

Intangibilidade e Criação de Valor em Aquisições: o Papel Moderador do Endividamento

Autoria: Eduardo Kazuo Kayo, Mauricio Réa Patrocínio, Diogenes Manoel Leiva Martin

Resumo

Os estudos tradicionais sobre a criação de valor em aquisições mostram que, na média, os acionistas de empresas adquirentes obtêm retornos nulos ou até negativos, em contraste com os retornos positivos dos acionistas das empresas-alvo. Esse fenômeno é explicado, principalmente, pela teoria de agência e pela hipótese de *hubris* (excesso de confiança). As variações em torno dessa média de retornos, entretanto, são muito grandes e estudos recentes sugerem que a intangibilidade possa ser um fator importante para explicar essa heterogeneidade de ganhos. Este artigo tem por objetivo analisar a influência da intangibilidade e, estendendo estudos anteriores, também do papel moderador do endividamento sobre a criação de valor para as empresas adquirentes nos eventos de aquisição. Os resultados sugerem um papel importante do endividamento como moderador da relação entre a intangibilidade e a criação de valor. A variável de interação entre intangibilidade e endividamento apresenta uma relação negativa e significativa com a criação de valor. Esse resultado contrapõe o conceito do endividamento como instrumento disciplinador nos conflitos de agência, mas reforça a importância da folga financeira para a criação de valor nas aquisições promovidas por empresas intangível-intensivas.

1. Introdução

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).

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 linha de estudos tem se fundamentado na Teoria Baseada em Recursos 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 pode 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 F&A 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 artigo a propor uma 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 papel moderador do endividamento sobre a criação de valor para as empresas adquirentes nos eventos de aquisição.

Os resultados empíricos de estudos anteriores mostram que, para as empresas adquirentes, a criação de valor é positiva quando estas são intangível-intensivas (CAPRON e PISTRE, 2002; UHLEMBRUCK, HITT e SEMADENI, 2006; PATROCINIO, KAYO e KIMURA, 2007). No presente estudo, esses resultados não são confirmados. Entretanto, quando a intangibilidade é moderada pelo endividamento, surgem resultados significativos. Verifica-se que quanto maior a intangibilidade e o endividamento, menor é a criação de valor nas operações de aquisição. Este resultado contraria as previsões da teoria da agência, mas reforça, por outro lado, a importância da folga financeira para as empresas intangível-intensivas desenvolverem seus processos de aquisição.

2. Fundamentação Teórica

2.1. Criação de Valor em Fusões & Aquisições

Em primeira análise, as firmas se envolvem em F&A para buscar sinergia. Para os propósitos deste artigo, 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, podendo 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 empresa-alvo deveriam aumentar, gerando assim um retorno anormal positivo.

Entretanto, como sugerem pesquisas empíricas anteriores (FRANKS e HARRIS, 1989; MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1990), é muito comum que os acionistas das empresas adquirentes obtenham um retorno negativo ou próximo de zero, ao passo que os acionistas da empresa-alvo obtêm retornos positivos. Particularmente, Morck, Shleifer e Vishny (1990) encontram evidências de que as adquirentes destroem valor quando buscam excessiva diversificação, quando compram uma empresa-alvo em fase de alto crescimento e quando seus gestores apresentam fraco desempenho antes da aquisição.

Algumas pesquisas feitas no Brasil apresentam resultados semelhantes, isto é, que os retornos para as adquirentes são nulos ou negativos. Analisando as aquisições promovidas por bancos brasileiros no período de 1997 a 2003, Brito, Batistella e Famá (2005) encontram evidências que ratificam a não criação de valor para os bancos adquirentes. Resultado ainda mais negativo para os acionistas das adquirentes, dessa vez não-financeiras, é relatado por Camargos e Barbosa (2007). Estes autores mostram que, no período de 1994 a 2001, os retornos para as adquirentes foram significativamente negativos.

Duas abordagens teóricas ajudam a explicar porque, na média, as empresas adquirentes não criam valor, ao contrário das empresas-alvo: a Teoria de Agência (JENSEN e MECKLING, 1976; JENSEN, 1986; STULZ, 1990; MCCONNELL e SERVAES, 1995) e a hipótese 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 hipótese de *Hubris* sugere que algumas aquisições são 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). Do ponto de vista da adquirente, portanto, as sinergias operacionais e financeiras seriam fontes de criação de valor, ao passo que os problemas de agência e de *hubris* seriam fontes de destruição de valor. Do ponto de vista da empresa-alvo, por sua vez, todos os três fatores contribuiriam para aumentar seu valor econômico.

Essas três hipóteses (sinergia, agência e *hubris*) 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, a primeira hipótese a ser testada é a seguinte.

Hipótese 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. Essa perspectiva estratégica é apresentada no próximo tópico.

2.2. O Papel da Intangibilidade na Criação de Valor

Alguns estudos na área de estratégia (CAPRON e PISTRE, 2002; UHLEMBRUCK, HITT e SEMADENI, 2006; entre outros) têm analisado o 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. 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 conseqüência, 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 e não o contrário, como sugerem Uhlebruck, Hitt e Semadeni (2006).

Capron e Pistre (2002) sugerem que as aquisições 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 próprios recursos dentro do contexto da empresa-alvo. Entretanto, esses autores 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, com a aquisição do conhecimento da empresa-alvo, as adquirentes reduzem as chamadas 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.

Recursos são ativos tangíveis ou intangíveis de propriedade de uma firma em caráter semi-permanente (HELFAT 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; UHLEBRUCK, 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 da adquirente 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. Resultado oposto é encontrado por Capron e Pistre (2002). Estes autores apresentam evidências de que a internalização dos recursos, tangíveis e intangíveis, da adquirente na empresa-alvo é que 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.

Patrocínio, Kayo e Kimura (2007) analisam as aquisições ocorridas no Brasil no período de julho de 1994 a julho de 2004 e observam retornos próximos a zero para as empresas adquirentes quando a análise é agregada. Entretanto, quando a amostra total é dividida em duas sub-amostras, uma de eventos relacionados a empresas intangível-intensivas e a outra de tangível-intensivas, os resultados são bastante diferentes. Para as primeiras, os retornos anormais acumulados (CAR) são positivos e significantes, ao passo que para os eventos do segundo grupo os retornos são negativos e significantes. Diante desses argumentos, testa-se a seguinte hipótese.

Hipótese 2. Os retornos das adquirentes são positivamente relacionados ao seu nível de intangibilidade.

2.3. O Papel do Endividamento na Criação de Valor

A despeito da proposição de irrelevância da estrutura de capital apresentada por Modigliani e Miller (1958), algumas correntes teóricas sugerem que o endividamento possa exercer influência sobre o valor das empresas. Um dos primeiros a contestar a proposição de irrelevância é Durand (1959), que afirma ser possível estabelecer uma estrutura de capital que possibilite maximizar a riqueza dos acionistas. Posteriormente, os próprios Modigliani e Miller (1963) admitem a possibilidade de que os benefícios fiscais proporcionados pela dívida exerçam efeito positivo sobre o valor. Entretanto, pela perspectiva do *tradeoff*, esses benefícios fiscais são gradativamente reduzidos em função dos custos de dificuldades financeiras (Myers, 1984), fazendo com que a contribuição do endividamento seja limitada a um ponto ótimo a partir do qual o valor da empresa começa a ser reduzido.

Jensen e Meckling (1976) propõem uma outra explicação para as variações na estrutura de capital que depende das relações potencialmente conflituosas entre principal e agente. O conflito entre acionistas (principal) e gestores (agentes) poderia ser amenizado com a maior utilização das dívidas, especialmente na fase de maturidade das empresas quando o fluxo de caixa livre tende a ser maior. O endividamento exerceria, então, o papel de disciplinador do gestor, uma vez que ele passaria a ter controle sobre um nível menor de recursos financeiros e seria obrigado a adotar estratégias mais alinhadas aos interesses dos acionistas (Jensen, 1986). Por esse ponto de vista, o endividamento exerce um efeito positivo sobre o valor da empresa na medida em que reduz os problemas de sobreinvestimento gerados pelo excesso de caixa disponível.

Tanto a perspectiva do *tradeoff* como a da agência sugerem uma relação positiva entre o endividamento e o valor da empresa. Acredita-se ser razoável extrapolar essa relação para a análise da criação de valor em aquisições. Assim, tomando-se essas perspectivas teóricas como fundamentação, testa-se a hipótese de que o endividamento exerça um efeito positivo sobre a criação de valor nos eventos de aquisição. A premissa principal é a de que as dívidas possam servir como instrumento disciplinador em relação às decisões tomadas pelo gestor no que diz respeito às aquisições. Nesse caso, as dívidas reduziriam o fluxo de caixa livre e fariam com que o gestor passasse a utilizar os recursos disponíveis de forma alinhada aos interesses dos acionistas, isto é, escolhendo aquisições que apresentassem sinergia e que criassem valor para os seus acionistas. Ratificando essa idéia, pesquisa realizada por Smith e Kim (1994) mostra que para adquirentes com fluxos de caixa livres elevados, o retorno é significativamente negativo, indicando um problema de sobreinvestimento que poderia ser

mitigado com o uso de dívidas. Nesse contexto, a terceira hipótese a ser testada é formalizada a seguir.

Hipótese 3. Os retornos das adquirentes são positivamente relacionados ao seu nível de endividamento.

Alguns estudos sobre estrutura de capital sugerem que empresas intangível-intensivas apresentam maior nível de capital próprio (isto é, baixo endividamento). Tais resultados foram encontrados nos estudos de Balakrishnan e Fox (1993), Bah e Dumontier (2001) e O'Brien (2003). Esses estudos, em geral, utilizam variáveis que supostamente representariam investimentos intangíveis, como intensidade em despesas com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e com publicidade e propaganda, como *proxies* para a intangibilidade. Em pesquisas no Brasil, Kayo e Famá (2004), Kayo, Teh e Basso (2006) e Silva e Valle (2008) também encontraram evidências da relação negativa entre intangibilidade e endividamento, embora essa relação nem sempre seja significativa do ponto de vista estatístico (SILVA e VALLE, 2008).

O'Brien (2003) afirma que a predominância de capital próprio nas empresas intensivas em inovação (e, por conseqüência, intangível-intensivas) deve-se à importância da folga financeira (*financial slack*) em assegurar: (a) que os investimentos em P&D sejam feitos de maneira contínua e ininterrupta, (b) que haja recursos disponíveis para o lançamento de novos produtos e (c) que as empresas tenham recursos disponíveis para adquirir outras empresas com o propósito de expandir sua base de conhecimento. Este terceiro item é particularmente importante no contexto do presente artigo. De certa forma, a perspectiva da folga financeira contraria a Teoria de Agência, na medida em que aquela, assumindo que o gestor seja um agente maximizador de valor, defende a manutenção de um caixa elevado para se aproveitar as oportunidades de investimento e a última defende a idéia de que o caixa deve ser baixo para se evitar os problemas de sobreinvestimento.

Folga financeira, para os fins deste artigo, pode ser definida como o conjunto de ativos líquidos (caixa, aplicações financeiras e outros títulos negociáveis) e de capacidade de empréstimo sem risco além do necessário para atender ao pagamento de dívidas e gastos operacionais (MYERS e MAJLUF, 1984; SMITH e KIM, 1994). Com efeito, Modigliani e Miller (1963) já chamavam a atenção para a importância de se manter certa "flexibilidade" (p.442) na estrutura de capital de forma a se atender algumas necessidades não contempladas por modelos de equilíbrio estático. Nesse contexto, é razoável supor que empresas intangível-intensivas com altos níveis de folga financeira (isto é, com predominância de capital próprio) possam aproveitar seu caixa disponível para adquirir outras empresas e, incorporando os recursos da empresa-alvo, potencializar seu próprio valor. Inversamente, a predominância do endividamento em empresas intangível-intensivas tenderia a destruir valor nas aquisições. Assim, a quarta hipótese a ser testada é a seguinte.

Hipótese 4. Os retornos das adquirentes são negativamente relacionados ao seu nível de intangibilidade quando o seu nível de endividamento for elevado.

3. Procedimentos Metodológicos

3.1. Método, Amostragem e Coleta de Dados

O método aplicado neste artigo, particularmente para se construir a variável dependente, é o estudo de evento, geralmente aplicado nos testes de eficiência semi-forte (FAMA, 1991). Para a aplicação desse método dois estágios são críticos: (1) a coleta dos anúncios de aquisição e (2) o cálculo dos retornos anormais. A amostra de eventos analisados compreende

o período de 1996 a 2007. Os anúncios mais antigos de aquisição, do período de 1996 a 2004, foram coletados principalmente do banco de dados da Lafis Consultoria. Para o período mais recente, de 2005 a 2007, a principal fonte foi a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) de onde foram coletados todos os fatos relevantes publicados relativos a aquisições de empresas.

Para o cálculo dos retornos anormais, os dados financeiros das empresas (preços das ações) foram coletados do Economática. Os preços coletados já levam em conta todos os ajustes por proventos, inclusive dividendos. Também foram coletados do Economática as cotações do Ibovespa, que serviu como indicador do retorno de mercado para o cálculo do retorno normal. O retorno anormal, como discutido no próximo tópico, constitui-se na variável dependente deste artigo. Para o cálculo das variáveis independentes principais (intangibilidade e endividamento), a fonte de dados também foi o Economática.

Nessa primeira fase de levantamento de dados, foram coletados 402 eventos de aquisição. Desses eventos, foram considerados apenas aqueles que resultassem em uma participação acionária na empresa-alvo de mais de 50%. Além disso, foram excluídos os casos em que se constatasse que a empresa adquirente apresentasse patrimônio líquido negativo. Feitos os devidos ajustes, a quantidade final do período analisado totalizou 286 eventos. Em função da insuficiência de dados financeiros utilizados para o cálculo das variáveis independentes, grande parte desses eventos são descartados. Além do problema de dados ausentes, algumas observações extremas (*outliers*) também são retiradas da amostra no decorrer das análises, obedecendo a critérios que são discutidos oportunamente. Por fim, a quantidade de eventos analisados foi de 183 (quando a análise inclui apenas as variáveis independentes principais) e de 164 (quando são incluídas as variáveis de controle). O próximo tópico discute detalhadamente a operacionalização das variáveis dependente e independentes.

3.2. Operacionalização das Variáveis

3.2.1. Variável Dependente

Este estudo utiliza a tradicional medida de retorno anormal acumulado (*cumulative abnormal return*, ou simplesmente *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 1, onde $R_{i,t}$ é o retorno observado na data *t*, $P_{i,t}$ é o preço da ação *i* na data *t* e $P_{i,t-1}$ é o preço da ação *i* na data *t-1*.

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

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: MACKINLAY, 1997 e MCWILLIAMS e SIEGEL, 1997). Para este artigo, o modelo escolhido é o do retorno ajustado ao risco e ao mercado (modelo de mercado). Por este método, é estabelecida, em primeiro lugar, uma relação linear entre o retorno da ação e o retorno de uma carteira de mercado (no caso deste artigo, o Ibovespa) dentro da chamada janela de estimação anterior à janela do evento. A janela de estimação neste artigo corresponde a um período de 180 dias que começa 210 dias antes do anúncio da aquisição e termina 31 dias antes do mesmo. O modelo gerado por essa regressão é, então, aplicado aos retornos de mercado observados na

janela de evento para gerar o retorno esperado pela ação (retorno normal). O retorno anormal é calculado, posteriormente, pela diferença entre o retorno observado da ação e o retorno normal, como mostra a Equação 2, onde $AR_{i,t}$ é o retorno anormal, $R_{i,t}$ é o retorno observado da ação na data t , α e β são os coeficientes gerados pela regressão na janela de estimação e $R_{m,t}$ é o retorno da carteira de mercado na data t .

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha + \beta_i R_{m,t}) \quad (2)$$

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 entre os títulos. Para a construção da variável dependente deste artigo utiliza-se apenas a primeira dimensão. A acumulação dos retornos de cada título individualmente ao longo do tempo gera o *CAR* (*Cumulative Abnormal Return*), como mostra a Equação 3, onde τ é a quantidade de dias relativos ao período de acumulação, τ_1 é a quantidade de dias antes do evento e τ_2 é a quantidade de dias depois do evento.

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i,\tau} \quad (3)$$

Neste artigo, o *CAR* é calculado em duas janelas diferentes com o intuito de se capturar possíveis imperfeições na definição da data do evento e eventuais notícias que tenham sido veiculadas antes do anúncio oficial da aquisição (publicação do fato relevante). A primeira janela, mais curta, corresponde a um período de 11 dias em torno do evento (5 dias anteriores a 5 dias posteriores ao evento, além da data do próprio evento). Para efeito de simplificação, o *CAR* relativo a esse janela é batizado com o nome de *CAR-5 dias*. A segunda janela é um pouco mais longa. São 21 dias correspondentes ao período de 10 dias antes a 10 dias depois do evento e esse período é batizado como *CAR-10 dias*.

3.2.2. Variáveis Independentes

A primeira variável independente analisada, que testa a hipótese 2, é o nível de intangibilidade da empresa adquirente. A intangibilidade é medida 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). No presente artigo, entretanto, utiliza-se uma versão simplificada do q de Tobin proposta por Chung e Pruitt (1994). Segundo esses autores, sua 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 simplificada o valor de mercado total da firma é dividido pelo valor contábil dos ativos totais, como mostra a Equação 4.

$$I_i = q = \frac{(MVE + PS + DEBT)}{TA} \quad (4)$$

Onde I_i é a intangibilidade, 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 segunda variável independente, que testa a hipótese 3, é o endividamento (D_i), calculado pela razão entre o total das dívidas financeiras ($DEBT$) e o valor de mercado das ações da firma, como mostra a Equação 5.

$$D_i = \frac{DEBT}{(MVE + PS)} \quad (5)$$

A terceira variável independente é calculada pela interação entre o q de Tobin e o endividamento. Trata-se da principal variável independente neste artigo por analisar o papel conjunto do endividamento e da intangibilidade sobre a criação de valor nos eventos de aquisição.

3.2.3. Variáveis de Controle

Neste artigo são incluídas na análise de regressão outras três variáveis de controle que estudos anteriores revelam exercer efeitos sobre a criação de valor em aquisições: experiência em aquisições, grau de relacionamento e recentidade. A primeira variável de controle, experiência em aquisições, mede a quantidade média de transações por ano realizado no período de 12 anos de análise (1996 a 2007). Se, por exemplo, uma determinada empresa realizou 6 aquisições durante esse período, o seu índice será de 0,5 (isto é, 6/12). A segunda variável de controle, grau de relacionamento, é uma variável binária que assume o valor 1 se a empresa adquirida pertencer ao mesmo setor de atuação da adquirente e 0 se as duas forem de setores diferentes. Por fim, a variável recentidade é calculada como sendo o inverso da quantidade de anos desde a última operação de aquisição. Para uma revisão mais detalhada dessas e outras variáveis de controle, vide Villalonga e McGahan (2005).

3.3. Modelos e Análises

Para a análise dos resultados procede-se a uma análise de regressão pelo método dos mínimos quadrados ordinário (MQO). As regressões têm como variável dependente o retorno anormal acumulado (CAR) de 5 dias e 10 dias, alternadamente. Como mostram as tabelas 2 e 3, seis modelos diferentes são processados. Os três primeiros modelos fazem regressões simples tendo alternadamente como variáveis independentes a intangibilidade, o endividamento e a variável de interação entre essas duas. O Modelo 4 inclui apenas as variáveis de intangibilidade e de interação. A variável de endividamento não é incluída nesse momento em função da multicolinearidade apresentada com a variável de interação. O Modelo 5 apresenta a regressão com todas as variáveis principais e, por fim, o Modelo 6 apresenta a regressão múltipla completa, incluindo as variáveis de controle. Adicionalmente são processadas regressões com erro-padrão robusto em função da identificação de problemas de heteroscedasticidade. O modelo completo é apresentado na Equação 6.

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 I_i + \beta_2 D_i + \beta_3 I_i D_i + \beta_4 E_i + \beta_5 G_i + \beta_6 R_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

onde CAR_i é o retorno anormal acumulado da empresa i , α é o intercepto (utilizado para se testar a hipótese 1), β_1 é o coeficiente da variável intangibilidade da empresa i , (I_i), β_2 é o coeficiente da variável de endividamento (D_i), β_3 é o coeficiente da variável de interação entre a intangibilidade e o endividamento ($I_i D_i$), β_4 é o coeficiente da variável de controle de experiência em aquisições (E_i), β_5 é o coeficiente da variável de controle grau de relacionamento (G_i), β_6 é o coeficiente da recentidade (R_i) e, por fim, ε_i é o termo de erro.

4. Resultados da Pesquisa

4.1. Testes Preliminares

Antes da análise de regressão, procede-se aos testes das premissas estatísticas subjacentes ao método MQO. Todos os modelos são processados com e sem *outliers*, identificados por meio de *studentized residuals* maiores do que $|2|$. A premissa da normalidade multivariada foi analisada por meio do teste Shapiro-Wilk e a hipótese nula de normalidade não pode ser rejeitada. Para a análise da homoscedasticidade, utilizando-se o teste Breusch-Pagan, os resultados não permitem aceitar que as variâncias sejam homogêneas. Por isso, posteriormente às regressões por MQO, também foram processadas regressões com erros-padrão robustos. Analisando-se a Tabela 1, observa-se que a correlação entre a variável de endividamento e a variável de interação é positiva e significativamente elevada, levantando a preocupação de colinearidade entre essas variáveis. Adicionalmente, foi utilizado o teste VIF (*variance inflation factor*, ou fator de inflação de variância) e o problema de colinearidade foi comprovado. Por isso, a variável de endividamento foi retirada de um dos modelos analisados (Modelo 4).

Tabela 1. Estatística descritiva e análise de correlação

Variável	Média	Desvio padrão	1	2	3	4	5	6	7
1. CAR-5 dias	-.17%	5.00%	1.00						
2. CAR-10 dias	-.67%	6.63%		1.00					
3. Intangibilidade	1.64	1.38	0.00	-0.06	1.00				
4. Endividamento	.45	2.85	-0.16 **	-0.21 ***	-0.08	1.00			
5. Intang. X Endivid.	.44	2.72	-0.18 **	-0.24 ***	-0.05	0.99 ***	1.00		
6. Exper. em aquis.	.52	.37	0.01	0.05	-0.14 *	-0.08	-0.08	1.00	
7. Recentidade	.01	.08	0.00	0.04	0.18 **	-0.03	-0.01	0.01	1.00

* $p < .10$

** $p < .05$

*** $p < .01$

A Tabela 1 apresenta, além dos coeficientes de correlação, as médias e desvios-padrão das variáveis métricas dos modelos. Observa-se que a média do *CAR-5 dias* é de -0,17% e o desvio-padrão de 5%. O teste *t* para uma amostra indicou que não se pode rejeitar a hipótese de que a média é igual a zero ($p = 0.65$). O *CAR-10 dias*, com uma média de -0,67% e desvio-padrão de 6,63%, também não foi estatisticamente diferente de zero ($p = 0.17$). Esses resultados corroboram a hipótese 1 de que, quando analisados de forma agregada, os retornos médios para as empresas adquirentes não são significativamente diferentes de zero.

4.2. Resultados das Regressões por MQO e Robustas

As Tabelas 2 e 3 apresentam os resultados das regressões por MQO e robustas. Como exposto em tópico anterior, foram analisadas duas variáveis dependentes (*CAR-5 dias* e *CAR-10 dias*) em seis modelos diferentes, cada qual incluindo diferentes composições de variáveis independentes. Por definição, os coeficientes das regressões por MQO e robustas são iguais, mas não os erros-padrão, levando a diferentes níveis de significância estatística. As duas tabelas apresentam as significâncias estatísticas de cada variável relativas à regressão robusta. A estatística *F* pelo método MQO e o *F* robusto são apresentados separadamente ao final das tabelas.

O tópico anterior mostrou, com base no teste t para uma amostra, que as médias do $CAR-5$ dias e do $CAR-10$ dias não são significativamente diferentes de zero, corroborando a hipótese 1. Esse resultado é reforçado pela falta de significância estatística dos interceptos mostrados nas Tabelas 2 e 3. Em nenhum dos modelos o intercepto foi estatisticamente significativo, indicando que as médias dos retornos para as adquirentes não é diferente 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.

Tabela 2. Resultados das análises de regressão (MQO e robustas) para a variável dependente $CAR-5$ dias

Variável independente	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Intercepto	-0.18	-0.03	-0.02	0.02	-0.45	2.76
<u>Variáveis principais</u>						
Intangibilidade	0.00			-0.02	0.25	0.22
Endividamento		-0.29***			4.47**	4.51**
Intangibilidade X Endivid.			-0.33***	-0.33***	-4.99**	-5.13**
<u>Variáveis de controle</u>						
Experiência em aquisições						0.11
Grau de relacionamento						-3.1
Recentidade						-2.10
N	183	183	183	183	183	164
R^2	0.00	0.03	0.03	0.03	0.06	0.09
F	0.00	5.23**	6.08**	3.03**	4.01***	2.55**
F robusto	0.00	8.43***	16.76***	8.43***	21.40***	29.35***

N = quantidade de observações

Os níveis de significância, com exceção da estatística F da regressão por MQO, são relativos às regressões robustas e os valores p são os seguintes: * $p < .10$; ** $p < .05$; *** $p < .01$

A hipótese 2, de que os retornos das adquirentes são positivamente relacionados ao seu nível de intangibilidade, não corrobora os resultados dos estudos anteriores de Capron e Pistre (2002), Uhlebruck, Hitt e Semadeni (2006) e Patrocínio, Kayo e Kimura (2007). Nenhum dos coeficientes relativos à intangibilidade apresentados nas Tabelas 2 e 3 mostrou significância estatística. Além disso, os sinais dos coeficientes ora são negativos ora são positivos, sugerindo que os resultados sobre essa variável não são conclusivos.

Tabela 3. Resultados das análises de regressão (MQO e robustas) para a variável dependente *CAR-10 dias*

Variável independente	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Intercepto	-0.17	-0.44	-0.41	.20	-1.14	-1.36
<u>Variáveis principais</u>						
Intangibilidade	-0.31			-0.37	.42	.31
Endividamento		-0.50***			12.60***	13.29***
Intangibilidade X Endivid.			-0.60***	-0.61***	-13.74***	-14.45***
<u>Variáveis de controle</u>						
Experiência em aquisições						1.32
Grau de relacionamento						-0.40
Recentidade						18.20
<i>N</i>	183	183	183	183	183	164
<i>R</i> ²	.00	0.05	0.06	.07	0.20	0.23
<i>F</i>	0.75	8.94***	11.59***	6.36***	15.23***	8.02***
<i>F robusto</i>	0.48	11.44***	48.40***	26.36***	156.66***	77.87***

N = quantidade de observações

Os níveis de significância, com exceção da estatística *F* da regressão por MQO, são relativos às regressões robustas e os valores *p* são os seguintes: * *p* < .10; ** *p* < .05; *** *p* < .01

Por outro lado, os testes das hipóteses 3 e 4 apresentam elevadas significâncias estatísticas e, na maioria das vezes, confirmam os resultados esperados. A hipótese 3, de que os retornos das adquirentes são positivamente relacionados ao seu nível de endividamento, só não é corroborada no Modelo 2 (tanto para *CAR-5 dias* quanto para *CAR-10 dias*), em que o endividamento é analisado isoladamente. Ao contrário do esperado, o resultado dessa regressão mostra que o endividamento tem uma relação negativa e significativa com a criação de valor em aquisições (para *CAR-5 dias*: $\beta = -0.29$, $p < 0.01$; para *CAR-10 dias*: $\beta = -0.50$, $p < 0.01$). Entretanto, quando outras variáveis são incluídas nas regressões (Modelos 5 e 6), o endividamento passa a apresentar as relações positivas esperadas em relação à criação de valor. Esses resultados são semelhantes tanto para o *CAR-5 dias* (para o Modelo 5: $\beta = 4.47$, $p < 0.05$; para Modelo 6: $\beta = 4.51$, $p < 0.05$) quanto para o *CAR-10 dias* (para o Modelo 5: $\beta = 12.60$, $p < 0.01$; para Modelo 6: $\beta = 13.29$, $p < 0.01$).

A hipótese 4, de que os retornos das adquirentes são negativamente relacionados ao seu nível de intangibilidade quando o seu nível de endividamento for elevado, é corroborada em todas as análises efetuadas (modelos 3, 4, 5 e 6, tanto para o *CAR-5 dias* quanto para o *CAR-10 dias*). Esse resultado indica que o endividamento exerce um papel importante para a criação de valor em aquisições quando a empresa for intangível-intensiva. A interação entre essas duas variáveis, intangibilidade e endividamento, sugere que empresas intangível-intensivas que apresentem maior folga financeira tendem a criar valor com suas aquisições. Lembrando que, segundo O'Brien (2003), é importante que as empresas intensivas em inovação (ou intangível-intensivas) tenham recursos financeiros disponíveis para aproveitar as oportunidades de compra de outras empresas para potencializar sua base de conhecimento.

Com relação às variáveis de controle, nenhuma delas se mostra estatisticamente significativa para explicar a criação de valor em aquisições. Esperava-se um sinal positivo para a variável experiência em aquisições, o que foi corroborado tanto na regressão tendo como dependente o *CAR-5 dias* quanto o *CAR-10 dias*. A suposição subjacente a essa relação é a de que o aprendizado acumulado por sucessivas aquisições faz com que a adquirente torne-se cada vez melhor nesse tipo de negócio. O grau de relacionamento apresentou sinal negativo, indicando maior probabilidade de criação de valor nos negócios envolvendo empresas não-

relacionadas. Segundo a Teoria Baseada em Recursos o importante para se criar valor não é a similaridade (relacionamento) entre as empresas, mas sim a complementaridade entre os recursos. Por fim, a recentidade não apresentou os mesmos resultados quando a variável dependente é alternada. Esperava-se um sinal positivo, sugerindo que um pequeno (ao invés de um grande) intervalo entre aquisições diferentes possa criar valor em função, também, do aproveitamento do aprendizado obtido na operação anterior.

5. 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. Ao contrário de estudos anteriores nessa linha, o presente artigo não apresenta evidências de que intangibilidade exerça influência sobre a criação de valor nos eventos de aquisição. Entretanto, os resultados mostram que quando a intangibilidade é moderada pelo endividamento existe um efeito significativo sobre a criação de valor. Especificamente, as empresas intangível-intensivas com alto nível de endividamento tendem a destruir valor nas suas aquisições. Em outras palavras, empresas intangível-intensivas que apresentem predominância de capital próprio podem criar valor nas aquisições na medida em que possuem folga financeira para efetivar essas operações. A disponibilidade de recursos, nesse caso, é importante para que a empresa consiga aproveitar oportunidades para adquirir outras empresas com o objetivo de expandir sua base de conhecimento e, conseqüentemente, seu valor intangível.

Do ponto de vista gerencial, os resultados da pesquisa empírica apresentados neste artigo 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, assumindo-se que esses gestores estejam focados na busca por criação de valor. Se as empresas adquirentes forem proprietárias de importantes fontes de vantagem competitiva na forma de ativos intangíveis, o presente artigo sugere que o seu valor pode ser incrementado se esta for capaz de promover aquisições aproveitando a folga financeira proporcionada por uma estrutura de capital predominantemente formada por capital próprio.

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. O presente artigo vai além dessa constatação e mostra que o endividamento (ou, inversamente, a folga financeira) pode ser um fator importante para explicar a criação de valor em aquisições.

O presente artigo 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, também difícil de ser corrigida, diz respeito à adoção do q de Tobin como *proxy* para a intangibilidade. Embora essa medida já tenha sido utilizada em outros estudos para medir a intangibilidade das empresas (como em Villalonga, 2005), o q de Tobin não mede apenas a intangibilidade. Outros fatores, como as oportunidades de crescimento das empresas independentes da intangibilidade, também se refletem nesse indicador. Por isso, sugere-se, para estudos futuros, a substituição dessa variável por outras que reflitam, com mais precisão, o valor intangível das empresas.

6. Referências Bibliográficas

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.

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. 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.

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.

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.

BRITO, G.A.S.; BATISTELLA, F.D.; FAMÁ, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, São Paulo, v. 40, n.4, 2005.

BROUTHERS, Keith D.; BROUTHERS, 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.

CAMARGOS, M.A. de; BARBOSA, F.V. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, São Paulo, v. 42, n.4, 2007.

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

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

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

- DURAND, D. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. *American Economic Review*, Nashville, v.49, n.4, p.639-655, September 1959.
- FAMA, E.F. Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, Cambridge, v.46, n.5, p.1575-1617, Dec 1991.
- FRANKS, J.R.; HARRIS, R.S. Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the U.K. experience 1955-1985. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v.23, n.2, p.225-250, Aug 1989.
- GERBAUD, R.R.; YORK, A.S.; WOHAR, M. Stock market reactions to knowledge-motivated acquisitions. In: ACADEMY OF MANAGEMENT MEETING, 2006.
- HEL FAT, C.E.; PETERAF, M.A. The dynamic resource-based view: Capability lifecycles. *Strategic Management Journal*, v.24, n.10, p.997-1010, 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.
- 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.; 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.
- 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.
- LINDENBERG, E.B., ROSS, S.A. Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, v.54, n.1, p.1-32, 1981.
- MACKINLAY, A.C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, v.35, n.1, p.13-39, Mar 1997.
- 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.
- 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.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, Nashville, v.53, n.3, p.433-443, June 1963.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, Cambridge, v.45, n.1, p.31-48, Mar 1990.
- MYERS, S.C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, Cambridge, v.39, n.3, p.575-592, July 1984.

MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v.13, n.2, p.187-221, Jun 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.; 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.

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

ROLL, Richard. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, Chicago, v.59, n.2, p.197-216, 1986.

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.

SILVA, Ariádne de F.; VALLE, Mauricio R. do. Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, v.12, n.1, p.201-229, Jan/Mar 2008.

SMITH, R.L.; KIM, J.H. The combined effect of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns. *The Journal of Business*, Chicago, v.67, n.2, p.281-310, Apr 1994.

STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, v.26, n.1, p.3-27, 1990.

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.