos intangíveis podem influenciar o modo de diversificação entre aquisição e crescimento orgânico (*greenfield start-up*). Eles sugerem que quando a firma é tecnológico-intensiva (em outras palavras, intangível-intensiva) é mais provável que ela prefira crescer organicamente a crescer por meio de aquisições, porque naquela circunstância a firma poderia alavancar seus próprios recursos. Por um certo ponto de vista, esse resultado sugere que as aquisições em setores intangível-intensivos poderiam destruir valor.

Por outro lado, Villalonga e McGahan (2005) afirmam que, em acordos de alianças estratégicas, os recursos intangíveis ficam vulneráveis à apropriação pelos parceiros e, portanto, firmas intangível-intensivas deveriam escolher um modo de governança mais integrativo, tal como as aquisições. Uhlebruck, Hitt e Semadeni (2006) sugerem que aquisições poderiam ajudar os adquirentes a internalizar conhecimento e capacidades de propriedade das empresas-alvo, levando à criação de valor para os primeiros. Capron e Pistre

(2002), estudando 101 aquisições horizontais em diferentes tipos de indústrias, mostram evidências de retornos positivos para os adquirentes quando eles transferem seus próprios recursos para a empresa-alvo.

O objetivo de Capron e Pistre (2002) é examinar as condições que levam os adquirentes a obter retornos anormais. Eles sugerem que F&A possibilitam a criação de valor para a adquirente se não for possível para os competidores duplicar a sinergia dos fluxos de caixa combinados. Isso é provável que ocorra quando a adquirente puder explorar seus recursos singulares dentro do contexto da empresa-alvo. Entretanto, Capron e Pistre observam que quando as sinergias acontecem por causa de um recurso de propriedade da empresa-alvo, é mais provável que os ganhos sejam alocados à própria empresa-alvo, particularmente em função da competição potencial entre diversos adquirentes. Com diversos potenciais compradores competindo pela aquisição da empresa-alvo, a tendência é que o valor desta última aumente.

Analisando as aquisições envolvendo empresas de *Internet*, Uhlebruck, Hitt e Semadeni (2006) observam que as adquirentes obtêm retorno anormal, tanto nos casos em que as adquirentes eram empresas tradicionais como nos casos em que as adquirentes eram do próprio setor de *Internet*. De acordo com esses autores, uma das razões para as aquisições criarem valor é porque elas reduzem as deseconomias de compressão do tempo, além de tornar possível a transferência de recursos, capacidades e pessoal com grande experiência. Deseconomia de compressão do tempo é um conceito relacionado à impossibilidade de se reduzir o tempo no desenvolvimento de algum tipo de investimento (exemplo: P&D), mesmo que o valor investido seja equivalente ao gasto de um período maior. Em outras palavras, a acumulação de conhecimento é gradual e qualquer tentativa de reduzir o tempo de acumulação leva a retornos decrescentes (Dierickx e Cool, 1989).

Todos esses estudos corroboram a visão de Barney (1988) a respeito da sinergia do fluxo de caixa. Apesar do fato de muitos estudos demonstrarem que F&A de empresas relacionadas exercem um papel importante para explicar a criação de valor, Barney sugere que isso não é suficiente para explicar os retornos para as adquirentes. Ele sugere que os retornos anormais para as adquirentes surgem quando os fluxos de caixa combinados das adquirentes e da empresa-alvo são (1) particulares e singulares, (2) inimitáveis e singulares ou (3) inesperados. Em outras palavras, tanto a adquirente como a empresa-alvo devem possuir recursos valiosos, raros, inimitáveis e não substituíveis que, combinados, poderiam levar a um fluxo de caixa sinérgico. Baseado em todos esses estudos teóricos e empíricos, define-se o segundo corolário:

**Corolário 2. A propriedade de recursos valiosos, raros, imperfeitamente imitáveis e não substituíveis podem levar o adquirente a obter retornos positivos no evento de uma aquisição.**

Recursos são ativos tangíveis ou intangíveis de propriedade de uma firma em caráter semi-permanente (HELFAF e PETERAF, 2003; WERNERFELT, 1984) e encontram-se em oferta limitada (PETERAF, 1993). Alguns estudos têm sugerido que ativos intangíveis, em particular, são importantes para sustentar a vantagem competitiva da firma (VILLALONGA, 2004) e para explicar a criação de valor em F&A (CAPRON e PISTRE, 2002; UHLEMBRUCK, HITT e SEMADENI, 2006). Capron e Pistre, por exemplo, sugerem que o retorno das adquirentes é maior quando existe uma grande (ao invés de uma pequena) transferência de recursos de inovação para a empresa-alvo. Entretanto, eles não comparam os retornos entre recursos intangíveis *versus* recursos tangíveis.

Essa questão é analisada por Seth, Song e Pettit (2002), que encontraram uma relação positiva e significativa entre a intangibilidade da empresa-alvo e os ganhos totais numa amostra de firmas que apresentaram sinergia (isto é, quando tanto a adquirente como a empresa-alvo obtêm retornos positivos), caracterizando a chamada internalização reversa. A internalização reversa é um fenômeno por meio do qual os recursos da empresa-alvo são internalizados na empresa adquirente.

Por outro lado, quando os recursos da adquirente são transferidos para a empresa-alvo, diz-se que acontece o processo de internalização. A propósito, Capron e Pistre (2002) apresentam evidências de que a internalização dos recursos da adquirente na empresa-alvo apresenta maior probabilidade de criação de valor. É importante lembrar que o presente estudo analisa a influência da intangibilidade da adquirente, não da empresa-alvo, sobre a sua própria criação de valor. Portanto, testa-se o fenômeno da internalização dos recursos da adquirente na empresa-alvo e não a internalização reversa. Esses argumentos levam à definição do terceiro corolário deste estudo, como segue.

**Corolário 3. O retorno das adquirentes serão positivos para empresas intangível-intensivas e maiores que os retornos para as empresas tangível-intensivas.**

### **3.3.2 Visão Baseada em Conhecimento**

Polanyi (1966), que afirma que as pessoas sabem mais do que são capazes de verbalizar, cunhou o termo conhecimento tácito para descrever o tipo de aprendizado que é implicitamente possuído pelos indivíduos e que é difícil de expressar em palavras. Portanto, esse tipo de conhecimento não é suscetível a ser registrado como uma propriedade intelectual (exemplo: patentes, marcas, direitos autorais, etc). Por outro lado, o conhecimento explícito pode ser externalizado e protegido.

Por causa dessas características, de acordo com Leonard e Insch (2005) existem poucas medidas de conhecimento tácito. Com efeito, alguns autores (tais como BERMAN, DOWN e HILL, 2002) acreditam que se o conhecimento tácito pudesse ser diretamente medido, ele deixaria de ser tácito. Entretanto, como Leonard e Insch (2005) sugerem, isso não significa que o conhecimento tácito não possa ser observado. O presente estudo supõe que essas diferenças entre conhecimento tácito e explícito exerçam um papel importante para explicar a criação de valor em aquisições. Apesar do fato do conhecimento ser amplamente estudado pela literatura de F&A, as diferenças entre conhecimento tácito e explícito ainda não foram suficientemente exploradas.

De acordo com Coff (1999), o conhecimento é freqüentemente o foco das operações de aquisições. Quando as aquisições envolvem firmas intensivas em conhecimento, os problemas de assimetria de informações e incerteza são exacerbados. A avaliação das firmas passa a ser uma tarefa mais difícil particularmente porque seus valores dependem, em grande parte, dos fluxos de caixa gerados por recursos que não podem ser observados facilmente. Portanto, também é difícil se observar a qualidade dos ativos (COFF, 1999). Além disso, as informações sobre os recursos baseados no conhecimento da empresa-alvo não são publicamente disponíveis e, quando são, essas informações são ambíguas (GERBAUD, YORK e WOHR, 2006) e pouco confiável.

Coff (1999) sugere três razões para explicar porque o valor dos ativos baseados no conhecimento é mais incerto do que o valor dos ativos tangíveis: (1) a qualidade do ativo é mais difícil de ser observado ou medido, (2) a firma adquirente não é capaz de ter certeza sobre o que será transferido e (3) é difícil avaliar as perspectivas de sinergia envolvendo ativos do conhecimento. Coff (2003) sugere que para as empresas intensivas em P&D (pesquisa & desenvolvimento), por exemplo, o desempenho futuro (e portanto os fluxos de caixa) é mais afetado pelos esforços de pesquisas do que pela carteira atual de produtos. Isso é



particularmente problemático se a firma for tácito-intensiva. Se a firma for capaz de externalizar tais investimentos na forma de patentes, por exemplo, as rendas econômicas proporcionadas pelos produtos ou serviços atuais ainda podem desaparecer, mas pelo menos a firma nessa posição pode desfrutar de um monopólio provisório.

Voltando à questão do conhecimento tácito e explícito, parte-se da premissa de que os três pontos levantados por Coff (1999) são mais severos quando o conhecimento é tácito ao invés de explícito. Quando o conhecimento é explícito e externalizado em algum tipo de propriedade intelectual, a qualidade do ativo, a incerteza e a sinergia nos fluxos de caixa são mais fáceis de serem analisados. Quando o conhecimento da empresa-alvo for em grande parte tácito, seus gestores são capazes de dissuadir adquirentes não desejados porque os potenciais compradores necessitariam da cooperação daqueles para a adequada incorporação da empresa-alvo, ao passo que se o conhecimento for explícito essa cooperação torna-se menos importante. Esse comportamento oportunista pode reduzir o valor da empresa-alvo e, assim, criar valor para o adquirente. Essa conjectura leva à construção da proposição teórica do presente estudo, como segue.

**Proposição 1. O retorno anormal das adquirentes será maior para as empresas intensivas em conhecimento explícito do que para as empresas intensivas em conhecimento tácito.**

Seguindo os corolários definidos neste estudo bem como a proposição 1, a Figura 2 ilustra os retornos esperados para as adquirentes quando estes se engajam em F&A. Propõe-se que, dependendo do nível de intangibilidade e do nível do conhecimento tácito da adquirente, os retornos podem ser positivos ou negativos. Nesse contexto, quanto mais a firma for intangível-explícito-intensiva, maior será o retorno esperado pelas aquisições.

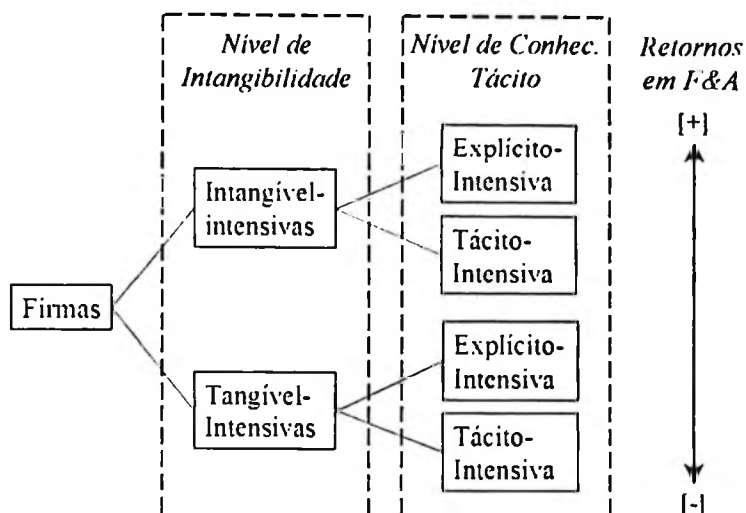


Figura 2. Perspectivas de análise e potenciais retornos em F&A

### 3.4 Procedimentos Metodológicos

#### 3.4.1 O Método

O método aplicado neste estudo é o estudo de evento, o qual é amplamente utilizado para se testar a eficiência semi-forte (FAMA, 1991). Para a aplicação desse método dois estágios são cruciais: (1) a coleta dos anúncios de aquisição e (2) o cálculo dos retornos anormais. Como discutido anteriormente, pesquisas empíricas anteriores sobre a criação de valor em F&A têm apresentado evidência de que os acionistas da empresa-alvo obtêm significativos ganhos nessas transações. Por outro lado, os acionistas das empresas adquirentes, em média, não conseguem obter ganhos. Muitas vezes, os retornos mostram-se negativos para estes últimos acionistas.

Porém, esses resultados são, normalmente, obtidos pela análise agregada da amostra total de empresas, sem se levar em conta a singularidade de cada empresa. Em contraste, Arian (2002) apresenta indicações de que o nível de intangibilidade da empresa-alvo pode implicar em significativas diferenças nos retornos gerados posteriormente à implementação da

F&A. A autora sugere que, teoricamente, ativos intangíveis são capazes de oferecer grandes oportunidades de crescimento, que poderiam fazer com que as empresas com alto nível de intangibilidade passassem a ser potenciais alvos para F&A. Contudo, os resultados da sua pesquisa mostram que, para F&A envolvendo empresas intangível-intensivas, os retornos nos 60 meses subsequentes ao evento são negativos e significativamente menores que os retornos das empresas tangível-intensivas. De acordo com Arikian (2002), esse resultado pode ser explicado pelo fato dos ativos intangíveis não serem eficientemente explorados pela empresa adquirente como seria pela empresa-alvo.

A metodologia desenvolvida por Arikian (2002) é diferente da usada neste estudo. Opta-se, neste estudo, pela utilização de um estudo de eventos com intervalos diários dentro de uma janela de 1 dia antes a até 40 dias após o anúncio da aquisição, enquanto Arikian (2002) analisa o retorno de 60 meses subsequentes à efetiva F&A. Apesar dessa diferença metodológica, é interessante observar que os resultados apresentados por Arikian são opostos aos resultados encontrados neste estudo.

### **3.4.2 Amostragem, Levantamento e Análise dos Dados**

As informações econômico-financeiras e os eventos utilizados na análise empírica deste estudo são retirados da base de dados construída por Patrocínio (2005). A diferença em relação a essa última pesquisa, no que diz respeito à amostragem, é que no presente estudo opta-se por excluir da análise final os eventos relacionados a instituições financeiras. Dessa forma, a amostra final é de 109 eventos de aquisição envolvendo empresas de diversos setores da economia e que aconteceram entre 1994 e 2004. A amostra de Patrocínio conta com 140 empresas. Apesar da retirada das instituições financeiras, este estudo não apresenta diferenças significativas em relação aos resultados apresentados por Patrocínio (2005).

A principal diferença em relação ao estudo de Patrocínio (2005) está na análise dos dados. Este estudo complementa a pesquisa de Patrocínio (2005) com a aplicação de outras técnicas de análise: o teste  $t$  e a análise de regressão múltipla.

### 3.4.3 Operacionalização das Variáveis

**Variável Dependente.** Este estudo utiliza a tradicional medida de retorno anormal acumulado (*CAR*) para medir a criação de valor nos eventos de aquisição. Essa variável é extensivamente utilizada em testes de eficiência semi-forte e vários autores, como Bradley, Desai e Kim (1988), Seth (1990), Kohers e Kohers (2000), entre vários outros, já a utilizaram para analisar a influência das fusões & aquisições sobre a criação de valor.

O cálculo do *CAR* começa com o cálculo do retorno observado da ação da empresa  $i$  na data  $t$ , como mostra a Equação 4, onde  $R_{i,t}$  é o retorno observado,  $P_{i,t}$  é o preço da ação  $i$  na data  $t$  e  $P_{i,t-1}$  é o preço da ação  $i$  na data  $t-1$ .

$$R_{i,t} = \ln \left( \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (4)$$

Em seguida, calcula-se o retorno normal, definido como o retorno esperado da ação sem que o evento em estudo tenha acontecido (MACKINLAY, 1997). Existem vários métodos para a estimação do retorno normal (para uma visão geral desses métodos, vide WESTON, SIU e JOHNSON, 2001; MACKINLAY, 1997; MCWILLIAMS e SIEGEL, 1997; entre outros). Para este estudo, é escolhido o método de retorno de mercado ajustado, pelo qual se assume que as variações de um índice de mercado (no caso deste estudo, o Ibovespa) representem o retorno esperado, ou normal, da ação analisada. A Equação 5 mostra o cálculo realizado para o retorno normal, onde  $R_{m,t}$  é o retorno de mercado ajustado (retorno normal)

para o período  $t$ , o  $Ibovespa_t$  é o valor do índice na data posterior ao evento e  $Ibovespa_{t-1}$  é o valor do índice na data anterior ao evento.

$$R_{m,t} = \ln\left(\frac{Ibovespa_t}{Ibovespa_{t-1}}\right) \quad (5)$$

O retorno anormal é calculado pela diferença entre o retorno observado e o retorno esperado, como mostra a Equação 6.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (6)$$

Uma vez realizado o cálculo do retorno anormal de cada ação, procede-se à acumulação desses retornos. Essa acumulação, como sugere Macklinlay (1997) pode ser feito considerando-se duas dimensões: ao longo do tempo e ao longo dos títulos. A acumulação dos retornos de cada título individualmente ao longo do tempo gera o chamado *CAR (Cumulative Abnormal Return)*, como mostra a Equação 7, onde  $\tau$  é a quantidade de dias relativos ao período de acumulação,  $\tau_1$  é a quantidade de dias antes do evento e  $\tau_2$  é a quantidade de dias depois do evento.

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i,\tau} \quad (7)$$

Por fim, procede-se à acumulação dos retornos dos títulos de uma determinada carteira a cada dia da janela do evento, o chamado *ACAR* (*Average Cumulative Abnormal Return*), conforme a Equação 8, onde  $N_j$  é quantidade de títulos incluídos na carteira  $j$ .

$$ACAR_j = \frac{1}{N_j} \sum_{i=1}^{N_j} CAR_i \quad (8)$$

**Variável Independente.** O nível de intangibilidade da empresa adquirente é medido pelo  $q$  de Tobin, uma *proxy* também utilizada por Villalonga (2004). Essa variável é originalmente definida como a razão entre o valor de mercado da firma (incluindo o valor das ações e o valor das dívidas) sobre o custo de reposição dos ativos (LINDENBERG e ROSS, 1981). Neste estudo, entretanto, utiliza-se uma versão simplificada do  $q$  de Tobin proposta por Chung e Pruitt (1994). Essa versão, embora simplificada e de cálculo mais fácil, é capaz de explicar 96,6% da variabilidade do  $q$  calculado pela metodologia mais sofisticada e complexa de Lindenberg e Ross (1981). Assim, mesmo utilizando-se a versão simplificada, é baixo o risco de se perder poder explicativo. Nessa versão, Chung e Pruitt (1994) dividem o valor de mercado total da firma pela valor contábil dos ativos totais, como mostra a Equação 9.

$$q = \frac{(MVE + PS + DEBT)}{TA} \quad (9)$$

onde  $q$  é o  $q$  de Tobin aproximado,  $MVE$  é o valor de mercado das ações ordinárias,  $PS$  é o valor de mercado das ações preferenciais,  $DEBT$  é o valor contábil das dívidas de curto e longo prazos e  $TA$  é o valor contábil do ativo total.

A amostra total é dividida em dois grupos usando-se como parâmetro a mediana do  $q$  de Tobin. A partir dessa divisão, cria-se uma variável categórica (*dummy*), chamada Intangibilidade, que divide as empresas em duas categorias: intangível-intensivas e tangível-intensivas. Se o  $q$  de Tobin de uma determinada empresa for maior que a mediana, esta é classificada como intangível-intensiva com o valor 1 (um). Por outro lado, se o  $q$  de Tobin for menor que a mediana, a empresa é classificada como tangível-intensiva atribuindo-se o valor 0 (zero).

**Variáveis de Controle.** Em função da indisponibilidade de dados em relação às operações de aquisição no Brasil, apenas duas variáveis de controle são incluídas na análise de regressão múltipla: a Forma Pagamento e o Tamanho Relativo. A Forma de Pagamento é uma variável binária que assume o valor 0 (zero) quando o pagamento pela aquisição da empresa-alvo for feita em dinheiro e o valor 1 (um) se o pagamento for feito de outra forma (por exemplo, por meio de troca de ações). De acordo com Datta, Pinches e Narayanan (1992), o pagamento em forma de ações tende a ser mais demorado e mais caro porque torna mais competitiva a disputa pela empresa-alvo e desvaloriza as ações da adquirente se houver nova emissão para atender ao pagamento da aquisição. Por isso, espera-se uma relação negativa entre a Forma de Pagamento e a criação de valor. O Valor Relativo é a razão entre o valor pago pela empresa-alvo e o valor de mercado da empresa adquirente. O Tamanho Relativo é comumente utilizado como *proxy* para ganhos de escala e escopo (SETH, SONG e PETTIT, 2002) e espera-se uma relação positiva com a criação de valor.

#### 3.4.4 Modelos e Análises

A análise dos dados é feita em duas etapas. Na primeira etapa, procede-se a uma análise gráfica da evolução do *ACAR* complementada pelo tradicional teste de hipótese para uma amostra para se verificar se os retornos são significativamente diferentes de zero. Em seguida, procede-se a uma análise de regressão múltipla pelo método dos mínimos quadrados

ordinário. A regressão tem como variável dependente o retorno anormal acumulado (*CAR*) e como variáveis independentes a Intangibilidade e as variáveis de controle, como ilustra a Equação 10.

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 I_i + \beta_2 P_i + \beta_3 S_i + \varepsilon_i \quad (10)$$

onde  $CAR_i$  é o retorno anormal acumulada da empresa  $i$ ,  $\alpha$  é o intercepto,  $\beta_1$  é o coeficiente da variável  $I_i$  que, por sua vez, representa a intangibilidade da empresa  $i$ ,  $\beta_2$  é o coeficiente da variável de controle Forma de Pagamento, representada pela notação  $P_i$ ,  $\beta_3$  é o coeficiente da variável de controle Tamanho Relativo ( $S_i$ ) e  $\varepsilon_i$  é o termo de erro.

### 3.5 Resultados Empíricos

#### 3.5.1 Análise do Retorno Anormal Acumulado Médio (*ACAR*)

Neste estudo, a primeira etapa de análise consiste na observação do comportamento da média dos retornos anormais acumulados para a amostra total, para a amostra de empresas intangível-intensivas e para a amostra de empresas tangível-intensivas. Essa análise é feita de forma gráfica complementada com o teste  $t$  para uma amostra. Nesta etapa, testa-se se os retornos posteriores à data do anúncio de aquisição são significativamente diferentes de 0 (zero). Adicionalmente, é processada uma análise de variância (ANOVA) para se testar as diferenças entre os retornos das sub-amostras (empresas intangível-intensivas *versus* tangível-intensivas).



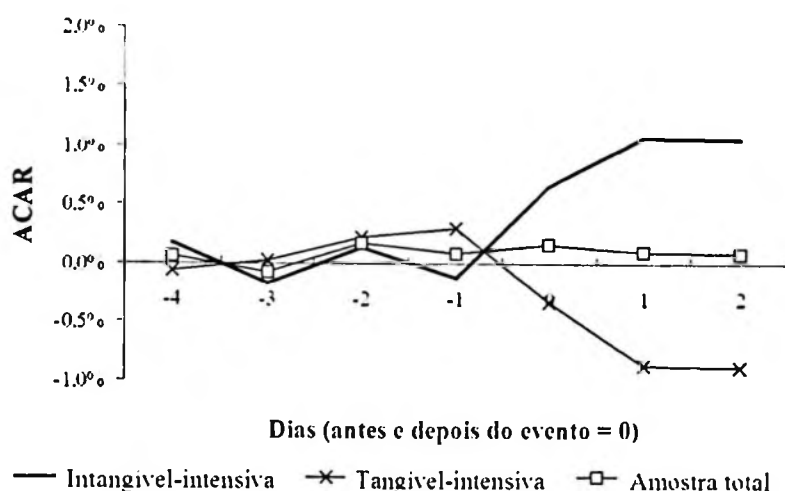


Figura 3. Criação e destruição de valor nos eventos analisados

A Figura 3 apresenta a análise gráfica das médias dos retornos anormais acumulados. Essa análise gráfica deve ser analisada em conjunto com a Tabela 3, que mostra o teste *t* para a amostra total e para as duas sub-amostras. Como se pode observar pela Figura 3, os retornos médios da amostra total aparentemente não apresentam reações ao evento de aquisição (dia zero). O teste *t* confirma que o *ACAR* de um dia (-1 a 0) não é estatisticamente diferente de zero (média = 0,08%, *p* não significante). Quando se toma o *ACAR* de uma janela maior (-1 a 40), o retorno é negativo e significativamente diferente de zero ao nível de 10% (média = -2,55%, *p* < 0,1), corroborando estudos empíricos anteriores.

Tabela 3. Teste *t* dos *ACAR* para uma amostra

Amostra	N	<i>ACAR</i> (-1:0)			<i>ACAR</i> (-1:40)		
		Média (%)	d.p. (%)	<i>t</i>	Média (%)	d.p. (%)	<i>t</i>
Amostra total	109	0,08	3,01	0,28	-2,55	15,71	-1,70*
Intangível-intensiva	55	0,78	3,26	1,77*	1,32	14,91	0,66
Tangível-intensiva	54	-0,63	2,57	-1,81*	-6,49	15,65	-3,05***

\* *p* < 0,1

\*\* *p* < 0,05

\*\*\* *p* < 0,01

Quando a amostra total é dividida nas amostras de empresas tangível e intangível-intensivas, os resultados corroboram o corolário 3. Os retornos das empresas intangível-intensivas (linha em negrito da Figura 3) são positivos e significativamente diferentes de zero (média = 0,78%,  $p < 0,1$ ). Para as janelas maiores (-1 a 40), os retornos são positivos mas não significativos (média = 1,32%,  $p$  não significante). Por outro lado, os retornos das janelas de um dia (-1 a 0) das empresas tangível-intensivas são significativamente negativos (média = -0,63%,  $p < 0,1$ ). Os retornos negativos são ainda maiores para a janela mais extensa (média = -6,49%,  $p < 0,01$ ). A análise de variância (ANOVA) confirma que os retornos de empresas intangível e tangível-intensivas são diferentes. As diferenças dos retornos de um dia são significantes ao nível de 5% ( $F = 6,29$ ,  $p < 0,05$ ). As diferenças dentro da janela mais longa (de -1 a 40 dias) são ainda mais significativas, ao nível de 1% ( $F = 7.12$ ,  $p < 0.01$ ).

### 3.5.2 Análise de Regressão: Determinantes do CAR

Procede-se à análise de regressão em quatro etapas, cada qual representando um modelo diferente. Nas duas primeiras etapas, a variável dependente é o retorno de um dia (de -1 a 0). O Modelo 1 inclui como variável dependente apenas a Intangibilidade. No Modelo 2, a regressão inclui, além da Intangibilidade, as duas variáveis de controle: forma de pagamento e tamanho relativo. Nas duas etapas subsequentes a variável dependente é o retorno da janela maior (de -1 a 40). O Modelo 3 tem como variável dependente apenas a Intangibilidade e o Modelo 4 inclui as variáveis de controle. Os resultados são mostrados na Tabela 4. As janelas maiores também são testadas porque há evidência de ineficiência no mercado brasileiro. Parece que a reação do mercado a anúncios de certos eventos no Brasil é mais lento quando comparado com um mercado mais desenvolvido como o Norte-Americano (PATROCINIO, KAYO e KIMURA, 2007).

De acordo com o corolário 3 deste estudo, o retornos das adquirentes seriam maiores se estas forem intangível-intensivas. Isso é confirmado pelo Modelo 1 ( $\beta = 1,41$ ,  $p < 0,05$ ).

Modelo 2 ( $\beta = 1,15, p < 0,1$ ) e Modelo 3 ( $\beta = 7,81, p < 0,01$ ). Todos esses modelos mostram que a Intangibilidade é positivamente relacionada com a criação de valor (isto é, o *CAR*) proporcionada pelas aquisições. Mesmo com a inclusão das variáveis de controle, a Intangibilidade continua a explicar a criação de valor quando a variável dependente é o retorno de um dia, embora com uma significância menor. Adicionalmente, é importante observar que a inclusão do modelo reduz a significância do Modelo 2, provavelmente em função da redução da quantidade de eventos incluídos no modelo ( $N = 48$ ). Por exemplo, a significância do Modelo 1 ( $F = 6,29, p < 0,05$ ) é significativamente maior que a do Modelo 2 ( $F = 1,39, p$  não significativa). Esse resultado é consistente com outros estudos empíricos realizados anteriormente na área da Teoria Baseada em Recursos (CAPRON e PISTRE, 2002; UHLENBRUCK, HITT e SEMADENI, 2006).

Tabela 4. Resultados da análise de regressão

Variáveis independentes	Variável dependente: <i>CAR</i> da adquirente da data -1 a 0		Variável dependente: <i>CAR</i> da adquirente da data -1 a 40	
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Intercepto	-0,63	-0,71	-6,49 ***	-2,66
<i>Variável principal</i>				
Intangibilidade	1,41 **	1,15 *	7,81 ***	5,30
<i>Variáveis de controle</i>				
Forma de pagamento		-0,35		-4,64
Tamanho relativo		1,13		-6,74
<i>N</i>	109	48	109	48
$R^2$ ajustado	0,05	0,02	0,05	0,02
<i>F</i>	6,29 **	1,39	7,12 ***	1,30

\*  $p < .1$

\*\*  $p < .05$

\*\*\*  $p < .01$

Também é importante notar que quando a variável dependente é o retorno de 1 dia, os interceptos não são significantes, isto é, eles não são estatisticamente diferentes de zero. Esse

resultado faz sentido se forem levadas em consideração as evidências empíricas anteriores que sugerem retornos nulos para as adquirentes quando a amostra encontra-se agregada. Quando a variável dependente é o retorno da janela maior (-1 a 40), os retornos negativos para as adquirentes são acentuados. Como se pode observar pelo Modelo 3 (que não inclui as variáveis de controle), os interceptos são negativos e significantes ( $\alpha = -6,49, p < 0,01$ ).

### 3.6 Discussão e Considerações Finais

A motivação básica ao desenvolver o presente estudo foi a intenção de entender porque algumas empresas adquirentes obtêm retornos positivos nas operações de aquisição e outras não. Esse contraste não é suficientemente explorado pela maioria dos estudos teóricos e empíricos, os quais mostram que, na média, os retornos para as empresas adquirentes são nulos ou negativos. Porém, como Capron e Pistre (2002) bem observam, essa média pode esconder uma grande variância.

De acordo com a Teoria Baseada em Recursos, a aquisição de recursos valiosos, tangíveis ou intangíveis, pode levar a adquirente a obter retornos positivos. Além disso, alguns estudos sugerem que quanto mais intangível os recursos adquiridos, maior o valor criado. Com efeito, o presente estudo apresenta evidências que corroboram pesquisas anteriores no que diz respeito à influência da intangibilidade sobre a criação de valor nos eventos de aquisição. Observa-se que, para a amostra de aquisições feitas por adquirentes intangível-intensivas, a criação de valor é positiva e estatisticamente diferente de zero. Por outro lado, as aquisições feitas por adquirentes tangível-intensivas levam a retornos negativos para as mesmas.

Embora a intangibilidade seja importante para explicar o padrão de retornos nos eventos de F&A, acredita-se que essa idéia ainda esteja incompleta. A explicação para esses retornos pode ser complementada pela Visão Baseada em Conhecimento. Baseado nos diferentes tipos de conhecimento sugeridos por essa corrente teórica, este estudo sugere que se a

intangibilidade for devida a conhecimento tácito ao invés de conhecimento explícito, a criação de valor tende a ser menor. Isso aconteceria em função do aumento da assimetria de informações, da volatilidade do fluxo de caixa, da ambigüidade causal, entre outros fatores relevantes, fazendo com que o valor dos recursos de empresas tácito-intensivas seja pouco confiável. Por outro lado, se a intangibilidade for devida a um recurso explícito a assimetria de informações diminuiria, bem como a volatilidade e a ambigüidade causal, fazendo o valor dos recursos ser mais confiável.

### **3.6.1 Implicações Gerenciais**

Do ponto de vista gerencial, os resultados da pesquisa empírica e a proposição teórica formulada neste estudo são fundamentais para se montar uma estratégia adequada para a realização de fusões e aquisições. É importante que os gestores e, principalmente, os acionistas estejam cientes das circunstâncias adequadas para a adoção de investimentos desse tipo. Ainda mais importante, é preciso que esses atores estejam conscientes das conseqüências de uma decisão mal tomada sobre o valor da empresa.

Considerando o aspecto normativo/prescritivo, este estudo levanta algumas importantes considerações que os gestores devem levar em consideração quando da realização de F&A, especialmente se esses gestores estiverem focados na busca por criação de valor. Em primeiro lugar, se as empresas adquirentes forem proprietárias de importantes fontes de vantagem competitiva na forma de ativos intangíveis, o presente estudo sugere que o seu valor pode ser incrementado se esta for capaz de encontrar uma empresa-alvo que possua outros ativos intangíveis que sejam complementares.

Por outro lado, se a empresa adquirente for tangível-intensiva a probabilidade de ganhos é menor e, portanto, a possível aquisição deve ser feita com cautela. Ainda assim, a fusão ou aquisição pode ser feita com geração de valor. Se a adquirente tangível-intensiva for, também, intensiva em conhecimento explícito, é possível que ela consiga internalizar seus recursos

(exemplo: marcas ou patentes) na empresa comprada, dessa forma aumentando a utilização de seus ativos correntes e gerando fluxos de caixa antes da provável erosão desses ativos.

### 3.6.2 Implicações Teóricas

As implicações teóricas do presente estudo são tão importantes quanto as implicações gerenciais. Estudos anteriores já sugeriam a importância da intangibilidade (da adquirente e da empresa-alvo) na criação de valor em eventos de aquisição. Esses corolários são testados no presente estudo e as previsões são corroboradas, ou seja, empresas adquirentes intangível-intensivas mostram tendência a criar valor enquanto as tangível-intensivas tendem a destruir valor.

A maior contribuição do presente estudo, porém, não está no teste empírico, mas sim na proposição teórica. Reiterando, propõe-se que o nível de conhecimento tácito exerça influência sobre a criação de valor. Sugere-se, neste estudo, que quanto maior o nível de conhecimento tácito, menor a tendência de criação de valor nas F&A. Isso acontece em função, principalmente, da maior incerteza e da assimetria de informações geradas por esse tipo de ativo. Por outro lado, quanto maior o nível de conhecimento explícito, maior a tendência à criação de valor. É importante que essa proposição teórica seja testada, mas para isso é preciso que se ultrapasse o obstáculo de se medir o conhecimento tácito de forma confiável.

Adicionalmente, o presente estudo também sugere, implicitamente, uma classificação para as empresas de acordo com seu nível de intangibilidade e de conhecimento tácito. Combinadas duas a duas, esses níveis levam à criação de quatro categorias de empresa: (1) as empresas intangível-explicito-intensivas, (2) as empresas intangível-tácito-intensivas, (3) as empresas tangível-explicito-intensivas e (4) as empresas tangível-tácito-intensivas. Cada uma dessas categorias, provavelmente, deve apresentar diferentes padrões de desempenho e de política empresarial. Analisar essas relações pode ser importante em estudos futuros.

### **3.6.3 Limitações e Pesquisas Futuras**

O presente estudo apresenta várias limitações na sua parte empírica que, na medida do possível, devem ser levadas em consideração em pesquisas futuras. Uma das limitações diz respeito à análise unilateral do retorno para as adquirentes. O foco do presente estudo é analisar tão-somente o ainda controverso padrão de retornos da adquirente. Entretanto, alguns autores sugerem que uma análise mais completa da criação de valor em F&A deva levar em conta a soma dos retornos da adquirente e da empresa-alvo (BERKOVITCH e NARAYANAN, 1993; SETH, SONG e PETTIT, 2000). No Brasil, efetuar o cálculo dos ganhos totais é mais complicado em função da falta de informações sobre as empresas adquiridas, que na maioria das vezes é de capital fechado. Essa limitação, portanto, é mais difícil de ser corrigida.

Uma segunda limitação, relativamente mais fácil de ser corrigida, diz respeito ao cálculo do retorno normal. No presente estudo, para se estimar o retorno normal opta-se pelo método do retorno de mercado ajustado, o qual assume que o retorno esperado corresponda ao retorno de um índice de mercado (neste caso, o Ibovespa). Em estudos futuros, pode-se utilizar métodos mais complexos para essa estimação como, por exemplo, o retorno de mercado tendo como base o modelo CAPM. Apesar da maior simplicidade do método escolhido neste estudo, Weston, Siu e Johnson (2001) afirmam que, em geral, os diferentes métodos tendem a apresentar resultados semelhantes.

### **3.6.4 Considerações Finais**

A definição dos limites da firma é uma questão central para a área de Organização Industrial, Estratégia e Finanças. A esse respeito, duas perguntas fundamentais (Cabral, 2000) são: (1) o que determina a extensão horizontal da firma e o (2) que determina a extensão vertical da firma? Segundo Santos e Eisenhardt (2005), essas questões podem ser analisadas a

partir de diversas lentes teóricas, mas grande parte das pesquisas, segundo esses autores, tem sido dominada por apenas algumas perspectivas teóricas, entre elas a do Custo de Transação.

Santos e Eisenhardt (2005) chamam atenção para a importância de se considerar outras perspectivas de análise para uma visão mais completa a respeito dos limites verticais e horizontais da firma. Uma das perspectivas sugerida por esses autores é a da Competência, que analisa os limites da firma em função da sua carteira de recursos. Por essa perspectiva, a organização é definida como um pacote singular de recursos, cujo limite seria definido pelo ponto que maximizaria o valor da carteira desses recursos. Os ativos intangíveis, como sugere os resultados da presente pesquisa, são recursos singulares que, como tal, devem ser contemplados na análise dos limites da firma.



## CRIAÇÃO DE VALOR EM F&A: AS CONEXÕES ENTRE FINANÇAS E ESTRATÉGIA

### 4.1 Apresentação

Estudos convergentes que reúnam teorias de diferentes áreas de conhecimento têm sido muito estimulados (exemplo: EISENHARDT, 1989; WILLIAMSON, 1999; MAKADOK, 2003, etc) e, particularmente, algumas pesquisas empíricas têm sido conduzidas na área de estratégia (LEE e O'NEILL, 2003; HENDERSON e COOL, 2003; entre outros). Apesar da existência de alguns artigos com essa abordagem integrativa, Makadok (2003) afirma que é muito raro encontrar estudos que abordem diferentes perspectivas simultaneamente, como as baseadas na competência (exemplo: Teoria Baseada em Recursos) e as baseadas na governança (exemplo: teoria de agência). Portanto, parece ser relevante desenvolver estudos interdisciplinares tais como o proposto no presente estudo.

O presente estudo se constitui em um ensaio teórico que, fundamentado em teorias das áreas de finanças e estratégia, procura explicar a criação de valor em F&A, particularmente para as empresas adquirentes. A Figura 4 mostra resumidamente o desenho de pesquisa proposto neste ensaio. Em primeiro lugar, essas teorias são classificadas de acordo com sua perspectiva ambiental, como mostra a Figura 4. O ambiente interno diz respeito a teorias relativas às características da firma e do comportamento dos gestores, particularmente a Teoria Baseada em Recursos e a Visão Baseada em Conhecimento. Algumas teorias originadas da área de finanças, mas amplamente discutidas em estratégia, tais como as teorias de agência e *hubris*, também são discutidas nessa perspectiva interna.

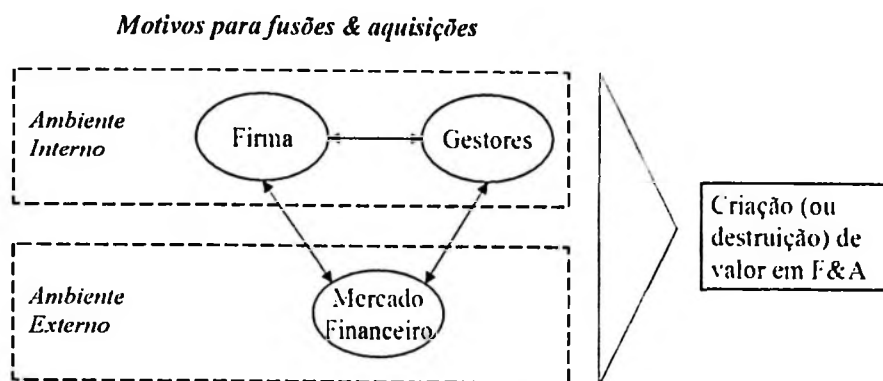


Figura 4. Motivos para F&A e a criação de valor

O ambiente externo, que lida basicamente com as questões do mercado financeiro, diz respeito a teorias usualmente aplicadas ao estudo das F&A, tais como a teoria do  $q$  de Tobin, o *market timing* e as finanças comportamentais. Ao propor uma abordagem integrativa para analisar as operações de F&A, este estudo combina as perspectivas interna e externa para explicar como as diferentes motivações para F&A levam à criação ou destruição de valor para as empresas adquirentes.

A discussão do modelo integrativo proposto neste ensaio inicia com um simples modelo de valoração por meio do qual se analisam as possíveis influências da Teoria Baseada em Recursos e da Visão Baseada em Conhecimento sobre os fluxos livres de caixa e, conseqüentemente, sobre a criação ou destruição de valor no evento de uma F&A. Na seqüência, discutem-se as possíveis inter-relações entre os ambientes interno e externo. Deste ponto em diante, utiliza-se o termo aquisições no lugar de F&A, mas a análise pode ser estendida também às fusões. Embora o foco deste ensaio seja a empresa adquirente, a análise proposta também leva em conta os ganhos totais proporcionados por essas operações. Como sugerem Berkovitch e Narayanan (1993), potenciais sinergias devem considerar não apenas os ganhos da adquirente, mas também os ganhos para a empresa-alvo.

## 4.2 Ambiente Interno

Em primeiro lugar, assume-se que os mercados financeiros sejam racionais e eficientes, de forma que os preços das ações incorporem todos os tipos de informações e, então, reflitam o valor intrínseco da firma. De acordo com a maioria dos economistas financeiros, o valor intrínseco corresponde ao valor presente dos fluxos de caixa esperados da firma ou dos dividendos atribuídos aos acionistas, sempre baseados nas informações disponíveis (LEE, MYERS e SWAMINATHAN, 1999).

Enquanto se assume que o mercado seja racional, inversamente assume-se que algumas vezes os gestores não sejam, como no caso do problema de *hubris*. Nesse contexto, analisa-se como o valor intrínseco da firma pode ser influenciado pelas previsões conjuntas da Teoria Baseada em Recursos, da Visão Baseada em Conhecimento, da Teoria de Agência e da Teoria de *Hubris*.

### 4.2.1 O modelo de valoração para adquirentes e empresas-alvo

A análise começa com a simples formulação mostrada na Equação 11, que mostra que o valor total da empresa adquirente ( $\tilde{v}_{a,t-1}$ ) corresponde à soma dos valores do capital próprio ( $e_{a,t-1}$ ) e do capital de terceiros ( $d_{a,t-1}$ ).

$$\tilde{v}_{a,t-1} = e_{a,t-1} + d_{a,t-1} \quad (11)$$

No momento do anúncio da aquisição, o valor intrínseco da adquirente pode aumentar ou diminuir, dependendo de circunstâncias que são discutidas posteriormente. Enquanto isso, define-se como valor anormal (*AV*) a diferença entre o valor da adquirente após o anúncio da aquisição ( $\tilde{v}_{a,t}$ ) e o seu valor antes do anúncio ( $\tilde{v}_{a,t-1}$ ), como mostra a Equação 12.

$$AV = \tilde{v}_{a,t} - \tilde{v}_{a,t-1} \quad (12)$$

A Equação 13 mostra o valor intrínseco da empresa adquirente  $a$  no tempo  $t-1$  (isto é, antes do evento). Seu valor é definido por meio do tradicional modelo de fluxo de caixa descontado, onde  $fcf$  é o fluxo livre de caixa para a empresa e  $i$  é a taxa de desconto (por exemplo, o custo médio ponderado de capital, conhecido pela sigla WACC, de *weighted average cost of capital*), ambos definidos antes do evento.

$$\tilde{v}_{a,t-1} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{fcf_{a,t-1}}{(1+i_{a,t-1})^n} \quad (13)$$

De forma similar, define-se o valor intrínseco da empresa-alvo  $b$  em  $t-1$  (antes do evento) como o resultado da soma do valor presente dos fluxos livres de caixa futuros, como mostra a Equação 14.

$$\tilde{v}_{b,t-1} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{fcf_{b,t-1}}{(1+i_{b,t-1})^n} \quad (14)$$

A Equação 15 mostra o valor da empresa adquirente  $a$  no tempo  $t$ , isto é, depois do anúncio da aquisição. Partindo-se da premissa de que os mercados sejam eficientes e incorporem essas novas informações nos preços, o valor da adquirente depois do anúncio deveria incorporar, além do seu próprio valor antes do anúncio ( $\tilde{v}_{a,t-1}$ ), também o valor presente líquido proporcionado pela compra da empresa-alvo  $b$  somada à sinergia esperada ( $\tilde{S}_{c,t}$ ) das empresas combinadas. O valor presente líquido é dado por  $\tilde{v}_{b,t-1} - bv$ , onde  $bv$  é o valor da oferta feita pela adquirente para comprar a empresa-alvo.

$$\tilde{v}_{a,t} = \tilde{v}_{a,t-1} + (\tilde{v}_{b,t-1} - b v_b) + \tilde{s}_{c,t} \quad (15)$$

A Equação 16 sugere que a sinergia seja resultado de um fluxo de caixa incremental (*ifcf*), que por sua vez é derivado das potenciais complementaridades entre a empresa adquirente e a empresa-alvo. A variável *ifcf* pode ser positiva ou negativa, dependendo de como os recursos de ambas as empresas são combinados e de como essa combinação pode gerar fluxos de caixa futuros. Espera-se que  $\tilde{s} > 0$  (zero), de forma que a aquisição crie valor (isto é, sinergia).

$$\tilde{s}_{c,t} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{ifcf_{c,t}}{(1+i_{c,t})^n} \quad (16)$$

O valor de  $\tilde{s}_{c,t}$  será positivo ou negativo dependendo de uma série de fatores envolvendo o anúncio. O valor  $\tilde{s}_{c,t}$  será positivo quando o fluxo de caixa livre (*fcf*) aumentar e/ou a taxa de desconto (*i*) diminuir. Por outro lado,  $\tilde{s}_{c,t}$  será negativo se o *fcf* aumentar e/ou o *i* diminuir. Até o momento, essa parece ser uma constatação óbvia. Porém, o que não é tão óbvio ou trivial é (1) como isso acontece e (2) qual o papel da intangibilidade e do conhecimento tácito sobre essas variações. Nas próximas seções, analisa-se como os diferentes tipos de recursos e conhecimento podem afetar a sinergia ( $\tilde{s}_{c,t}$ ).

#### 4.2.2 O caso da criação de valor (sinergia)

Tome-se a Equação 15 para ilustrar a influência da sinergia, agência e *hubris* sobre a criação ou destruição do valor da adquirente. Neste tópico, analisa-se o caso da sinergia e no próximo analisa-se os casos dos problemas de agência e *hubris*. A Tabela 1 resume os exemplos utilizados nesses três casos.

Tabela 5. Exemplos de sinergia, *hubris* e agência

	$\tilde{v}_{a,t-1}$	$\tilde{v}_{b,t-1}$	$bv$	$s_c$	$\tilde{v}_{a,t}$
Sinergia 1	100	50	45	0	105
Sinergia 2	100	50	55	20	115
<i>Hubris</i>	100	30	90	10	50
Agência	100	30	35	-15	80

Se  $\tilde{v}_{b,t-1} > bv_b$ , o valor intrínseco da empresa-alvo é mais valioso que o valor ofertado pela adquirente. Nesse caso, mesmo se a sinergia for igual a 0 (zero), o adquirente é capaz de criar valor com a aquisição. Um simples exemplo pode ilustrar essa questão. Suponha-se que a empresa adquirente valha \$100 milhões antes do anúncio da aquisição de um potencial alvo. Se a empresa-alvo valer \$50 milhões em  $t-1$ , mas seus acionistas aceitarem uma oferta de \$45 milhões, então o valor da adquirente após o anúncio passará a ser de \$105 milhões [isto é,  $\$100 + (\$50 - \$45)$ ].

Por outro lado, se  $\tilde{v}_{b,t-1} < bv_b$  o valor da adquirente deverá diminuir por conta do prêmio a ser pago para a aquisição da empresa-alvo, a menos que as sinergias potenciais compensem o valor negativo. Por exemplo, se os valores antes do anúncio da adquirente e da empresa-alvo forem, respectivamente, \$100 milhões e \$50 milhões, e o valor da oferta for de \$55 milhões, o valor da adquirente diminuiria para \$95 milhões após o anúncio. Entretanto, se a combinação das duas firmas levar a uma sinergia potencial de \$20 milhões, então o valor da adquirente passaria a ser de \$115 milhões.

Nesses dois exemplos existem, pelo menos, três possíveis interfaces entre a Teoria Baseada em Recursos, a Visão Baseada em Recursos e a sinergia. Em primeiro lugar, se a adquirente for capaz de ofertar um valor menor do que o valor intrínseco da empresa-alvo, então o valor adicional da adquirente de \$5 milhões, no primeiro exemplo, poderia ser atribuído a sua capacidade de boa negociadora. Nesse caso, essa capacidade poderia ser considerada um valioso recurso, embora altamente tácito em sua natureza.

Em segundo lugar, o valor da oferta poderia ser influenciado pelo que Coff (1999) chama de estratégias de disputa (*coping strategies*), que são procedimentos adotados pelas adquirentes para mitigar os problemas que surgem quando é severa a assimetria de informações em relação à empresa-alvo e os valores dos recursos são mais difíceis de serem avaliados. Esse problema é particularmente sério quando a empresa-alvo é intangível-intensiva e ainda pior se o conhecimento for tácito-intensivo.

Por meio dessas estratégias de disputa, as adquirentes tentam resguardar seus valores (1) oferecendo um prêmio menor, (2) usando formas de pagamento contingenciadas (exemplo: com ações da adquirente) e (3) aumentando a quantidade de informações a respeito da empresa-alvo por meio, por exemplo, de uma negociação mais lenta (COFF, 1999). Apesar desses problemas poderem afetar as empresas intangível-intensivas em geral, acredita-se que eles sejam mais severos quando o conhecimento for tácito.

Por fim, no segundo exemplo, a adquirente não é capaz de obter ganhos com sua habilidade de negociação. Nesse caso, esse valioso recurso estaria nas mãos da empresa-alvo. Além do recurso de poder de negociação, é possível que a empresa-alvo controle outros recursos valiosos, tais como uma patente revolucionária ou uma marca famosa (ambos explícitos, e não tácitos, em sua natureza). Dessa forma, uma possível competição entre mais de um potencial adquirente poderia levar a um aumento no valor da oferta pela empresa-alvo.

#### **4.2.3 O caso da destruição de valor (agência e *hubris*)**

Da mesma forma com que o tópico anterior analisa o caso da criação de valor, toma-se a Equação 15 como parâmetro para a análise da destruição de valor. No tópico anterior, sugere-se que, mesmo que a adquirente pague um prêmio pela empresa-alvo, ainda é possível se criar valor se as sinergias das empresas combinadas forem maiores que o referido prêmio. Porém, se o valor da oferta for tão alto a ponto de fazer o valor presente líquido da aquisição ser maior que a sinergia potencial, então o valor da adquirente será destruído. Em um simples

exemplo, suponha-se que o valor da adquirente e da empresa-alvo em  $t-1$  seja de \$100 milhões e \$30 milhões, respectivamente, o valor da oferta seja de \$90 milhões e a sinergia das empresas combinadas seja de \$10 milhões. O resultado líquido será uma destruição de valor para a adquirente, que passará a ter um valor de \$50 milhões. O valor da oferta, neste exemplo, é três vezes maior que o valor intrínseco da empresa-alvo, o que pode ser caracterizado como um problema de *hubris*.

No caso da destruição de valor causado por problemas de agência, não haveria sobrevalorização da oferta, muito embora um prêmio possa existir. Assim, suponha-se que o valor da empresa-alvo antes do anúncio seja de \$30 milhões e ela receba uma oferta de \$35 milhões. Se a empresa-alvo aceitar a oferta, seus acionistas obteriam um ganho de \$5 milhões. Do ponto de vista da adquirente, haveria uma equivalente redução de \$5 milhões no seu valor. Se as sinergias potenciais compensarem essa redução de valor, o adquirente teria um aumento no seu valor. Porém, suponha-se que haja uma sinergia negativa no valor de \$15 milhões. O valor final para a adquirente seria de \$80 milhões. Nesse caso, parte dos ganhos seria transferida para os acionistas da empresa-alvo e outra parte seria transferida para os gestores da adquirente. Esses gestores seriam beneficiados tanto por ganhos pecuniários (exemplo: altos salários) como não-pecuniários (exemplo: construção de império, mordomias, etc).

#### **4.2.4 O fluxo de caixa incremental e a influência da Teoria Baseada em Recursos e da Visão Baseada em Conhecimento**

Retornando à Equação 16, analisa-se como as previsões da Teoria Baseada em Recursos e da Visão Baseada em Conhecimento podem afetar o fluxo de caixa incremental (*ifcc*) e as taxas de desconto ( $i$ ), que levariam a empresa adquirente  $a$  a criar valor com a aquisição da empresa-alvo  $b$ . Em primeiro lugar, é feita a decomposição do termo *ifcf* em seus principais componentes. Isso é mostrado na Equação 17, onde todos os componentes são incrementais e após o anúncio da aquisição. O primeiro componente *inp* é o lucro líquido incremental, *id* é a



depreciação incremental,  $ice$  é o dispêndio de capital incremental e  $iwc$  é o capital de giro incremental.

$$ifcf_{c,t} = inp_{c,t} + id_{c,t} - ice_{c,t} - iwc_{c,t} \quad (17)$$

Por meio da conversação entre finanças (incluindo temas como valoração de empresas, agência, *hubris*, etc) e estratégia (incluindo a Teoria Baseada em Recursos e a Visão Baseada em Conhecimento), este estudo propõe uma taxonomia que combina diferentes tipos de recursos e conhecimento. Considera-se a existência de dois tipos de recursos: intangíveis e tangíveis. Adicionalmente, considera-se a existência de dois tipos de conhecimento: explícitos e tácitos. Assim, por exemplo, uma empresa pode ser intangível-explícito-intensiva, se seu valor econômico for derivado principalmente de recursos intangíveis que possam ser protegidos por algum tipo de propriedade intelectual (como uma marca registrada ou uma patente). Uma empresa também pode ser intangível-tácito-intensiva, se seu valor for derivado principalmente de conhecimento não codificado (por exemplo, uma firma de consultoria cujo valor dependa do conhecimento e da experiência pessoal de seus consultores), e assim por diante.

A análise começa pelo componente de lucro líquido incremental das empresas combinadas ( $inp_{c,t}$ ). Decompondo-se ainda mais esse elemento, o lucro líquido é basicamente o resultado das receitas menos os custos e despesas. As receitas, por sua vez, resultam da multiplicação das quantidades de produtos ou serviços vendidos pelo preço unitário. É mais provável que os recursos intangíveis (tanto das adquirentes como das empresas-alvo) exerçam uma influência maior sobre as receitas e menor sobre os custos. Este ensaio sugere que essa influência seria ainda maior se os recursos em questão forem explícitos. A aquisição de uma patente valiosa, por exemplo, poderia proporcionar à adquirente um monopólio provisório que

incrementaria suas receitas. Em outro exemplo, a aquisição de uma marca de luxo poderia proporcionar à adquirente uma maior lucratividade, uma vez que os preços médios tenderiam a crescer.

Porém, se a empresa-alvo for tácito-intensiva, a adquirente seria incapaz de ter certeza sobre a possibilidade de transferência das fontes de receita da empresa-alvo. Empregados-chave, cujo conhecimento é fundamental para a criação de valor da empresa-alvo, poderiam se demitir ou, mesmo que eles permaneçam na empresa combinada, ainda existiria o problema da ambigüidade causal que é tão comum nessas circunstâncias. Ambigüidade causal é um conceito criado por Rumelt *apud* Besanko (2004) para definir situações em que as causas que levam à criação de valor são obscuras ou entendidas de forma imperfeita. Isso se deve ao fato de que grande parte do conhecimento é tácita. Por isso, as adquirentes passariam a ser dependentes da disposição e comprometimento dos empregados.

A aquisição de recursos tangíveis também pode exercer influência relevante sobre o lucro líquido, embora de uma forma diferente e em um nível menor quando comparados aos recursos intangíveis. Mesmo nas aquisições de empresas não-relacionadas, as receitas da adquirente poderiam apresentar um aumento imediato, mesmo sem um aumento na lucratividade. A aquisição de empresas relacionadas, por outro lado, poderia levar a um aumento tanto nas receitas como na lucratividade, particularmente se os recursos combinados forem complementares, mas não similares. Se os recursos forem similares, as empresas poderiam entrar num processo de canibalização mútua.

Os recursos tangíveis, em geral, tenderiam a exercer uma influência maior sobre os custos e despesas. A combinação de recursos tangíveis pode proporcionar significativos ganhos de escala e escopo, especialmente se a demanda prevista pelos produtos ou serviços da empresa combinada mostrar uma perspectiva de crescimento. Nesse caso, a capacidade ociosa das empresas isoladas poderia ser utilizada. Os ativos intangíveis também podem ser fonte de

redução de custo. Seria o caso, por exemplo, da complementaridade de áreas de pesquisa e desenvolvimento.

A depreciação incremental ( $id_{c,t}$ ), os dispêndios de capital ( $ice_{c,t}$ ) e o capital de giro ( $iwc_{c,t}$ ) são componentes cujas variações são, em grande parte, relativas a recursos tangíveis. A depreciação e os dispêndios de capital dependem principalmente das variações do ativo imobilizado, ao passo que o capital de giro envolve contas como duplicatas a receber, estoques, contas a pagar e outros ativos e passivos circulantes. Em uma primeira análise, a aquisição de recursos intangíveis exerceria pequeno efeito sobre esses componentes do fluxo livre de caixa. Por outro lado, aquisições envolvendo empresas tangível-intensivas devem levar aqueles componentes em conta por que eles exercem um significativo impacto nos fluxos de caixa.

Por fim, uma parte fundamental da Equação 16 é a taxa de desconto ( $i_{c,t}$ ). Em geral, a taxa de desconto é uma média ponderada dos custos do capital próprio e das dívidas (ou simplesmente WACC, do inglês *weighted average cost of capital*). Os eventos de aquisição podem modificar tanto o custo de capital como a estrutura de capital das empresas combinadas e, assim, aumentar a taxa de desconto (destruindo valor) ou reduzir (criando valor). Por causa da incerteza relacionada às empresas intangível-intensivas, é razoável assumir que seus custos de capital próprio sejam maiores quando comparado a empresas tangível-intensivas. Kayo e Fama (2004) mostram evidências de que as empresas intangível-intensivas apresentam um risco sistemático (medido pelo beta) maior que as empresas tangível-intensivas.

Além disso, empresas intangível-intensivas tendem a apresentar maior nível de capital próprio, isto é, baixo nível de endividamento (MYERS, 1984; BALAKRISHNAN e FOX, 1993; BAH e DUMONTIER, 2001; O'BRIEN, 2003). Esses dois efeitos combinados levariam a um maior nível de custo de capital e, portanto, a uma maior taxa de desconto. O

nível de incerteza embutido numa aquisição de empresa intangível-intensiva poderia levar a um aumento na taxa de desconto e, conseqüentemente, a uma destruição de valor. Esse problema é mais severo se a intangibilidade for derivada de conhecimento tácito, porque a incerteza seria ainda maior. Evidentemente, essa destruição de valor poderia ser compensada pelo fluxo de caixa incremental.

### **4.3 Ambientes Interno e Externo**

As análises feitas até o tópico anterior partiam da premissa de que os mercados são racionais e eficientes, embora os gestores nem sempre fossem. Em tal ambiente, é esperado que o preço das ações reflitam o valor intrínseco da empresa. Neste tópico, essa premissa é alterada de forma a levar em consideração possíveis erros na avaliação dos preços. A nova premissa é a de que os mercados não são racionais e tampouco eficientes. Os gestores da adquirente, por outro lado, são racionais e aproveitam a oportunidade de sobrevalorizações no preço das ações de suas empresas para comprar outras empresas. Adicionalmente, também se considera o caso dos gestores não serem totalmente racionais, levando-os a outros erros de avaliação.

#### **4.3.1 Construindo os Conceitos de Estratégias Ativas e Passivas**

Para os propósitos deste estudo, definem-se dois tipos de empresa: **ativa** e **passiva**, cada qual seguindo diferentes estratégias de aquisição, que por associação serão chamadas de estratégias ativas e passivas. Apesar dessa distinção, as empresas não precisam necessariamente se enquadrar em apenas uma categoria. As empresas devem direcionar suas estratégias de aquisição de acordo com a situação ambiental do momento. Define-se empresa ativa como aquelas adquirentes que perseguem potenciais sinergias entre seus recursos e de potenciais empresas-alvo de uma forma frequente e consistente com seu ambiente interno, sem esperar pelo momento (*market timing*) mais apropriado. Assume-se que os gestores

racionais de empresas ativas constantemente persigam boas oportunidades de investimento que possam criar valor para seus acionistas. Isso leva à construção da segunda proposição desta tese (a primeira é construída no Capítulo 3), como segue.

**Proposição 2. Empresas adquirentes ativas, que são incentivadas a buscar complementaridades com os recursos de outras empresas, apresentam maior chance de criar valor com potenciais sinergias.**

Inversamente, define-se empresa passiva como aquelas adquirentes que promovam aquisições estimuladas pela sobrevalorização de suas ações, sem se preocupar, pelo menos em um primeiro momento, com as possíveis sinergias em relação à empresa-alvo. Este estudo sugere que, quando as empresas estão sobrevalorizadas, os problemas de agência e *hubris* apresentam maior probabilidade de aparecer. No caso do problema de agência, por exemplo, os gestores cientes da sobrevalorização de suas empresas podem fazer ofertas por empresas-alvo também sobrevalorizadas de forma a construir seus impérios. No caso de *hubris*, alguns gestores otimistas e menos racionais poderiam cometer erros relativos à avaliação da empresa-alvo, levando-os a fazer uma oferta muitas vezes maior do que o valor intrínseco da mesma. Baseando-se nessas suposições, a terceira proposição deste estudo é construída da seguinte forma:

**Proposição 3. As empresas adquirentes passivas, que são impelidas a promover aquisições para aproveitar o momento do mercado (*market timing*), apresentam maior chance de enfrentar problemas de agência e de *hubris*, levando-as a uma possível destruição de valor.**

Em função da natureza das empresas intangível-intensivas, suas valorações tendem a ser feitas com maior dificuldade e incerteza quando comparadas às empresas tangível-intensivas. O mesmo raciocínio é aplicado às empresas tácito-intensivas, cujo valor é mais volátil do que o das empresas explícito-intensivas. Em uma situação de alta sobrevalorização, o valor real dos recursos da empresa é menor do que sugerem os preços das ações. Isso é particularmente problemático se a empresa for intangível-intensiva e ainda pior se a empresa for tácito-intensiva. Assim, a proposição 4 deste estudo é construída como segue.

**Proposição 4. Os problemas de sobrevalorização tendem a ser mais severos para empresas intangível-intensivas do que para tangível-intensivas e para tácito-intensivas mais do que para explícito-intensivas.**

Nesse cenário de sobrevalorização, a empresa tende a seguir uma estratégia de aquisições passiva de forma a sustentar seu valor. Entretanto, mesmo que a motivação principal seja passiva, isso não significa que as empresas não tenham sinergia. Pelo contrário, as adquirentes que são impelidas a buscar potenciais empresas-alvo podem, eventualmente, encontrar importantes fontes de sinergia, mas é provável que surjam problemas de agência e de *hubris*.

Portanto, as adquirentes precisam prestar atenção a possíveis sobrevalorizações da empresa-alvo. Se esse for o caso, o recurso da empresa-alvo também valeria menos do que poderia sugerir o preço de sua ação e, assim, é possível que os gestores da adquirente enfrentem problemas de *hubris* e sua oferta seja excessivamente alta. Dessa forma, mecanismos apropriados precisam ser aplicados de forma a proteger o valor dos acionistas da empresa adquirente. Pode-se dizer que as estratégias de disputa propostas por Coff (1999) são especialmente importantes nessa fase de sobrevalorização. Estratégias ativas e passivas

podem e devem coexistir. De certa forma, esse problema de sobrevalorização, se enfrentado de forma apropriada, também pode ser considerado um incentivo para as empresas buscarem uma vantagem competitiva sustentável.

**Proposição 5. Em períodos de sobrevalorização, estratégias ativas de aquisição podem coexistir com estratégias passivas de forma a criar valor para as adquirentes, desde que sujeitas a mecanismos apropriados de proteção do valor dos acionistas contra os problemas de agência e *hubris*.**

Em períodos de subvalorização, durante os quais o valor real dos recursos é maior do que sugerem os preços das ações, não existiriam incentivos externos (relativos ao preço da ação da adquirente) para promover aquisições. Porém, assumindo-se que o preço da potencial empresa-alvo também esteja subvalorizado, então a adquirente poderia comprar recursos a um preço abaixo do real que proporcionariam uma importante opção real. Evidentemente, essas aquisições devem se respaldar em apropriados incentivos internos (isto é, para otimização dos recursos da empresa).

As aquisições realizadas nessa fase de subvalorização podem ser perigosas se os gestores ficarem tentados a comprar outras empresas apenas porque estão baratas. Eles podem correr o risco de comprar uma empresa inútil do ponto de vista do valor presente líquido. Seria o mesmo que comprar uma quantidade enorme de camisas durante uma liquidação apenas porque estão baratas (mesmo que essas camisas não sejam do tamanho exato e nem da cor preferida).

**Proposição 6. Em períodos de subvalorização, estratégias ativas de aquisição devem prevalecer em relação às estratégias passivas de forma a criar valor para os adquirentes.**

#### **4.4 Discussão e Considerações Finais**

A perspectiva interna de análise fundamentada na Teoria Baseada em Recursos e na Visão Baseada em Conhecimento é importante para se entender o fenômeno da criação de valor em F&A. Entretanto, uma análise mais completa deve levar em conta o papel do ambiente externo, isto é, do mercado financeiro. De um certo ponto de vista, a análise interna fundamentada na Teoria Baseada em Recursos e na Visão Baseada em Conhecimento (bem como a maioria dos estudos em finanças econômicas) assume que os mercados são eficientes e, portanto, o preço das ações reflete o valor intrínseco dos recursos. Além disso, assume-se que algumas vezes os gestores sejam racionais e persigam a maximização de sua própria utilidade (como no caso dos problemas de agência), mas em outras circunstâncias assume-se que eles sejam menos que totalmente racionais e que possam incorrer em erros de avaliação (como no caso da *hubris*).

Por outro lado, algumas correntes das finanças econômicas assumem que os mercados nem sempre são eficientes e, por consequência, os preços das ações poderiam estar sobre ou sub-valorizados. Alguns estudos (SHLEIFER e VISHNY, 2003; RHODES-KROPF e VISWANATHAN, 2004) sugerem que períodos de sobrevalorizações são favoráveis a ondas de F&A. Partindo-se desses argumentos, este ensaio sugere que o valor intrínseco dos recursos combinados devam ser analisados *vis-à-vis* seu valor de mercado.



#### **4.4.1 Implicações Gerenciais**

O presente ensaio teórico levanta algumas questões importantes, para o gestor e para os acionistas, acerca da política de crescimento das firmas por meio das fusões e aquisições. Do ponto de vista gerencial, uma das questões mais importantes levantadas neste ensaio é a necessidade de se gerir adequadamente as discrepâncias entre o valor de mercado e o valor intrínseco dos recursos e, conseqüentemente, das firmas. Dessa dissonância, o presente ensaio sugere a adoção de dois tipos de estratégia relativas à política de F&A: a ativa e a passiva. Sugere-se que a firma deva adotar uma dessas estratégias, dependendo do contexto, como forma de criar valor com as suas operações de F&A.

#### **4.4.2 Limitações e Pesquisas Futuras**

As proposições construídas neste ensaio são baseadas na análise dos processos de F&A a partir de diferentes lentes teóricas, trazidas principalmente de algumas correntes das áreas de finanças e estratégia. Por se tratar de um ensaio, essas proposições não são testadas empiricamente, o que por si só já se constitui uma limitação.

Apesar disso, acredita-se que os conceitos propostos de empresas ativas e passivas, bem como os conceitos relacionados de estratégias ativas e passivas no contexto das F&A, levantem algumas questões importantes que poderiam ser testáveis em futuros estudos empíricos. Para isso, entretanto, alguns problemas de mensuração de certos construtos devem ser superados. A intangibilidade, por um lado, pode ser simples de ser medido. Villalonga (2004), por exemplo, sugere algumas medidas de intangibilidade baseadas no  $q$  de Tobin. Por outro lado, medir o construto de conhecimento tácito pode ser uma tarefa bastante difícil. Dados financeiros e medidas relativas a sobre e sub-valorizações podem ser colhidos mais facilmente e vários estudos já trataram dessa questão (ANDRADE, MITCHELL e STAFFORD, 2001; SHLEIFER e VISHNY, 2003).

#### 4.4.3 Considerações Finais

O estudo da criação de valor em F&A é um tema muito estudado isoladamente por diversas áreas do conhecimento. Na área de finanças, as teorias de agência e *hubris*, por exemplo, predominam na fundamentação teórica da maioria dos estudos em F&A. Na área de estratégia, por sua vez, uma teoria em particular tem se destacado na análise dessas operações: a Teoria Baseada em Recursos. A proposta do presente ensaio é promover um diálogo entre essas duas áreas do conhecimento de forma a produzir uma explicação mais ampla e profunda a respeito do fenômeno da criação de valor em F&A.

## CONCLUSÃO

O problema de pesquisa que se pretende responder nesta tese é: qual a relação entre intangibilidade e criação de valor nos processos de construção de capacidades e aquisição de recursos? Para responder a essa pergunta são apresentados, na presente tese, três estudos independentes entre si, mas com uma importante característica em comum: a interdisciplinaridade. Nesses estudos, duas áreas de conhecimento em administração (finanças e estratégia) são constantemente visitadas e conjugadas com o propósito de se discutir como a aquisição de recursos e a construção de capacidades contribuem para a geração de vantagens competitivas e conseqüente criação de valor para as firmas.

Permeando essa discussão, analisa-se o papel da intangibilidade das firmas como principal motivador dessas estratégias. A Teoria Baseada em Recursos, uma das principais correntes teóricas da área de estratégia, defende a idéia de que a propriedade de recursos (tangíveis e intangíveis) valiosos, raros, inimitáveis e insubstituíveis é uma importante fonte de vantagem competitiva e criação de valor. Na ausência desses recursos, a firma pode seguir duas estratégias para obtê-los, uma delas de caráter interno e outra de caráter externo. Internamente, a firma pode desenvolver esses recursos por meio da acumulação de ativos (tangíveis e intangíveis) ao longo do tempo. Em geral, essa acumulação exige investimentos constantes e capacidades internas adequadas. Entretanto, se a firma não possuir as capacidades necessárias (ou o tempo necessário) para o desenvolvimento interno dos recursos de que necessita, uma segunda alternativa é a aquisição desses recursos no que Barney (1986, p.1231) chama de “mercado de fatores estratégicos”.

Independente da forma de crescimento escolhida pela firma, o fato é que um dos principais motivos inerente a essas estratégias é a obtenção de ativos intangíveis. Os ativos

intangíveis são, para a moderna corporação, os principais fatores de diferenciação em relação a seus rivais e fontes de importantes vantagens competitivas. Assim, eles são os principais responsáveis pela heterogeneidade das firmas e são direcionadores de significativa porção do valor econômico das mesmas.

Nesta tese, as teorias oriundas da área de estratégia são complementadas com as teorias construídas no campo das finanças com o propósito de se buscar explicações para os fenômenos envolvendo a construção de capacidades e a aquisição de recursos. Em particular, a Teoria de Agência e a Hipótese de *Hubris*, constantemente utilizadas nos estudos sobre F&A na área financeira, são duas correntes que se casam perfeitamente com as teorias da área de estratégia. Aquelas duas teorias financeiras, de forma geral, lidam com as atitudes, crenças e valores dos gestores no que concerne às suas tomadas de decisão. Esses gestores, em última análise, são os principais responsáveis pelas decisões de investimento e financiamento que formam o valor dos recursos (ativos) das firmas.

Finalmente, esta tese chama a atenção para a importância de se realizar estudos interdisciplinares na área de estratégia e finanças, como sugerem alguns autores (EISENHARDT, 1989; WILLIAMSON, 1999; MAKADOK, 2003). Esse tipo de estudo tem o poder de aglutinar diferentes abordagens teóricas, promover um diálogo que poderia esclarecer algumas questões ainda não respondidas e ajudar teóricos e praticantes a entender melhor o fenômeno que envolve os limites verticais e horizontais das firmas. Espera-se que esta tese ajude a fortalecer esse tipo de abordagem de estudo e promover uma integração cada vez maior entre as diferentes áreas da Administração.

## REFERÊNCIAS

- ABOODY, David; LEV, Baruch. The value relevance of intangibles: the case of software capitalization. *Journal of Accounting Research*, v.36 (supplement), p.161-191, 1998.
- AMIT, R.; SCHOEMAKER, P.J.H. Strategic assets and organizational rent. *Strategic Management Journal*, v.14, n.1, p.33-46, 1993.
- ANDRADE, G.; MITCHELL, M.; STAFFORD, E. New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, v.15, n.2, p.103-120, Spring 2001.
- ARIKAN, Asli M. Does it pay-off to capture intangible assets through mergers and acquisitions? In: ACADEMY OF MANAGEMENT PROCEEDINGS, Denver, 2002.
- BAER, W.; COES, D.V. Privatization, regulation and income distribution in Brazil. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v.41, p.609-620, 2001.
- BAH, Rahim; DUMONTIER, Pascal. R&D intensity and corporate financial policy: some international evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, Oxford, v.28, n.5 e 6, p. 671-692, June/July 2001.
- BAKER, M.; RUBACK, R.S.; WURGLER, J. Behavioral corporate finance: a survey. IN: ECKBO, B.E. *Handbook of corporate finance: empirical corporate finance*. North Holland: 2007.
- BALAKRISHNAN, Srinivasan; FOX, Isaac. Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management Journal*, Chichester, v.14, n.1, p.3-16, January 1993.
- BARNEY, J. Strategic factor markets: expectations, luck, and business strategy. *Management Science*, v.32, n.10, p.1231-1241, Oct.1986.
- BARNEY, J. Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis. *Strategic Management Journal*, v.9, n.5, p.71-78, 1988.
- BARNEY, J. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, v.17, n.1, p.99-120, 1991.
- BARTH, M.E.; CLEMENT, M.B.; FOSTER, G.; KASZNIK, R. Brand values and capital market valuation. *Review of Accounting Studies*, v.3, n.1/2, p.41-68, 1998.
- BERKOVITCH, Elazar; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: an empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.28, n.3, pp. 347-362, 1993.
- BERMAN, S.L.; DOWN, J.; HILL, C.W.L. Tacit knowledge as a source of competitive advantage in the national basketball association. *Academy of Management Journal*, v.45, n.1, p.13-31, 2002.
- BESANKO, D.; DRANOVE, D.; SHANLEY, M.; SCHAEFER, S. *Economics of strategy*. 3rd ed. EUA: John Wiley & Sons, 2004.

BRADLEY, M.; DESAI, A., KIM, E. H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v.21, n.1, p.3-40, May 1988.

BROUHERS, Keith D.; BROUHERS, Lance E. Acquisition or Greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences. *Strategic Management Journal*, Chichester, v.21, n.1, p.89-97, 2000.

CABRAL, Luis M.B. *Introduction to industrial organization*. Massachusetts: The MIT Press, 2000.

CAPRON, L.; PISTRE, N. When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, v.23, n.9, p.781-794, 2002.

CHAUVIN, K.W.; HIRSCHEY, M. Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm. *Financial Management*, v.22, n.4, p.128-140, 1993.

CHIN, C.L.; TSAO, S.M.; CHI, H.Y. Trademark value and accounting performance: analysis from corporate life cycle. *The Journal of American Academy of Business*, v.7, n.1, p.106-112, 2005.

CHUNG, K.H.; PRUITT, S.W. A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, v.23, n.3, p.70-74, Autumn 1994.

COFF, Russell W. How buyers cope with uncertainty when acquiring firms in knowledge-intensive industries: caveat emptor. *Organization Science*, v.10, n.2, 1999.

COFF, R. Bidding wars over R&D-intensive firms: Knowledge, opportunism, and the market for corporate control. *Academy of Management Journal*, Briarcliff Manor, v.46, n.1, p.74-85, Feb 2003.

CONNOLLY, R.A.; HIRSCHEY, M. Firm size and the effect of R&D on Tobin's q. *R&D Management*, v.35, n.2, p.217-223, 2005.

DATTA, D.K.; PINCHES, G.E.; NARAYANAN, V.K. Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: a meta-analysis. *Strategic Management Journal*, v.13, n.1, p.67-84, Jan. 1992.

DENG, Z.; LEV, B.; NARIN, F. Science and technology as predictors of stock performance. *Financial Analysts Journal*, v.55, n.3, p.20-32, 1999.

DIERICKX, I.; COOL, K. Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management Science*, v.35, n.12, p.1504-1513, 1989.

EISENHARDT, K.M. Agency theory: an assessment and review. *The Academy of Management Review*, v.14, n.1, p.57-74, 1989.

FAMA, E.F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v.25, n.2, p.383-417, May 1970.

FAMA, E.F. Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, Cambridge, v.46, n.5, p.1575-1617, Dec 1991.

- GERBAUD, R.R.; YORK, A.S.; WOHAR, M. Stock market reactions to knowledge-motivated acquisitions. In: ACADEMY OF MANAGEMENT MEETING, 2006.
- HELFAT, C.E. Know-how and asset complementarity and dynamic capability accumulation: the case of R&D. *Strategic Management Journal*, v.18, n.5, p.339-360, 1997.
- HELFAT, C.E.; PETERAF, M.A. The dynamic resource-based view: Capability lifecycles. *Strategic Management Journal*, v.24, n.10, p.997-1010, 2003.
- HENDERSON, J.; COOL, K. Corporate governance, investment bandwagons and overcapacity: an analysis of the worldwide petrochemical industry, 1975-95. *Strategic Management Journal*, v.24, n.4, p.349-373, 2003.
- JENSEN, M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, v.76, n.2, p.323-329, 1986.
- 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, 1976.
- JENSEN, M.C.; RUBACK, R. The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, v.1, p.5-50, 1983.
- JOVANOVIC. B.; ROUSSEAU, P.L.. The Q-theory of mergers. *The American Economic Review*, Nashville, v.92, n.2; p.198-204, May 2002.
- KAYO, E.K.; FAMÁ, R. A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, São Paulo, v.39, n.2, p.164-176, abr./maio/jun. 2004.
- KAYO, E.K.; KIMURA, H.; BASSO, L.F.C. Avaliação de ativos intangíveis e analytic hierarchy process: um ensaio sobre a hierarquização dos direcionadores não-financeiro de valor. *Revista Eletrônica de Gestão Organizacional*, Recife, v. 3, n. 3, p. 231-241, 2005.
- KAYO, E.K.; KIMURA, H.; MARTIN, D.M.L.; NAKAMURA, W.T. Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, v.10, n.3, p.73-90, 2006.
- KAYO, E.K.; TEH, C.C.; BASSO, L.F.C. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, São Paulo, v. 41, n. 2, 2006.
- KAYO, E.K.; TEH, C.C.; KIMURA, H. The Role of Brands and Patents on Value Creation of Brazilian Companies. IN: 25TH SMS ANNUAL INTERNATIONAL CONFERENCE, 2005, Orlando. 25th SMS Annual International Conference, 2005.
- KELLER, K.L. *Strategic brand management: building, measuring, and managing brand equity*. New Jersey : Prentice Hall, 1998.
- KNOTT, A.M.; BRYCE, D.J.; POSEN, H.E. On the strategic accumulation of intangible assets. *Organization Science*, v.14, n.2, p.192-207, 2003.

- KOGUT, B.; ZANDER, U. Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology. *Organization Science*, v.3, n.3, p.383-397, 1992.
- KOHERS, Ninon; KOHERS, Theodor. The value creation potential of high-tech mergers. *Financial Analysts Journal*, Charlottesville, v.56, n.3, p.40-50, May/June 2000.
- LEE, C.M.C.; MYERS, J.; SWAMINATHAN, B. What Is the Intrinsic Value of the Dow? *The Journal of Finance*, v.54, n.5, p.1693-1741, Oct. 1999.
- LEE, P.M.; O'NEILL, H.M. Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: agency and stewardship perspectives. *Academy of Management Journal*, v.46, n.2, p.212-225, 2003.
- LEONARD, N.; INSCH, G.S. Tacit knowledge in academia: a proposed model and measurement scale. *The Journal of Psychology*, v.139, n.6, p.495-512, 2005.
- LEPAK, D.P., SMITH, K.G., TAYLOR, M.S. Value creation and value capture: a multilevel perspective. *Academy of Management Review*, v.32, n.1, p.180-194, 2007.
- LEV, B. *Intangibles: management, measurement, and reporting*. Washington: Brookings, 2001.
- LIEBERMAN, M.B., MONTGOMERY, D.B. First-mover advantages. *Strategic Management Journal*, v.9, p.41-58, 1988.
- LINDENBERG, E.B., ROSS, S.A. Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, v.54, n.1, p.1-32, 1981.
- LUBATKIN, Michael. Mergers and the performance of the acquiring firm. *The Academy of Management Review*, v.8, n.2, p.218-225, 1983.
- MacKINLAY, A.C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, v.35, n.1, p.13-39, Mar 1997.
- MAHONEY, J.T.; PANDIAN, J.R. The resource-based view within the conversation of strategic management. *Strategic Management Journal*, v.13, n.5, p.363-380, 1992.
- MAKADOK, R. Toward a synthesis of the resource-based and dynamic-capability views of rent creation. *Strategic Management Journal*, v.22, n.5, p.387-401, 2001.
- MAKADOK, R. A rational-expectations revision of Makadok's resource/capability synthesis. *Strategic Management Journal*, v.23, n.11, p.1051-1057, 2002.
- MAKADOK, R. Doing the right thing and knowing the right thing to do: why the whole is greater than the sum of the parts. *Strategic Management Journal*, v.24, n.10, p.1043-1055, 2003.
- MAKADOK, R.; BARNEY, J.B. Strategic factor market intelligence: an application of information economics to strategy formulation and competitor intelligence. *Management Science*, v.47, n.12, p.1621-1638, 2001.



McCONNELL, J.J.; SERVAES, H. Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, v.39, p.131-157, 1995.

MCWILLIAMS, A; SIEGEL, D. Event studies in management research: theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal*. Briarcliff Manor, v.40, n.3, p.626-657, Jun 1997.

MEGNA, P.; KLOCK, M. The impact of intangible capital on Tobin's q in the semiconductor industry. *American Economic Review*, v.83, n.2, p.265-269, 1993.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. The costs of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, Nashville, v.48, n.3, p.261-2197, June 1958.

MYERS, S.C. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, v.5, n.2, p.147-175, 1977.

MYERS, S.C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, v.39, n.3, p.575-592, July 1984.

O'BRIEN, Jonathan P . The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. *Strategic Management Journal*, Chichester, v.24, n.5, p.415-431, May 2003.

PATROCÍNIO, M.R. *Ativos intangíveis e a criação de valor em operações de aquisição: uma análise sob o ponto de vista da empresa adquirente*. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, São Paulo, Brasil.

PATROCÍNIO, M.R.; KAYO, E.K.; KIMURA, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. *Revista de Administração USP (RAUSP)*, v.42, n.2, p.205-215, 2007.

PENNER-HAHN, J.; SHAVER, J.M. Does international research and development increase patent output? An analysis of Japanese pharmaceutical firms. *Strategic Management Journal*, v.26, n.2, p.121-140, 2005.

PEREZ, Marcelo M.; FAMÁ, Rubens. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista de Contabilidade & Finanças da USP*, v.40, n.7, p.7-24, 2006.

PETERAF, M. The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. *Strategic Management Journal*, v.14, n.3, p.179-191, 1993.

PETERAF, M.; BARNEY, J.B. Unraveling the resource-based tangle. *Managerial and Decision Economics*, v.24, p.309-323, 2003.

PIKE, S.; ROOS, G.; MARR, B. Strategic management of intangible assets and value drivers in R&D organizations. *R & D Management*, v.35, n.2, 2005.

POLANYI, M. *The tacit dimension*. London: Routledge and Kegan Paul, 1966.

PRIEM, R.L. A consumer perspective on value creation. *Academy of Management Review*, v.32, n.1, p.219-235, 2007.

- PRIEM, R.L.; BUTLER, J.E. Is the resource-based "view" a useful perspective for strategic management? *Academy of Management Review*, v.26, n.1, p.22-40, 2001.
- RAY, G., BARNEY, J.B.; MUHANNA, W.A. Capabilities, business processes, and competitive advantage: choosing the dependent variable in empirical tests of the resource-based view. *Strategic Management Journal*, v.25, n.1, p.23-37, 2004.
- RHODES-KROPF, M.; VISWANATHAN, S. Market Valuation and Merger Waves. *The Journal of Finance*, Cambridge, v.59, n.6; p.2685-2718, Dec 2004.
- ROLL, Richard. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, Chicago, v.59, n.2, p.197-216, 1986.
- SANTOS, F.M.; EISENHARDT, K.M. Organizational boundaries and theories of organization. *Organization Science*, v.16, n.5, p.491-508, Sep/Oct 2005.
- SETH, Anju. Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, v.11, n.6, p.431-446, 1990.
- SETH, Anju; SONG, Kean P.; PETTIT, Richardson. Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms. *Journal of International Business Studies*, v.31, n.3, p.387-405, 2000.
- SETH, Anju; SONG, Kean P.; PETTIT, Richardson. Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms. *Strategic Management Journal*, Chichester, v.23, n.10, p.921-940, 2002.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v.70, n.3, p.295-311, Dec 2003.
- SIRMON, D.G., HITT, M.A.; IRELAND, R.D. Managing firm resources in dynamic environments to create value: looking inside the black box. *Academy of Management Review*, v.32, n.1, p.273-292, 2007.
- STEWART, T.A. *Intellectual capital: the new wealth of organizations*. New York: Doubleday, 1999.
- STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, v.26, n.1, p.3-27, 1990.
- TEECE, D.J.; PISANO, G.; SHUEN, A. Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, v.18, n.7, p.509-533, 1997.
- UHLENBRUCK, K.; HITT, M.A.; SEMADENI, M. Market value effects of acquisitions involving internet firms: a resource-based analysis. *Strategic Management Journal*, v.27, n.10, p.899-913, 2006.
- VILLALONGA, B. Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. *Journal of Economic Behavior & Organization*, v.54, n.2, p.205-230, 2004.
- VILLALONGA, Belen; McGAHAM. The choice among acquisitions, alliances, and divestitures. *Strategic Management Journal*, v.26, n.13, 2005.

WERNERFELT, B. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, v.5, n.2, p.171-180, 1984.

WESTON, J. Fred; SIU, Juan A.; JOHNSON, Brian A. *Takeovers, restructuring & corporate governance*. 3rd ed. New Jersey: Prentice-Hall, 2001.

WILLIAMSON, O.E. Strategy research: governance and competence perspectives. *Strategic Management Journal*, v.20, n.12, p.1087-1108, 1999.

ZOLLO, M., WINTER, S.G. Deliberate learning and the evolution of dynamic capabilities. *Organization Science*, v.13, n.3, p.339-353, 2002.