

## **Intangíveis em fusões e aquisições na França e desempenho financeiro das firmas resultantes**

Evelyn Seligmann-Feitosa<sup>1</sup>; Leonardo F. C. Basso<sup>2</sup>; Diógenes de Souza Bido<sup>2</sup>; Herbert Kimura<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Universidade Federal do Piauí<sup>2</sup>Universidade Presbiteriana Mackenzie

### **Resumo:**

Visando desempenho superior, as empresas necessitam dispor, e bem utilizar, recursos raros, valiosos, não-substituíveis e de difícil imitação. É o caso dos intangíveis, como marcas, base de clientes, conhecimento, competência das equipes de trabalho, capacidade, parcerias e processos operacionais, dentre outros, que são desenvolvidos em longos e arriscados processos ou estrategicamente acumulados, via fusões e aquisições (F&A). Para analisar como o posterior desempenho financeiro está relacionado à prévia existência/divulgação de intangíveis, foram investigados 59 casos de F&A ocorridos na França entre 1997 e 2007, envolvendo 178 empresas, em uma pesquisa multi-métodos, pluralística, na vertente qualitativa e na quantitativa. Foram construídos indicadores (financeiros) da existência de intangíveis e indicadores (base textual) de divulgação, mediante aplicação da técnica de análise de conteúdos aos relatórios contábil-financeiros disponibilizados pelas empresas previamente à F&A. Estes indicadores foram confrontados quanto ao poder explicativo sobre o crescimento e lucratividade empresarial (dimensões analisadas), após 36 meses da F&A. Utilizando-se de modelagem em Equações Estruturais, via *Partial Least Squares* (SEM-PLS), foram estabelecidos modelos para expressar o relacionamento entre os construtos examinados, com significância estatística e foram alcançados melhores resultados com variáveis de origem semântica. Foram deduzidas relações positivas entre existência/divulgação de intangíveis e posteriores crescimento e lucratividade das firmas resultantes das operações de F&A, validando esta opção estratégica de acúmulo de recursos intangíveis nas firmas, na busca por melhores resultados.

### **Résumé:**

Pour obtenir des performances supérieures, les entreprises ont besoin d'avoir, et bien utilisé, des actifs rares, précieuses, non-remplaçables et difficiles à imiter. C'est le cas des intangibles, tels que les marques, la clientèle, la compétence des équipes de travail, la capacité, les connaissances, les partenariats, les processus opérationnels, entre autres, qui sont développés dans des processus longs et risqués ou stratégiquement accumulés par des fusions et acquisitions (F&A). Pour analyser la façon dont le rendement financier ultérieur est liée à la préalable l'existence/divulgation des immatériels, on a étudié 59 cas de F&A survenus en France entre 1997 et 2007, impliquant 178 entreprises, dans une recherche multi-méthodes, pluralistes, coteaux qualitative et quantitative. On aconstruit des indicateurs (financiers) de l'existence d'immatériels et indicateurs (textuels) de la divulgation, par l'application de l'analyse du contenu sur les rapports comptables et financiers fournies avant les F&A. Ces indicateurs ont été confrontés sur le pouvoir explicatif de la croissance et de la rentabilité des entreprises (dimensions analysées), après 36 mois de F & A. Grâce à la modélisation par équations structurelles, par des moindres carrés partiels (SEM-PLS), des modèles pour exprimer la relation entre les construits étudiés étaient établis, avec signification statistique, et les meilleurs résultats sont obtenus avec des variables d'origine sémantique. Des relations positives entre l'existence/la divulgation des intangibles et la ultérieure croissance et rentabilité des entreprises résultantes de F&A ont été déduits, en validant cette option stratégique d'accumulation d'intangibles, dans la recherche pour de meilleurs résultats.

**Área temática:** Redes

**Palavras-chave:** indicadores de divulgação de intangíveis em base textual; indicadores financeiros; fusões e aquisições; desempenho financeiro.

## Intangíveis em fusões e aquisições na França e desempenho financeiro das firmas resultantes

### Resumo:

Visando desempenho superior, as empresas necessitam dispor, e bem utilizar, recursos raros, valiosos, não-substituíveis e de difícil imitação. É o caso dos intangíveis, como marcas, base de clientes, conhecimento, competência das equipes de trabalho, capacidade, parcerias e processos operacionais, dentre outros, que são desenvolvidos em longos e arriscados processos ou estrategicamente acumulados, via fusões e aquisições (F&A). Para analisar como o posterior desempenho financeiro está relacionado à prévia existência/divulgação de intangíveis, foram investigados 59 casos de F&A ocorridos na França entre 1997 e 2007, envolvendo 177 empresas, em uma pesquisa multi-métodos, pluralística, na vertente qualitativa e na quantitativa. Foram construídos indicadores (financeiros) da existência de intangíveis e indicadores (base textual) de divulgação, mediante aplicação da técnica de análise de conteúdos aos relatórios contábil-financeiros disponibilizados pelas empresas previamente à F&A. Estes indicadores foram confrontados quanto ao poder explicativo sobre o crescimento e lucratividade empresarial (dimensões analisadas), após 36 meses da F&A. Utilizando-se de modelagem em Equações Estruturais, via *Partial Least Squares* (SEM-PLS), foram estabelecidos modelos para expressar o relacionamento entre os construtos examinados, com significância estatística e foram alcançados melhores resultados com variáveis de origem semântica. Foram deduzidas relações positivas entre existência/divulgação de intangíveis e posteriores crescimento e lucratividade das firmas resultantes das operações de F&A, validando esta opção estratégica de acúmulo de recursos intangíveis nas firmas, na busca por melhores resultados.

**Área temática:** Redes

**Palavras-chave:** indicadores de divulgação de intangíveis em base textual; indicadores financeiros; fusões e aquisições; desempenho financeiro.

### 1 Introdução

A alocação de recursos tem sido alvo constante de pesquisas. No campo da estratégia empresarial, vários estudos buscam compreender as fontes de uma vantagem competitiva sustentável, para identificar fatores explicativos do desempenho superior de certas empresas. A partir dos anos 1980, a competitividade empresarial tem sido objeto de diversos estudos e de desenvolvimento de estruturas de análise, destacando-se os trabalhos de Porter (1980; 1985; 1990); entretanto, como alertou Nonaka (1991), há um novo cenário, de profundas e constantes transformações potencializadas pelo avanço da tecnologia da informação, expansão no setor de serviços, crescimento e sofisticação dos mercados e pela criação de riqueza a partir de recursos intangíveis, como a informação. Bounfour (2003) afirma que o foco analítico tem se deslocado, mais e mais, para os ativos intangíveis.

Para Dyer e Singh (1998) e Lavie (2006), duas abordagens sobressaem-se na reflexão sobre a evolução da estratégia empresarial: a visão estrutural da indústria (Porter, 1980), na qual retornos acima da média advêm da firma participar de um setor com características estruturais favoráveis; e a *Resource-Based View* – RBV, que afirma ser o desempenho superior de uma firma essencialmente oriundo de sua heterogeneidade e da especificidade de seus recursos, onde a habilidade da empresa para acumular recursos e capacidades raras, valiosas, não-substituíveis e de difícil imitação a conduz a uma vantagem competitiva frente seus competidores e a obter desempenho superior. Esta abordagem é basilar neste artigo, por sua influência para o estudo de intangíveis e seus conceitos centrais são encontrados em Barney (1986; 1998; 1991; 2001) e Peteraf (1993), entre outros.

Na RBV, a empresa é a unidade de análise e o foco está na postura proativa e valorização dos recursos internos, que podem ser uma fonte de vantagem competitiva sustentada - aquela que os “concorrentes são incapazes de replicar” (BARNEY, 1991, p.102); na opção produto-mercado, o

"mercado de fatores estratégicos", segundo Barney (1986, p.1231), adquire fundamental importância, diretamente proporcional à sua capacidade de geração de receitas futuras, inclusive no contexto de aquisição de outras empresas, para obter altos retornos. Operações de fusões e aquisições (F&A), portanto, são vistas como movimentos competitivos para retenção ou aquisição de recursos estratégicos, em especial intangíveis, e como maneira de abreviar o lapso de tempo necessário à sua acumulação como alternativa ao crescimento interno. Esta análise vem sendo do interesse também de teóricos da área de finança, em especial no que diz respeito aos resultados para os acionistas das empresas envolvidas, como Barney (1988) e Capron e Pistre (2002). A lucratividade superior de uma empresa pode decorrer da aquisição de recursos a um preço abaixo do valor a ele atribuído, segundo Barney (1986, p.1232), para quem a imperfeição no mercado de fatores ocorreria, entre outras, quando diferentes firmas têm diferentes expectativas em relação ao valor de um recurso estratégico. Peteraf e Bergen (2003, p. 1028) afirmam que “o valor de um recurso deriva de sua aplicação nos mercados de produtos” e, em última instância, “da satisfação de necessidades do consumidor”.

O papel desempenhado pelos recursos intangíveis para o estabelecimento de uma vantagem competitiva sustentável é ressaltado na discussão de vários dos autores. Embora não exista consenso quanto à conceituação do que sejam os intangíveis em uma empresa, dado à variedade de construtos (ANDRIESSEN, 2004; 2005), pesquisas recentes têm destacado os aspectos intangíveis das organizações, como fontes de vantagem competitiva sustentável e duradoura para aquela que os detém (uma marca ou a reputação empresarial) e os coloca a seu serviço (o capital intelectual).

A importância dos ativos intangíveis tem crescido em termos de valor econômico, fenômeno evidenciado em várias pesquisas empíricas, a maioria sobre a relação existente entre o valor de mercado das empresas e os diversos tipos de intangíveis. Low e Kalafut (2003) explicam que os ativos intangíveis são as fontes de vantagem invisível, de alto custo e extremamente volátil e destacam a sua importância, afirmando que pesquisas recentes indicam que 35% das decisões gerenciais sobre alocação de investimentos são tomadas com base em intangíveis.

A situação se prolonga e aprofunda, levando Hand e Lev (2003) a indicarem que, nas economias e empresas modernas, a riqueza e o crescimento são dirigidos, astutamente, pelos ativos intangíveis. Levy e Jouyet (2006, p. 22) afirmam que “a propriedade intelectual ocupa um lugar central na economia do imaterial”, por ser a inovação o principal fator de criação de valor para as empresas. Esta visão parece se projetar para o futuro, pois expressando um consenso entre um grupo de especialistas da comunidade europeia, Mulgan (2009, p. 71) aduz que “as principais forças de mudança até 2025” são: “conectividade e conhecimento”.

Os “ativos intelectuais tornaram-se fatores estratégicos para a criação de valor das empresas” (OECD, 2007, p.1), em decorrência da globalização, da desregulamentação, da expansão do setor de serviços e do surgimento de novas tecnologias de informação, que trouxeram à discussão “a questão de como o conhecimento é criado, difundido, mantido e usado para obter retornos econômicos”. Levy e Jouyet (2006, p. 10) admitem que “as economias da OCDE atingiram um ponto de inflexão: doravante, a dinâmica do crescimento e a criação de valor descansam, sobretudo sobre elementos imateriais”. Zambon *et al.* (2003) concordam, destacando que, embora a importância econômica de recursos intangíveis tenha sido reconhecida há muito tempo, somente recentemente a mensuração e a elaboração de relatórios empresariais sobre intangíveis se transformaram do interesse de governos, órgãos reguladores, empresas, investidores, financistas, acionistas e outras partes interessadas.

A ausência de consenso teórico em torno do próprio conceito de intangíveis e dos seus construtos constitutivos e, ainda, sobre o método de mensuração ou avaliação mais adequado, denota a importância de a empresa conhecer, mensurar, avaliar e administrar corretamente seus intangíveis, em especial em relação à criação de valor, como referido por Andriessen (2004; 2005); Kristandl (2006);

Levy; Jouyet (2006); Lloria (2008); Frederick (2009), entre tantos outros.

O crescente interesse demonstrado por estudiosos pelo tema, a variedade de opiniões emitidas e a extensão das discussões a esse respeito, nos últimos anos, indicam ser este um vasto campo a ser pesquisado, em especial em relação à análise de tentativas rápidas de incorporação de ativos intangíveis, que vem se mostrando, em pesquisas recentes, um forte motivo para movimentos competitivos de F&As, induzindo a fixação do objetivo geral deste trabalho: analisar como o desempenho, em suas vertentes de lucratividade e de crescimento, de empresas resultantes de processos de F&As, após o prazo mínimo 36 meses do evento, está relacionado à existência, ao nível de divulgação e à natureza de ativos intangíveis nas organizações envolvidas.

## 2 Ativos intangíveis

Diversos dos autores, entre os quais Edvinsson e Malone (1988), Guthrie *et al.* (2003), Andriessen (2004; 2005); Kristandl (2006), Levy e Jouyet (2006), Yardimcioglu (2008) e Frederick (2009), são unânimes sobre a ausência de consenso quanto à conceituação dos intangíveis em uma empresa, dada a variedade de construtos. Em relação às expressões ‘intangíveis’, ‘ativos intangíveis’ e ‘capital intelectual’ e outras, a OECD (2006, p. 7) reconhece que “existe uma tendência generalizada para usar os termos como sinônimos” e considera que “alguns vão encontrar as diferenças entre esses termos, mas eles se referem à mesma realidade: um ativo não-físico com um potencial fluxo de benefícios futuros”. Frederick (2009, p. 10), entre outros, aponta a definição de *International Financial Reporting Standards-IFRS*: “*identifiable non-monetary assets without physical substance held for use in the production or supply of goods or services, for rental to others, or for administrative purposes*”.

As discussões continuam intensas e atuais. A ausência de acordo em torno do próprio conceito de intangíveis se reflete na proliferação de definições e revela dificuldades também de natureza prática, para identificar os elementos constitutivos e seu detalhamento, e, ainda, na falta de consenso sobre classificações e técnicas de mensuração ou avaliação mais adequada (ANDRIESSEN, 2004; 2005; OECD, 2006; LLORIA, 2008). Kristandl (2006, p.4) afirma haver “duas maneiras de definir o capital intelectual e intangível na literatura: descrições das características ou descrições dos componentes do capital intelectual e intangível”. Concordando, Holland (2001, p. 7) acrescenta que, como “fruto do ativo debate”, houve diversas tentativas de categorizar e definir componentes, sob várias taxonomias, sendo adotada frequentemente uma categorização em três partes.

Andriessen (2005) explicita que as classificações muitas vezes se sobrepõem. Para ele, a empresa é uma árvore de recursos, onde os três principais galhos são: Capital Financeiro, abrangendo todos os recursos monetários; Capital Tangível (infraestrutura da empresa e conhecimentos explicitados em manuais); e Capital Intelectual, estando este segmentado em Capital Humano, Capital Estrutural e Capital Relacional. Ele destaca a importância da sinergia entre os diversos tipos de recursos intangíveis (ANDRIENSSSEN, 2004, p.69).

Os termos ‘intangíveis’, ‘ativos intangíveis’, ‘ativos imateriais’, ‘recursos intangíveis’ ou ‘recursos imateriais’ estão aqui utilizados indistintamente, para designar sua totalidade. Espelhando-se em Andriessen (2004) e em Yardimcioglu (2008), os ‘ativos intangíveis’ estão subdivididos em três categorias de Capital: Humano, Relacional e Estrutura. Esta classificação respeita a taxonomia da *European Commission* (OECD, 2006, p.10), produzida, adotada e difundida pela maioria dos pesquisadores da comunidade científica europeia, comumente usada em artigos acadêmicos e nos guias sobre capital intelectual da Comunidade Europeia, da Austrália, Suíça e Japão. Segundo Kohl (2009), é uma das mais divulgadas e aceitas, sendo base referencial de muitos trabalhos, em mais de 15 países:

**Capital Humano** - são o conhecimento, as competências e know-how que os trabalhadores "levam com eles quando saem à noite". São exemplos: a capacidade

de inovação, a criatividade, o know-how, a experiência anterior, a capacidade de trabalho em equipe, a cultura, a flexibilidade no emprego, a tolerância para a ambiguidade, a motivação, a satisfação, a capacidade de aprendizagem, a lealdade, a formação e a educação.

**Capital Relacional** - diz respeito aos recursos decorrentes das relações externas da empresa com clientes, fornecedores e de parceiros de P&D. Compreende aquela parte do capital humano e do capital estrutural envolvidos com as relações companhia com esses stakeholders. Exemplos são: a imagem [corporativa], a fidelidade dos clientes, a satisfação do cliente, as relações com fornecedores, capacidade comercial e capacidade de negociação com entidades financeiras.

**Capital Estrutural** - refere-se ao conhecimento que fica com a empresa "após o pessoal sair, à noite". Compreende: as rotinas, os processos, a flexibilidade organizacional, os sistemas, os bancos de dados, o serviço de documentação, a existência de um centro de conhecimento, o uso generalizado das tecnologias de informação e a capacidade de aprendizagem organizacional.

(OECD, 2006, p.10)

Em paralelo a estas investigações, no mundo inteiro é crescente o interesse na ampliação do grau de divulgação e transparência de informações de empresas participantes do mercado de capitais. Zambon *et al.* (2003, p.2) confirmam o grande número de trabalhos evidenciando o papel dos relatórios financeiros para fornecer informação aos *stakeholders* sobre o valor de uma empresa, mas, “as evidências sugerem haver uma lacuna significativa de relatórios relacionados aos recursos intangíveis”. As tentativas de mensuração e de valoração de intangíveis em pesquisas são incontáveis e diversificadas, enfocando diferentes variáveis dependentes e independentes, e em diferentes níveis de agregação, pois enquanto alguns teóricos referem-se aos níveis de intangibilidade e desempenhos globais, outros analisam a atuação de variáveis de *per si*.

## 2.1 Existência dos intangíveis – *proxies* financeiras

Estudiosos têm se debruçado sobre os diversos métodos estabelecidos para tentar mensurar e avaliar os intangíveis em uma organização. Sveiby (2000; 2001-2005) relaciona 34 diferentes metodologias, em busca de estabelecer uma que venha a ser reconhecida por todos, à semelhança de Andriessen (2004), que relaciona e discute 25 técnicas de avaliação de intangíveis. Vários organismos, como a OECD têm-se esforçado para estabelecer uma padronização que seja aceita pela maioria dos países, organizações e empresas.

Em relação às métricas financeiras indicativas de intangibilidade global da empresa, Chung e Pruitt (1994) e Villalonga (2004), entre outros pesquisadores, utilizam o q de Tobin como um indicador geral da presença de intangíveis na organização, sendo um dos índices mais utilizados em estudos da espécie, apesar de suas limitações, discutidas por Andriessen (2004).

Wyatt (2002), entretanto, alerta que o uso de um indicador global não permite vislumbrar a real fonte de criação de valor, sendo necessária a avaliação da natureza dos intangíveis presentes na empresa. Low (2000) e Kalafut e Low (2001), entre outros, modelaram um índice de criação de valor, com base na quantificação de intangíveis, mas destacaram diferentes pesos aos fatores, conforme o tipo de atividade econômica desenvolvida pela organização. Também neste sentido, *l'Observatoire de l'Immatériel* (2009) desenvolveu uma metodologia e um *software* para a valoração dos intangíveis, chamado *Baromètre du Immatériel*, que organiza a mensuração, a comparação e a evolução de 09 ativos fundamentais, 71 critérios de análise e 175 indicadores de medida. Este referencial sofre constantes atualizações, conforme vão-se desenvolvendo novas pesquisas.

No presente trabalho, foram usadas diversas *proxies* numéricas advindas de relatórios contábil-financeiros das empresas da amostra. Com base na literatura acadêmica declinada no Quadros 1, testaram-se diversas *proxies* por tipo de ativo intangível e também globais.

Quadro 1 – *Proxies* numéricas para existência de intangíveis (variáveis independentes)

Variáveis observadas	Base teórica	Construtos (variáveis latentes)		
		de 1ª ordem	de 2ª ordem	de 3ª ordem
nº de funcionários	Edvinsson e Malone (1997), Liebowitz e Suen (2000), Gandia (2003), Marr e Adams (2004), Herman e Kauranen (2005), Huang e Wang (2008), Wang (2008), Liu, Tseng e Yen (2009)	Capital Humano (CH_A_p rox e CH_c_ prox)	Indicadores da existência de ativos intangíveis da empresa Adquirente e da empresa comprada (base quantitativa - <i>proxies</i> contábeis) At_Int_A_proxeAt_Int_c_prox	Ativos intangíveis envolvidos na F&A AT_INT_F&A
Vendas por funcionário	Liebowitz e Suen (2000), Stewart (2001), Koka e Prescott (2002), Tsan (2002), Wu (2003), Chen (2004), Huang e Wang (2008), Wang (2008).			
Lucro líquido por funcionário	Brennan e Connell (2000), Dzinkowski (2000), Tsan (2002), Wang (2008), Huang e Wang (2008), Liu, Tseng e Yen (2009)			
Lucro operacional por func.	Lacroix e Zambon (2002), Huang e Wang (2008)			
Intensidade da Desp. Pessoal	Lacroix e Zambon (2002)			
Taxa de crescimento das vendas	ASTD (1999), van Buren (1999), Brennan e Connell (2000), Dzinkowski (2000), Tsan (2002), Chen (2004), Marr e Adams (2004), Huang e Wang (2008), Wang (2008), Liu, Tseng e Yen (2009), Camargos e Barbosa (2008)	Capital Estrutural (CE_A_p rox e CE_c_ prox)		
Longevidade da firma	Florin, Lubatkin e Schulze (2003), Herman e Kauranen (2005), Huang e Wang (2008)			
Diluição da estrutura acionária	Cerbioni e Parbonetti (2006), Schadewitz e Blevins (1998)			
Taxa de Crescimento do Lucro Operacional	Huang e Wang (2008)			
Desp. de marketing por ação	Huang e Wang (2008)			
Lucro líquido por ação	Huang e Wang (2008), Wang (2008)			
Lucro líquido/vendas	Koka e Prescott (2002)			
Despesas administr. e de vendas / funcionário	Edvinsson e Malone (1997), Roos <i>et al.</i> (1997), ASTD (1999), van Buren (1999), Stewart (2001), Tsan (2002), Wang (2008)	Capital Relacional (CR_A_ prox e CR_c_ prox)		
Grau de estabilidade da empresa no período estudado	Huang e Wang (2008), Herman e Kauranen (2005)			
Despesas de P & D / lucro líquido	Huang e Wang (2008), Gandia (2003), Lacroix e Zambon (2002)			
Despesas de P & D / ação	Wang (2008)			
Ativos / ação	Wang (2008)			
Despesas administr. e de vendas / vendas	Wang (2008)			
Q de Tobin simplificado (Valor da empresa / Ativo Total)	Chung e Pruitt (1994), Villalonga (2004), Kayo, Teh e Kimura (2005), Bond e Cummins (2003), Lock Lee, Guthrie e Gallery (2009), Yermack (1996), Zechman (2009), Lang, Stulz e Walkling (1989), Camargos e Barbosa (2008), Kayo, Patrocínio e Martin (2009)	Intangibilidade global		
Market-to-book (Valor de mercado / Valor contábil)	Lev (2001), Kayo <i>et al.</i> (2006), Kayo, Teh e Kimura (2005), Abdolmohammadi (2005), Firer e Williams (2003), Zechman (2009), Camargos e Barbosa (2008)	(IG_ prox)		
Amortização de Intangíveis	Var. teste, igual à idêntica rubrica contábil, retirada diretamente dos balanços divulgados			

Nota: o sufixo *i* é alusivo ao caso de F&A e *j* relativo a cada empresa analisada.

Fonte: elaboração própria, com base em Wang (2008) e Barros Jr. *et al.* (2010) e diversos autores citados.

## 2.2 Divulgação dos intangíveis –indicadoretextuais

Guthrie *et al.* (2004) afirmam que os pesquisadores no campo do capital intelectual necessitam estar aptos para justificar os métodos específicos de pesquisa que utilizam para coletar os dados empíricos, que são examinados com o objetivo dar suporte e testar as opiniões com relação a diferentes abordagens de gerenciamento e o relatório do capital intelectual. Assim, estudiosos examinaram a divulgação dos intangíveis por empresas de vários países europeus, como Malhotra (2002), Bergamini e Zambon (2003), Andriessen e Stam (2005), Bounfour (2003) e Cordazzo (2005), dentre outros. Wyatt (2002) mostra os *insights* resultantes da experiência australiana na estruturação de relatórios financeiros a respeito dos intangíveis.

Dentre os métodos disponíveis para que os pesquisadores possam examinar e entender o capital intelectual, a análise do conteúdo dos relatórios anuais das empresas é a ferramenta mais usada (GUTHRIE ET AL., 2004). Foi usada, com adaptações, por Abdolmohammadi (2005), como também aqui, onde, espelhando a classificação da OECD (2006) e estudos de Guthrie *et al.* (2004) e do próprio Abdolmohammadi (2005), se validou e se usou uma lista de palavras.

Foram construídos indicadores de divulgação de ativos intangíveis, para suas diversas naturezas, mediante aplicação da técnica de análise de conteúdos (BARDIN, 2007) aos relatórios contábil-financeiros das firmas estudadas, previamente à F&A. A palavra foi a unidade de análise escolhida; foi feita a detecção automatizada e a atribuição de importância relativa às palavras nas categorias dos ativos intangíveis, usadas como unidades de contexto. Foram atendidos os cuidados metodológicos declinados por Richardson *et al.* (2007) e Bardin (2007), nas diversas fases do trabalho. Os indicadores construídos encontram-se no Quadro 2.

Quadro 2 –*Proxies* textuais para divulgação de intangíveis (variáveis independentes)

Variáveis observadas	Base teórica	Construtos (Variáveis Latentes)		
		de 1ª ordem	de 2ª ordem	de 3ª ordem
Fator humano Cultura corporativa Competência	OECD (2006), Guthrie <i>et al.</i> (2004) e Abdolmohammadi (2005)	Capital Humano (CH_A_text e CH_c_text)	Indicadores de divulgação de ativos intangíveis da empresa Adquirente e da empresa comprada	Ativos intang íveis da F&A
Propriedade Intelectual Pesquisa & Desenvolvimento e Inovação Gerenciamento de processos Sistemas de informação e <i>Networking</i>		Capital Estrutural (CE_A_text e CE_c_text)		
Marcas, Reputação, Imagem e Responsabilidade social corporativa Clientes Relações financeiras, Facilidades de obtenção de recursos e Governança Parcerias na cadeia produtiva		Capital Relacional (CR_A_text e CR_c_text)	(base textual (Análise de conteúdo) At_Int_A_ text e	
Todas as acima		Índice global de Intangibilidade. Divulgada - IGID <sub>j</sub>	At_Int_c_ text	

Nota: o sufixo *i* é alusivo ao caso de F&A e *j* relativo a cada empresa analisada.

Fonte: elaboração própria, com base nos autores citados.

## 3 Desempenho financeiro empresarial

O desempenho empresarial superior tem sido o alvo da ação estratégica das firmas e de inúmeras

pesquisas acadêmicas, sendo sempre contraposto a diversos fatores explicativos. Krauter e Sousa (2007) mostram que a escolha da medida usada na avaliação de desempenho depende da finalidade pretendida pelos gestores, não existindo uma medição superior às demais em termos absolutos. No mesmo sentido, Cameron (1986, *apud* Brito e Vasconcelos, 2005, p.1) aponta que indicadores de desempenho são selecionados com base na conveniência e simplicidade de obtenção dos dados e não na seleção racional dos mesmos.

Gardès (2005), estudando F&As do setor bancário europeu, aponta as principais fontes de desempenho superior: 1) Poder de mercado, sendo esperado que uma maior concentração de mercado influencie a performance; 2) Economias de escala, pois se espera que depois de uma F&A haja redução dos custos unitários de produção, devido ao aumento da quantidade produzida; 3) Economias de Escopo, esperando-se redução dos custos pelo viés da complementaridade; 4) Eficiência e sinergia, pois se espera melhoria da eficiência, custos e lucros, oriunda da redução dos riscos, aumento de tamanho ou difusão da eficiência gerencial e administrativa entre adquirente e comprada.

Lock Lee, Guthrie e Gallery (2009) vincularam o capital social corporativo e seus diversos componentes à performance da firma, em 155 empresas no setor da tecnologia da informação. A pesquisa revelou ser o capital humano o melhor preditor do desempenho da empresa. Além desta variável, a centralidade da empresa em sua rede de mercado e a solidez financeira foram preditores significativos de, pelo menos, uma medida de desempenho da empresa.

Brito e Vasconcelos (2005) ressaltam que o desempenho aparece, em diversas pesquisas sobre estratégia empresarial, como um dos conceitos mais importantes, tendo sido estudado por muitos autores, entre os quais citam Combs, Crook e Shook (2004) e Venkatraman e Ramajunam (1986; 1987). Eles próprios estudaram a influência do país de origem.

Glick, Muller e Washburn (2005) julgam que, apesar de muitos pesquisadores representarem o desempenho empresarial como um construto unidimensional, é mais provável que se trate de um construto multidimensional. Os autores afirmam que existem também problemas na mensuração desse conceito, e que este fato limita avanços teóricos sobre o tema. Sugerem que haja no desempenho empresarial sete dimensões: crescimento, lucratividade, valor de mercado, satisfação (clientes e funcionários), desempenho social e ambiental.

Venkatraman e Ramanujam (1986) propuseram um modelo para o construto desempenho empresarial constituído por duas dimensões: a financeira (abrangendo a lucratividade, o crescimento e o valor de mercado) e a operacional (englobando a satisfação dos clientes e de funcionários, a qualidade, a inovação e a reputação).

O estudo de Combs, Crook e Shook (2004) consistiu em uma metanálise de artigos empíricos, publicados no *Strategic Management Journal*, tendo o desempenho empresarial como variável, objetivando identificar suas dimensões. Os autores desenvolveram um modelo que define o desempenho como resultante da interação da empresa com o ambiente em que se insere, tendo sido identificadas três dimensões distintas e correlacionadas entre si, dos aspectos financeiros do desempenho - crescimento, lucratividade e valor de mercado. Carton (2004), Carton e Holfer (2006; 2010) também estudaram a respeito da conceituação e mensuração do desempenho econômico-financeiro empresarial e argumentam que, por ser este um construto multidimensional, deve ser analisado e avaliado sob mais de um enfoque e em diversos momentos no tempo.

Brealey e Myers (2003, p. 36) advertem que a separação entre curto e longo prazos é uma convenção, claramente artificial. Embora autores como Senge (1999) citem o período de cinco anos como o horizonte temporal mais utilizado para os planos estratégicos e para seus resultados serem avaliados, em termos microeconômicos, longo prazo é um lapso temporal necessário à modificação de todos os fatores de produção (PINDYCK; RUBINFELD, 2002). Kaplan e Norton (2004, p. 51)

estudaram a questão do desempenho, analisando como converter os ativos intangíveis empresariais em resultados tangíveis. Eles explicam que a ampliação da receita de uma empresa, como decorrência do aprofundamento do relacionamento com os seus clientes, ocorre decorrido o prazo de 12 a 24 meses e que nos processos de inovação, os resultados têm uma maturação mais demorada, de 24 a 48 meses. Com base nestes autores, Kronmeyer e Kliemann (2005, p. 7) representam a empresa como "uma cadeia econômica temporal" e evidenciam que

os resultados financeiros ou do acionista, que estão sendo obtidos no tempo  $t_{zero}$ , aqui considerado o tempo presente, são consequências de resultados obtidos junto a clientes no tempo passado  $t-1$ , que decorrem da execução com eficiência e eficácia dos processos de geração de valor executados em  $t-2$ , que são consequências da mobilização do capital humano, tecnológico e organizacional em  $t-3$ . Da mesma forma, investimentos em capital humano no tempo  $t_{zero}$  resultarão através da cadeia em acionistas satisfeitos em  $t+3$ .

Os conceitos acima orientam este estudo, com a análise do desempenho financeiro da empresa resultante de operações de F&A, passados no mínimo três anos do evento, tempo aqui considerado como longo-prazo. Abrangeu mais de um enfoque, como preconizado por Carton e Holfer (2006). A Lucratividade e o Crescimento foram escolhidas como as dimensões analíticas do construto Desempenho financeiro empresarial, medidas através de índices financeiros, detalhados no Quadro 3.

Quadro 3 – *Proxies* para desempenho financeiro empresarial (variáveis dependentes)

Variáveis observadas	Base teórica	Construtos (Variáveis Latentes)		
		de 1ª ordem	de 2ª ordem	de 3ª ordem
Retorno sobre o ativo - ROA <sub>i</sub> Retorno sobre o capital - ROE <sub>i</sub> Retorno operacional sobre o ativo – R_Op_A <sub>i</sub> Margem Operacional – MOp <sub>i</sub>	Carton e Holfer (2006)	Lucratividade <sub>i</sub>	Desempenho financeiro da empresa resultante da F&A, após mínimo de 36 meses DES_F&A <sub>i</sub>	----
Varição das vendas brutas – Cresc_Vendas <sub>i</sub> Varição dos ativos totais – Cresc_Ativos <sub>i</sub>		Crescimento <sub>i</sub>		

Nota: o sufixo *i* é alusivo ao caso de F&A e *j* relativo a cada empresa analisada.

Fonte: elaboração própria, com base nos autores citados.

## 4 Hipóteses de estudo

Tem-se como premissa basilar a adequação e validade do uso de informações publicamente disponibilizadas. Como pressuposto norteador da pesquisa e subjacente a toda ela, tem-se a existência de uma relação positiva entre a detenção, utilização e divulgação de ativos intangíveis pelas firmas envolvidas em uma F&A e o atingimento de um desempenho empresarial superior, traduzido em índices contábil-financeiros favoráveis. Então, pode-se detalhar a hipótese central e as sub-hipóteses deste estudo:

### 4.1 Hipótese central

**H<sub>0</sub>:** A Lucratividade e o Crescimento da empresa resultante de uma F&A, após o lapso mínimo de 36 meses do evento, estão relacionados ao nível de intangibilidade das empresas envolvidas e à divulgação por elas de seus ativos intangíveis.

### 4.2 Relativas aos construtos Ativos Intangíveis Existentes e Desempenho financeiro:

**H<sub>1a</sub>:** A Existência de ativos intangíveis está relacionada positivamente com a Lucratividade.

**H<sub>1b</sub>:** A Existência de ativos intangíveis está relacionada positivamente com o Crescimento.

### 4.2 Referentes aos construtos Divulgação de Ativos Intangíveis e Desempenho financeiro:

**H<sub>2a</sub>:** A Divulgação dos ativos intangíveis está relacionada positivamente com a Lucratividade.

**H<sub>2b</sub>:** A Divulgação dos ativos intangíveis está relacionada positivamente com o Crescimento.

## 5. Metodologia

A amostra se constituiu de processos de fusões e aquisições entre os anos de 1997 e 2007, listados no site da *Autorité des Marchés Financiers* – AMF, entidade monetária competente no mercado francês. Investigaram-se 59 casos de F&A ocorridos na França no período, abrangendo 177 empresas (59 adquirentes, 59 compradas e 59 firmas resultantes), em uma pesquisa multi-métodos, pluralística, qualitativa e quantitativa.

O lapso temporal foi escolhido por conveniência e julgamento, por ser um período recente de maior estabilidade econômica, com disponibilidade de dados confiáveis e abranger os possíveis resultados dos eventos no prazo desejado (KAPLAN; NORTON, 2004), com impacto no desempenho financeiro (CARTON, 2004; CARTON; HOLFER, 2006; 2010).

Os indicadores (de cunho semântico) do construto Divulgação de Ativos Intangíveis e as variáveis *proxies* (financeiros), potencialmente representativos do construto Ativos Intangíveis Existentes nas empresas, que formam as variáveis independentes, foram coletadas ou construídas ao longo da pesquisa e se referem à situação das empresas adquirentes e compradas, em datas imediatamente anteriores à ocorrência das operações de F&A. As variáveis dependentes observadas e seus construtos (Desempenho financeiro da empresa resultante da F&A, Lucratividade e Crescimento) são alusivos às firmas resultantes, decorridos no mínimo 36 meses do evento (vide Quadros 1, 2 e 3).

As variáveis independentes de ambos os construtos, para as firmas adquirentes e compradas, foram confrontados, quanto ao seu poder explicativo, em relação ao construto Desempenho financeiro empresarial, mensurado por índices financeiros calculados para as dimensões Lucratividade e Crescimento (variáveis dependentes). Para efetivar a análise, fez-se uso de análises de correlações, fatoriais, regressões múltiplas e modelagem em equações estruturais, com uso de mínimos quadrados parciais (*Partial Least Squares*)-SEM-PLS. Os principais achados são sumariados no tópico Resultados.

## 6. Resultados

### 6.1 Descrição da amostra, e resultados dos testes de médias entre as variáveis e análise fatorial

Os 59 casos de F&A e as empresas envolvidas na amostra foram examinados, sob diversas e distintas perspectivas. Apontam-se algumas características: a amostra pode ser considerada diversificada e abrangente, em termos da economia francesa, pois atinge 08 indústrias 27 setores e 45 sub-setores de atividade da *Industry Classification Benchmark* – ICB (2009), com predominância do segmento financeiro (28,8% da amostra); todas as empresas adquirentes sediavam-se na França e apenas 08 firmas compradas (04 do segmento Technology) mantinham sua sede em outros países; houve maior incidência (64%) de casos nos quatro anos iniciais; apenas 16 empresas (13,6% da amostra) não apresentavam lucratividade prévia à F&A., das quais 09 eram adquirentes; 37 adquirentes (62,7% deste tipo de empresa) e 54 compradas (91,5% delas) não tinham experiência prévia em operações de F&A.

Como derivação da análise da cadeia de classificação econômica das empresas, e com base em Wright, Kroll e Parnell (2000) e em Brealey e Meyers (2003), pode-se prospectar o objetivo estratégico perseguido, por tipo de F&A da amostra: 44 casos de F&A “horizontal”, pois ocorreram entre firmas do mesmo elo da cadeia produtiva (idêntica classificação), indicando como prováveis objetivos estratégicos a expansão de mercado ou redução de custos; 08 casos de F&A “vertical”, ou seja, entre empresas da mesma cadeia produtiva (idênticos super-setores), mostrando o provável interesse na redução de custos, padronização ou melhoria da qualidade; e 07 casos de F&A “não-

relacionada”, realizados entre firmas de diferentes cadeias produtivas (diferentes super-setores), apontando para o objetivo de redução de riscos, pela diversificação.

Com base nos testes efetuados, poucas diferenças significantes foram reveladas em relação às variáveis observadas entre empresas adquirentes e firmas compradas, já que as eventuais diferenças de médias não apresentaram significância estatística em 30 dos 36 aspectos investigados. O resumo dos testes de diferenças de médias entre as variáveis independentes coletadas por tipo de empresa (adquirentes e compradas) consta no Quadro 4:

Quadro 4 - Diferenças (significantes) de médias entre firmas adquirentes x compradas

ATIVOS INTANGÍVEIS EXISTENTES	Signif.	Comparativo de médias
• Capital Humano: Quantidade de Funcionários	1%	Adquirentes > compradas
• Capital Estrutural: Grau de Estabilidade da firma na amostra	5%	
• Capital Relacional: Longevidade da firma	1%	
Diluição da Estrutura Acionária	1%	
• Capital Estrutural: Rateio das Despesas de P&D por ação	1%	Adquirentes < compradas
• Intangibilidade Global: Rubrica “Amortização de Intangíveis”	1%	
ATIVOS INTANGÍVEIS DIVULGADOS	NS	Adquirentes = compradas

Notas: a) 1%, 5% e 10% = níveis de significância; NS = não significante aos níveis estudados; b) os valores dos t-críticos correspondentes a 58 de graus de liberdade e aos níveis de significância escolhidos são aproximadamente 2,663; 2,002 e 1,672, respectivamente, para teste bi-caudais; d) os z-críticos, para os níveis de significância citados, são aproximadamente 2,58; 1,96 e 1,65, respectivamente, para teste bi-caudais. Fonte: dados da pesquisa, analisados através do software SPSS.

Mediante análise fatorial, ficou confirmado o entendimento de Carton e Holfer (2006), quanto ao tratamento, em separado, das dimensões escolhidas do construto representativo do Desempenho Financeiro: a Lucratividade e o Crescimento. A variável Lucratividade foi subdividida, por análise fatorial, em duas vertentes: a Lucratividade para os Acionistas, avaliada pela Taxa de Retorno sobre o Capital investido; e a Lucratividade Empresarial, mensurada conjuntamente pelos indicadores Taxa de Retorno sobre Ativos, Taxa de Retorno Operacional sobre Ativos e Margem Operacional. O Crescimento, por sua vez, permaneceu como um único construto, observado através dos indicadores Crescimento dos Ativos e Crescimento das Vendas das empresas resultantes das F&As examinadas, passados no mínimo três anos do evento e em relação aos mesmos índices prévios ao movimento estratégico realizado.

## 6. 2 Resultados da Análise de Regressões

As análises de regressão efetuadas, sempre pelo método *stepwise* (HAIR ET AL., 2005) resultaram em cinco modelos, todos com 5% de significância estatística. Eles apontam que:

a) O **Crescimento** das empresas resultantes das F&As analisadas se mostrou relacionado com as seguintes variáveis, relativas ao Capital Relacional das empresas adquirente:

- a Taxa de Crescimento das Vendas e a Longevidade da firma (que formaram um fator), que, em conjunto, respondem por 14,4% da variância da variável dependente;
- adicionando-se a este fator um outro, composto pelas variáveis Rateio das Despesas de Marketing por ação e Diluição da Estrutura Acionária, ambas da firma adquirente, sobe para 24,9% o poder de explicação sobre a variância do Crescimento pós-F&A.

O Crescimento mostrou, ainda, receber influencia da variável moderadora Lucratividade prévia da empresa comprada, com um impacto negativo estimado em 7,9%.

b) A **Lucratividade Empresarial** das firmas resultantes revelou sofrer influencia estimada em 7,9%, da variável moderadora Experiência prévia em F&A das firmas compradas.

c) A **Lucratividade dos Acionistas** das empresas resultantes das F&As teve sua variância explicada, em 5,6%, pela quantidade de Funcionários da empresa adquirente (escala logarítmica).

### 6.3 Resultados da modelagem em equações estruturais, com uso de mínimos quadrados parciais (*Partial Least Squares*)-SEM-PLS

Além dos modelos estabelecidos por análise de regressões múltiplas, foram construídos por SEM-PLS, diagramas de relacionamentos entre os construtos examinados. A SEM, sobretudo mediante o uso de PLS, é uma técnica estatística poderosa para obter resultados melhores e mais confiáveis, mesmo com amostras de tamanho reduzido, permitindo uma análise mais acurada das relações entre as variáveis estudadas (GRACE; BOLLEN, 2005).

O Quadro 5 reúne os principais resultados, com significância estatística, dos modelos estruturais construídos. Maiores detalhamentos dos modelos e sua construção podem ser encontrados em Seligmann-Feitosa (2011). Foram desenvolvidos sete modelos estruturais, de três tipos:

- Tipo 1 – composto apenas de variáveis de natureza textual e referente à influência dos construtos alusivos à Divulgação de Ativos Intangíveis (pelas empresas fusionadas) sobre a Lucratividade Empresarial e o Crescimento pós-F&A;
- Tipo 2 – elaborados apenas com variáveis de cunho financeiro, *proxies* numéricas, em duas versões, relacionam os construtos referentes aos Ativos Intangíveis Existentes nas empresas adquirentes e compradas, previamente à F&A, em relação às mesmas variáveis dependentes; e
- Tipo 3 – modelos de natureza mista, formados por variáveis textuais e numéricas, em quatro versões, reunindo os impactos de ambos os indícios de intangibilidade (divulgada e existente nas firmas), para verificar seu relacionamento com as variáveis dependentes.

Quadro 5 - Sinopse dos resultados significantes dos Modelos Estruturais construídos

Modelo Estrutural	Relação estrutural entre				Poder explicativo R <sup>2</sup>	Significância dos coeficientes estruturais
	VL Dependente	VL Independente regressora				
		Construtos /Sigla	Ordem	Natureza		
1	Lucratividade Empresarial	Divulgação de Ativos Intangíveis AT_INT_F&A_text	3 <sup>a</sup>	Semântica	7,2%	<b>Sig. a 1%</b>
	Crescimento				3,8%	Sig. a 5%
2	Lucratividade Empresarial	Ativos Intangíveis Existentes At_Int_A_proxy	2 <sup>a</sup>	Financeira	4,4%	Sig. a 5%
2A	Lucratividade Empresarial	At_Int_A_proxy	2 <sup>a</sup>	Financeira	4,6%	Sig. a 5%
	Crescimento	At_Int_c_proxy-direto	1 <sup>a</sup>		5,2%	Sig. a 5%
3	Lucratividade Empresarial	Ativos Intangíveis Existentes e Divulgação de Ativos Intangíveis AT_INT_F&A <sup>(1)</sup>	4 <sup>a</sup>	Semântica e Financeira	6,8%	<b>Sig. a 1%</b>
	Crescimento				3,5%	Sig. a 10%
3A	Lucratividade Empresarial	Ind_At_Intg_F&A <sup>(1)</sup>	1 <sup>a</sup>	Semântica e Financeira	7,9%	<b>Sig. a 1%</b>
3B	Lucratividade Empresarial	Indícios _ AT_INT_F&A <sup>(1)</sup>	1 <sup>a</sup>	Semântica e Financeira	7,1%	Sig. a 5%
3C	Lucratividade Empresarial	Ativos Intangíveis Existentes Indícios_At_Int_Exist_F&A	1 <sup>a</sup>	Financeira	4,5%	Sig. a 10%

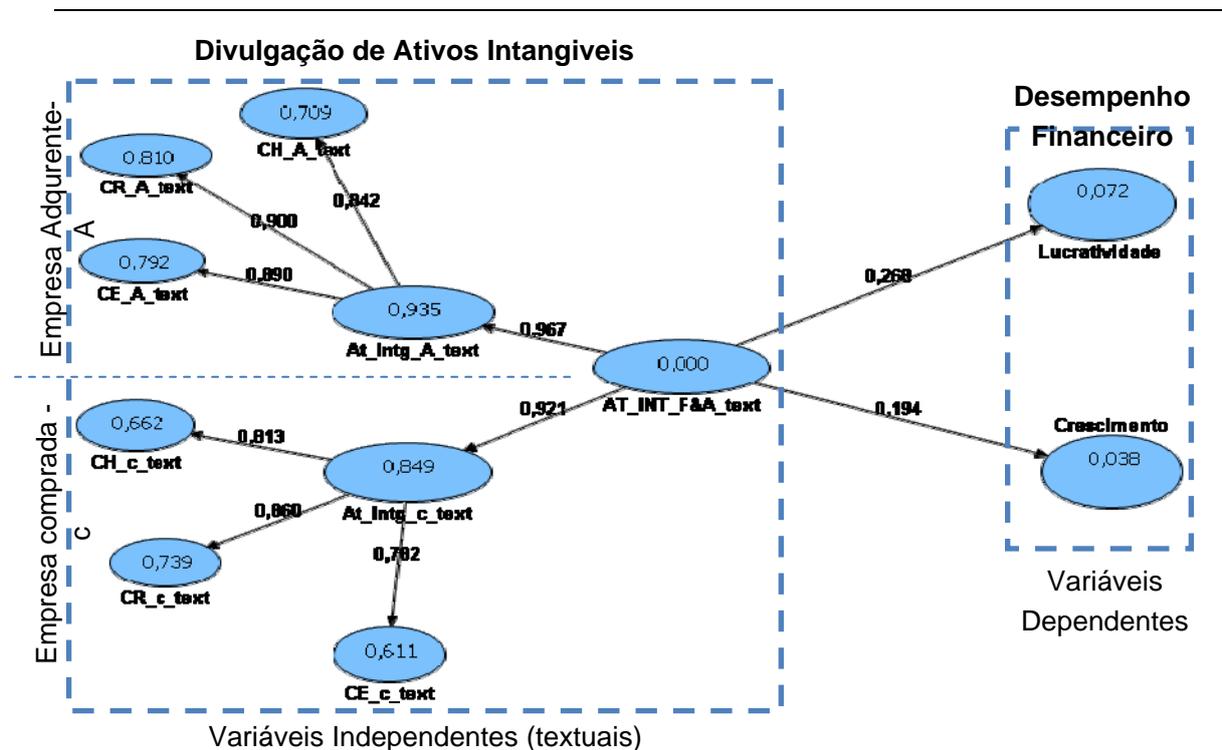
Notas: 1. Construtos criados a partir da flexibilização dos limites para as cargas fatoriais, AVE e CC, admitida nas pesquisas exploratórias (HULLAND, 1999, p.198). 2. Modelos desenvolvidos no *software* SmartPLS 2.0.M3 (RINGLE; WENDE; WILL, 2005). 3. Todos os modelos de mensuração apresentam-se com validade e confiabilidade conforme parâmetros recomendados pela boa técnica de SEM-PLS e com coeficientes significativos. 4. A significância dos coeficientes, em todos os modelos, foi estimada por *bootstrap* com 1000 repetições, no *software* citado.

Fonte: Dados da pesquisa.

Examinando-se o Quadro 5, destacam-se os aspectos a seguir alinhados:

- Em todos os modelos, as variáveis dependentes, Lucratividade Empresarial e Crescimento, foram desenhados como variáveis latentes - VL de 1ª ordem.
  - A VL Lucratividade Empresarial teve sua variância explicada, com significância estatística, por cinco diferentes construtos das variáveis independentes, nos sete modelos estruturais desenvolvidos, três deles a 1%;
  - Em apenas três dos sete modelos estruturais, a variância da VL Crescimento foi explicada com significância estatística, a 5% e a 10%.
  - Três modelos aliaram, concomitantemente, maior poder explicativo e melhor nível de significância (a 1%), todos referentes à VL Lucratividade Empresarial, sendo um (Modelo Estrutural 1) baseado em indicadores de cunho semântico e os demais de natureza mista, mesclando dados de origem textual e de natureza financeira (Modelos Estruturais 3 a 3A).
  - Os modelos que utilizaram construtos inteiramente constituídos de *proxies* financeiras mostraram mais baixos poder explicativo e nível de significância a 5% e nível de complexidade intermediária.
- Analisam-se, separadamente, os modelos estruturais e representam-se graficamente apenas os dois mais significativos:

O **Modelo Estrutural 1 - Ativos intangíveis divulgados x Lucratividade e Crescimento** foi o segundo mais complexo, com uma VL de 3ª ordem, duas VLs de 2ª ordem e seis VLs de 1ª ordem, perfazendo 11 construtos, dois dos quais referentes às variáveis dependentes. Os indicadores manifestos, nesta configuração, são de origem semântica, “textuais”, relativos à divulgação de ativos intangíveis. Para melhor visualização, o modelo consta na Figura 1.



**Figura1- Modelo Estrutural 1: Ativos Intangíveis Divulgados x Lucratividade e Crescimento**

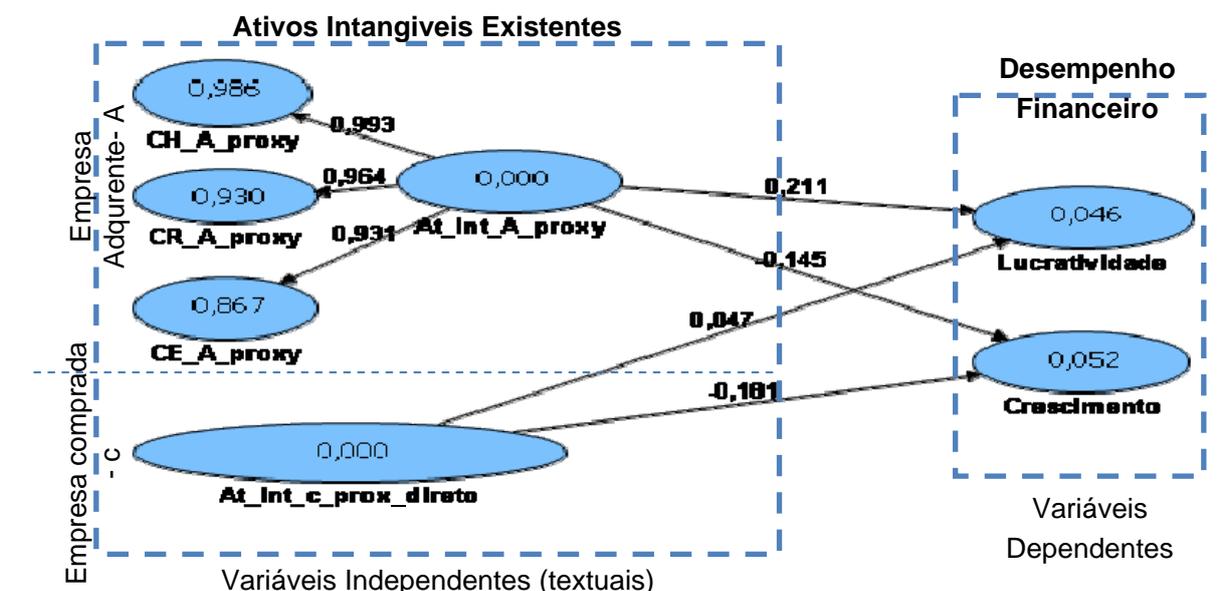
Nota: Significância estimada por *bootstrap*, com 1000 repetições, no *software* SmartPLS 2.0.M3 (RINGLE; WENDE; WILL, 2005); apenas o coeficiente da variável M\_Op mostrou-se não-significativo; os demais coeficientes mostraram-se altamente significantes ( $p < 0,01$ ); o coeficiente estrutural da VL Lucratividade mostrou-se altamente significativo ( $p < 0,01$ ) e o da VL Crescimento foi significativo a 5%.

Fonte: Dados da pesquisa, através do SmartPLS 2.0.M3 (RINGLE; WENDE; WILL, 2005).

Nele, os ativos intangíveis divulgados por ambas as empresas envolvidas na F&A foram reunidas no construto AT\_INT\_F&A\_text. Este construto teve estabelecidos relacionamentos estatisticamente significantes com as VLs dependentes de interesse desta pesquisa: com a Lucratividade Empresarial, respondendo por 7,2% de sua variância, com significância estatística a 1% e com a VL Crescimento (mensurado pelos crescimentos dos ativos e das vendas), explicando 3,8% de sua variância, com coeficiente estrutural significativo a 5%.

O **Modelo Estrutural 2 - Ativos Intangíveis Existentes x Lucratividade e Crescimento** se refere à existência dos intangíveis nas organizações fusionadas é composto por *proxies*, respeitando os tipos de ativos de capital intangível e agrupando em VLs de 2ª ordem. Nele, não foi possível formar uma variável reunindo os indicadores financeiros das empresas adquirentes e das compradas. Com significância estatística a 5%, os ativos intangíveis existentes nas empresas adquirentes respondem por 4,4 % da variância da Lucratividade Empresarial; os demais coeficientes estruturais (*path coefficients*) mostraram-se não-significantes, segundo estimativa por *bootstrap* com 1000 e com 5000 repetições, através do SmartPLS 2.0.M3 (RINGLE; WENDE; WILL, 2005).

Considerando o resultado e objetivando obter resultados melhores e mais confiáveis, foi idealizado um desenho alternativo a este, o **Modelo Estrutural 2A: Ativos Intangíveis Existentes nas empresas Adquirentes e compradas x Lucratividade e Crescimento**, composto da VL de 2ª ordem representativa dos Ativos Intangíveis Existentes nas empresas Adquirentes (At\_Int\_A\_proxy) e da VL de 1ª ordem Ativos Intangíveis Existentes nas empresas compradas (At\_Int\_c\_proxy-direto).



Coeficiente estrutural entre		Valor t (por <i>bootstrap</i> )	p-value	Significância
VL Independente	VL Dependente			
At_Int_A_proxy	Lucratividade Empresarial	2,035	0,042	Sig. a 5%
At_Int_c_proxy-direto	Crescimento	1,985	0,047	Sig. a 5%
At_Int_A_proxy	Crescimento	1,373	0,170	Não significante
At_Int_c_proxy-direto	Lucratividade Empresarial	0,493	0,622	Não significante

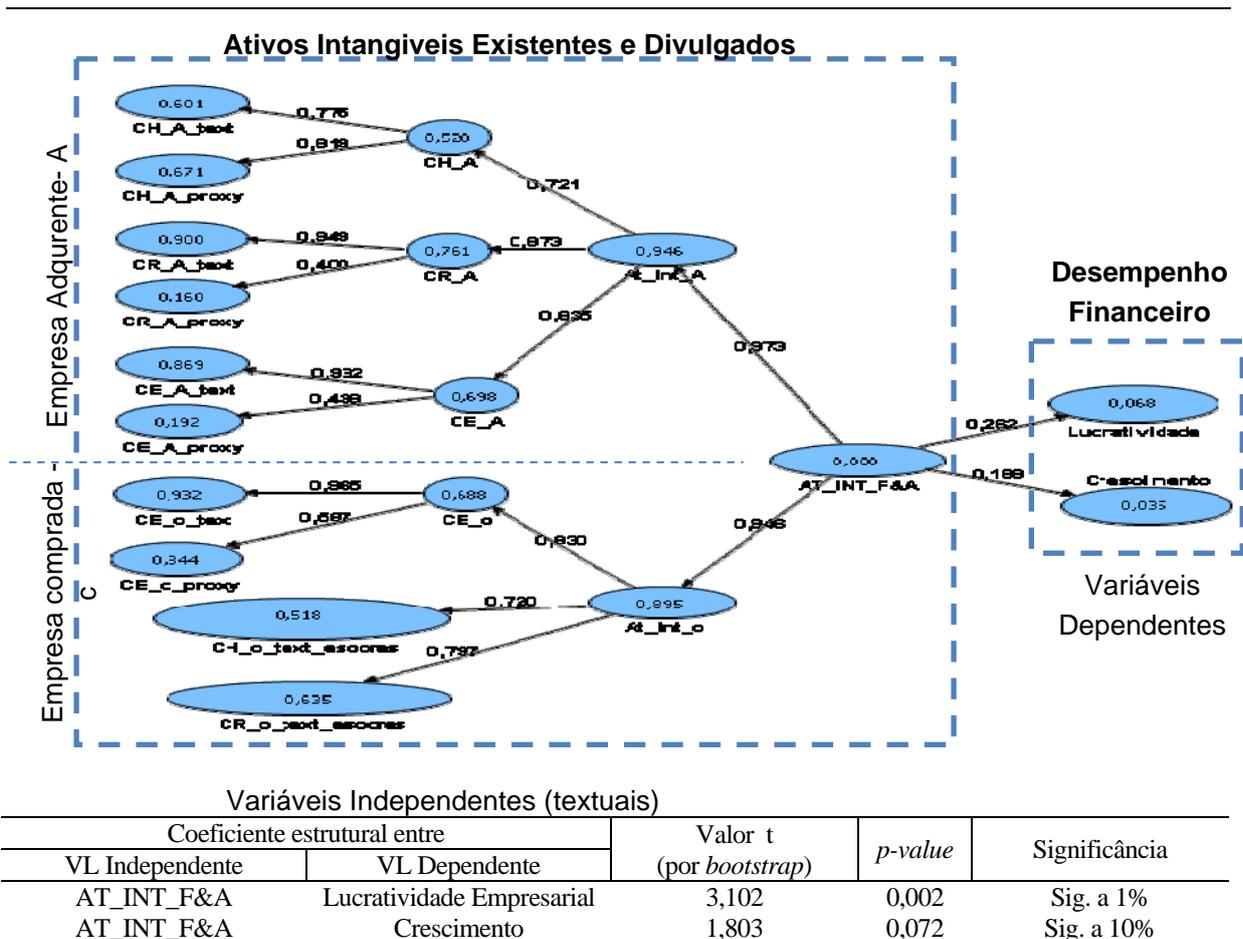
**Figura2 - Modelo Estrutural 2A (configuração alternativa): Ativos Intangíveis Existentes nas empresas Adquirentes e compradas x Lucratividade e Crescimento**

Nota: Significância estimada por *bootstrap*, com 1000 repetições, no *software* SmartPLS 2.0.M3 (RINGLE; WENDE; WILL, 2005). Todos os coeficientes das variáveis manifestas e fatores nos modelos de mensuração mostram-se significantes ( $p < 0,01$ ). Dois coeficientes estruturais (*path coefficients*) revelaram-se significantes a 5%, sendo os demais não-significantes, conforme tabela acima.

Fonte: Dados da pesquisa, através do SmartPLS 2.0.M3 (RINGLE; WENDE; WILL, 2005).

Em relação ao anterior, esta configuração alternativa do Modelo Estrutural 2A ofereceu um maior poder explicativo, com significância estatística a 5%, sobre as VLS Lucratividade Empresarial (4,6%) e o Crescimento (5,2%). Note-se que para a firma comprada, os ativos intangíveis foram compostos diretamente, sem o respeito à categoria de capital intangível, pois ao se incluí-las, o modelo sofre redução do já diminuto de poder preditivo, especialmente sobre a dimensão crescimento.

O Modelo Estrutural 3 – Ativos Intangíveis nas F&As x Lucratividade e Crescimento foi elaborado com maior nível de complexidade e abstração, envolvendo uma VL de 4ª ordem, duas VLS de 3ª ordem, quatro VLS de 2ª ordem e doze VLS de 1ª ordem, perfazendo 19 construtos, dois dos quais referentes às variáveis dependentes. Este modelo pode ser visto na Figura 3.



**Figura 3 - Modelo Estrutural 3 – Ativos Intangíveis nas F&As x Lucratividade e Crescimento**

Nota: Significância estimada por *bootstrap*, com 1000 repetições, no *software* SmartPLS 2.0.M3 (RINGLE; WENDE; WILL, 2005). Todos os coeficientes das variáveis manifestas e fatores nos modelos de mensuração mostram-se significantes ( $p < 0,01$ ). O coeficiente estrutural (*path coefficient*) referente ao construto Lucratividade altamente foi significativo ( $p < 0,01$ ), enquanto que o alusivo ao construto Crescimento mostrou significativo a 10%, conforme tabela acima.

Fonte: Dados da pesquisa, através do SmartPLS 2.0.M3 (RINGLE; WENDE; WILL, 2005).

Esta configuração usa variáveis manifestas originárias de dados de cunho semântico e financeiro, de modo exploratório, isto é: usando-se de flexibilização dos limites para as cargas fatoriais, AVE e CC, com base teórica em Hulland (1999, p.198). Todas as variáveis presentes nesta configuração

foram reunidas na VL de 4ª ordem AT\_INT\_F&A, que logrou efetivar relacionamentos significativos com o construto Lucratividade Empresarial (podendo ser responsabilizada por 6,8% da variância desta VL, com significância estatística a 1%) e o com o construto Crescimento (explicando 3,5% da variância da VL, com significância estatística a 10%).

Visando obter a maior validade de conteúdo, respeitando-se as categorias de capital dos ativos intangíveis e abrangendo todas elas, tanto nas variáveis "textuais" relativas aos Ativos Intangíveis Divulgados (das firmas adquirentes e compradas) como nas *proxies* financeiras "numéricas" referentes aos Ativos Intangíveis Existentes (estas só das empresas adquirentes) foi desenvolvido o **Modelo Estrutural 3A: Índícios de Intangibilidade prévia à F&A x Lucratividade e Crescimento**. Obteve-se, assim, o maior percentual explicativo (7,9%) sobre a Lucratividade Empresarial, com nível de significância de 1%. Considerando-se a natureza exploratória do Modelo Estrutural 3A, foram admitidas variáveis textuais com carga mínima de 0,4 (HULLAND, 1999, p.198) e, embora atendidos os parâmetros mínimos de AVE e CC, considera-se este um modelo metodologicamente mais fraco.

Para minimizar esta questão, descartaram-se as variáveis com cargas menores a 0,5, chegando-se ao **Modelo Estrutural 3B: Índícios de Ativos Intangíveis na F&A x Lucratividade e Crescimento**. Este apresenta menor validade de conteúdo, por não abranger todas as categorias de capitais de ativos intangíveis, nas variáveis "textuais". Os resultados mostram um poder explicativo de 7,1% do construto Índícios\_AT\_INT\_F&A unicamente sobre a variância do construto Lucratividade Empresarial, a 5% de significância estatística.

Por fim, foram novamente levados em conta apenas os indicadores com cargas superiores a 0,7, no **Modelo Estrutural 3C: Índícios de Ativos Intangíveis Existentes na F&A**, oriundos da empresa Adquirente x Lucratividade Empresarial. Neste, restaram apenas as variáveis observadas do tipo *proxies*, alusivas à existência de Ativos Intangíveis Existentes na empresa adquirente, formando o construto de 1ª ordem Índícios\_At\_Int\_Exist\_F&A, que responde por 4,5% da variância da Lucratividade Empresarial, com coeficiente estrutural (*path coefficient*) significantes a 10%.

## 7. Conclusões

Entende-se, como conclusão final deste estudo, haver relações positivas, estatisticamente significantes entre os principais construtos examinados, considerando-se os resultados alcançados, tanto através de análise de regressões múltiplas como de SEM-PLS.

Consideram-se validadas: a hipótese central  $H_0$  explicitada (testada através do Modelo Estrutural 3 – Ativos Intangíveis nas F&As x Lucratividade e Crescimento); as sub-hipóteses alusivas à relação entre os construtos Ativos Intangíveis Existentes e Desempenho financeiro (testadas através do Modelo Estrutural 2A (configuração alternativa): Ativos Intangíveis Existentes nas empresas Adquirentes e compradas x Lucratividade e Crescimento); e as sub-hipóteses alusivas à relação entre os construtos Divulgação de Ativos Intangíveis e Desempenho financeiro (testadas através do Modelo Estrutural 1: Ativos Intangíveis Divulgados x Lucratividade e Crescimento).

Comparando-se o Modelo Estrutural 1 com o Modelo Estrutural 3, por serem os dois que ofereceram melhores e mais abrangentes resultados, em termos de poder explicativo e significância, percebe-se a superioridade do Modelo Estrutural 1 - Ativos Intangíveis Divulgados x Lucratividade e Crescimento, que oferece menor grau de complexidade, com robustez metodológica.

O Modelo Estrutural 3 seguiu o modelo teórico idealizado para esta pesquisa. Concordando com Grace e Bollen (2005, p. 294), acredita-se ter sido este um dos maiores ganhos com o uso da SEM-PLS: a possibilidade de se incorporar os conhecimentos acumulados no desenvolvimento do próprio trabalho. Alcançaram-se, na vertente de análise via SEM-PLS, melhores resultados, em termos do poder de explicação das variáveis dependentes e do nível de significância estatística, quando se fez uso de modelos

construídos com indicadores manifestos de origem semântica (criados pela técnica de análise de conteúdo, aplicada sobre os documentos divulgados pelas empresas envolvidas nas operações de F&A estudadas), em detrimento dos resultados obtidos dos modelos com indicadores puramente financeiros.

Os resultados permitem, ainda, afirmar que as informações de natureza textual (semântica), convertidas em indicadores de divulgação de ativos intangíveis, guardam maior potencial de relacionamento e poder explicativo sobre, simultaneamente, a Lucratividade Empresarial e sobre o Crescimento, as duas variáveis dependentes investigadas, comparativamente às relações estabelecidas pelas variáveis *proxies*, de natureza contábil-financeira, utilizadas, representativas das categorias de ativos intangíveis existentes nas empresas.

## 8. Limitações da pesquisa e possíveis estudos futuros

Tendo-se trabalhado com uma amostra intencional, selecionada por julgamento e conveniência (HAIR *ET AL.*, 2005, p. 247), as conclusões alcançadas na pesquisa não dispõem de bases estatísticas tradicionais para serem generalizadas para o universo, mesmo respeitando o poder do estudo calculado. A ausência de possibilidade de generalização estatística, nas técnicas tradicionais de análise, representa a mais forte restrição a este estudo, em que pesem os outros tipos de generalização, sob a perspectiva fenomenológica, seguindo-se a lógica indutiva (LEE; BASKERVILLE, 2003; TSANG; WILLIAMS, 2007). Entretanto, a modelagem em equações estruturais é uma técnica estatística muito poderosa e, para que seja possível obter bons índices de aderência, também é necessário que o tamanho da amostra seja significativo, o que ocorreu para esta aplicação.

Para continuidade e aprofundamento deste estudo, sugerem-se como desdobramentos naturais do trabalho até aqui realizado: a busca de melhores resultados, pela tentativa de modelagem de construtos formativos de 3ª e 4ª ordens, com as próprias variáveis do banco de dados analisado; a incorporação das variáveis potencialmente intervenientes ou moderadoras à modelagem; e a simples replicação dos modelos aqui desenvolvidos, aplicando-os a outras amostras, o que permitirá a sua validação e que se efetuem análises comparativas e futura generalização em uma meta-análise. Por outro lado, poderá ser realizado um novo estudo, agregando mais variáveis aos modelos ou fazendo-se outras adaptações, incluindo-se o cálculo de novos índices de intangibilidade (geral e por tipo de intangível) para as empresas envolvidas.

## REFERÊNCIAS

- ABDOLMOHAMMADI, M. J. Intellectual capital disclosure and market capitalization. **Journal of Intellectual Capital**, v. 6, n° 3, ABI/INFORM Global, p. 397- 416, 2005.
- AMF - AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS. **Site Corporativo**. Disponível em: <<http://www.amf-france.org/>>. Diversos acessos. Último em 20.02.2009.
- ANDRIESSEN, Daniel G. **Making Sense of Intellectual Capital** – designing a method for the valuation of intangibles, Elsevier Butterworth-Heinemann, MA, USA. 2004.
- \_\_\_\_\_. **On the metaphorical nature of intellectual capital: a textual analysis**. Paper for Conference, University of Cambridge, July 4-6, 2005
- \_\_\_\_\_; STAM, C.D. **Intellectual capital of the European Union**. Paper for the 7th McMaster World Congress on the Management of Intellectual Capital and Innovation, Hamilton, Ontario, Canada, January 19-21, 2005. Disponível em <<http://www.weightlesswealth.com/downloads/Paper%20Andriessen%20and%20Stam%207th%20World%20Congress%20IC.pdf>>. Acesso em: 16/08/2008
- BARDIN, L. **Análise de Conteúdo** – Lisboa: Edições 70, LDA, abril, 2007.
- BARNEY, J. B. Strategic factor markets: Expectations, luck e business strategy. **Management Science**, v. 32, n. 10, p. 1231-1241, 1986.
- \_\_\_\_\_. Returns to bidding firms in mergers e acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis. **Strategic Management Journal**, v.9, n.5, p.71-78, 1988.
- \_\_\_\_\_. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, v.17, n.1, p.

99-120, 1991.

\_\_\_\_\_ Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. **Journal of Management**. v. 27, n. 6, p. 643-650, 2001.

BARROS JR., L.; NOGUEIRA, C.G; KIMURA, H; BASSO L. F. C. Intangible assets and value creation at Brazilian companies: an application for the Brazilian textile manufacturing sector. **Journal of Academy of Business and Economics**, v. 1, p. 192, 2010.

BERGAMINI, I.; ZAMBON, S. **Scoring company disclosure on intangibles**: An application of the Ferrara methodology in a European perspective. Paper da University of Ferrara, Faculty of Economics, Ferrara, Italy, 2003. Disponível em <[http://www.wedb.net/download/valoracao/artigos\\_ci\\_na\\_europa\\_e\\_australia/bergamini\\_zambon2003ue\\_scoring\\_company\\_disclosure\\_on\\_intangibles.pdf](http://www.wedb.net/download/valoracao/artigos_ci_na_europa_e_australia/bergamini_zambon2003ue_scoring_company_disclosure_on_intangibles.pdf)>. Acesso em 12.05.09.

BOND, S.; CUMMINS, J. The Stock Market and Investment in the New Economy: Some Tangible Facts and Intangible Fictions. In: J. Hand and B. Lev. **Intangible Assets: Values, Measures, and Risks**. Oxford, Oxford University Press, 2003.

BOUNFOUR, A. The IC-deal approach. **Journal of Intellectual Capital**, v. 4, n° 3, p. 396-412, 2003a.

\_\_\_\_\_ **The management of intangibles, the organisation's most valuable assets**. Rutledge, London e N.Y., 2003.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Finanças Corporativas: Financiamento e Gestão de Risco**. Bookman, São Paulo, 2003.

BRENNAN, N.; CONNELL, B. Intellectual capital: current issues and policy implications - 23rd Annual Congress of the European Accounting Association, Munich, 29-31 Mar2000. **Journal of Intellectual Capital**. v. 1, n°3, p. 206-240, 2000.

BRITO L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. A influência do país de origem no desempenho das empresas. **Revista de Administração Contemporânea**. v. 9, n° 4, 2005.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Anais eletrônicos... EnANPAD**, Rio de Janeiro, 2008

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

CARTON, Robert B. **Measuring organizational performance: an exploratory study**. (Tese) The University of Georgia, Athens, Georgia, USA, 2004

\_\_\_\_\_; HOFER, C. W. **Measuring Organizational Performance, Metrics for Entrepreneurship and Strategic Management Research**. Edward Elgar. Northampton, MA, USA, 2006.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Organizational financial performance: identifying and testing multiple dimensions. **Academy of Entrepreneurship Journal**, v. 16, n°1, 2010.

CHUNG, Kee H; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**. v. 23, n.3; p.70v. Tampa: Autumn, 1994.

CORDAZZO, M. IC Statement vs. Environmental and Social Reports: An Empirical Analysis of their Convergences in the Italian Context. **Journal of Intellectual Capital**, v. 6, n° 3, 2005.

COMBS, James G.; CROOK, Toledo R.; SHOOK, Carole L. The dimension of organizational performance and its implications for strategic management research. In: KETCHEN, David J.; BERGH, Donald D. **Research methodology in strategy and management**. San Diego: Elsevier, 2004. p. 259-286.

DYER, J. H.; SINGH, H. The relational view: cooperative strategy e sources of interorganizational competitive advantage. **The Academy of Management Review**. v. 23, n. 4, p. 660-679, 1998.

DZINKOWSKI, R. The measurement and management of Intellectual Capital: an introduction. **International Management Accounting Study**, v. 78, n° 2, p. 32-36, 2000.

EDVINSSON, L.; MALONE, L. S. **Capital Intellectual**. São Paulo: Makron Books, 1998.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. **Intellectual Capital: Realizing your company's true value by finding its hidden brainpower**. Harper Business, 1997.

FIRER, S.; WILLIAMS, S. M. Intellectual capital e traditional measures of corporate performance. **Journal of intellectual capital**, v. 4, n° 3, p.348-360, 2003.

FLORIN, J; LUBATKIN, M.; SCHULZE, W. A social capital model of high-growth Ventures. **Academy of Management Journal**, v. 46, n° 3, p.374-384, 2003.

FREDERICK, W. Recent Developments in Intellectual Capital Reporting and their Policy Implications. **OECD Education Working Papers**, No. 17, OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development, 2009. Disponível em <<http://www.sourceoecd>

org/rpsv/workingpapers/19939019/wp\_5ksq3qz6bzlt.htm >. Acesso em 18.07.09

GANDÍA, J. L. Internet disclosure by nonprofit organizations: empirical evidence of nongovernmental organizations for development in Spain. **Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly**, v. 40, n°1, p. 57-78, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1739738>>. Acesso em 28.04.2009.

GARDÈS, Nathalie E. Fusions et acquisitions bancaires européennes: la performance des opérations transfrontières. **Anais... XIV Conférence Internationale de Management Stratégique**. Pays de la Loire, Angers 2005. Disponível em < <http://www.strategie.aims.com/> >. Acesso em 17/11/2010.

GLICK, William H.; WASHBURN, Nathan T; MULLER, Chet C. The myth of firm performance. *In*: 69 Annual Meeting of American Academy of Management, 2005. Honolulu. **Anais...** Honolulu: Academy of Management Review, , p. 1-28, 2005.

GRACE, J. B.; BOLLEN, K. A. Interpreting the Results from Multiple Regression and Structural Equation Models **Bulletin of the Ecological Society of America**—Commentary, p. 283-295, Oct/2005. Disponível: <<http://www.odum.unc.edu/odum/content/pdf/Bollen%20Grace&Bollen%20%282005%29%20EcolSocBul.pdf>>. Acesso em 20.08.2011.

GUTHRIE, James; PETTY, R; YONGVANICH, K; RICCERI, F. Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting. **Journal of Intellectual Capital, ABI/INFORM Global**, v. 5, n° 2, p. 282 -293, 2004

HAIR Jr., J. F.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração. Porto Alegre, Bookman, 2005

HAND, John R. M; LEV, Baruch. **Intangible assets: values, measures, and risks**. Oxford University Press, 2003

HERMAN, Raine; KAURANEN, Ilkka. Value creation potential of intellectual capital in biotechnology—empirical evidence from Finland. **R&D Management**; v. 35, i. 2, p.171-185, 2005

HOLLAND, J. **Corporate value creation, intangibles and disclosure**. Working Paper, University of Glasgow, Glasgow, 2001. Disponível: <<https://dspace.gla.ac.uk/handle/1905/136>>. Acesso em 06.06.2008

HUANG, C.; WANG, M-C. The Effects of Economic Value Added and Intellectual Capital on the Market Value of Firms: An Empirical Study. **International Journal of Management**, v. 25, n° 4, p. 722-731, 2008

HULLAND, J. S. Use of partial least squares (PLS) in strategic management research: A review of four recent studies. **Strategic Management Journal**, v. 20, n° 4, p. 195–204, 1999.

Industry Classification Benchmark (ICB). **ICB Structure et Définitions**. Disponível em < [http://www.icbenchmark.com/ICB Docs/Structure\\_Defs\\_French.pdf](http://www.icbenchmark.com/ICB Docs/Structure_Defs_French.pdf) >. Acesso em 29.07.2009

KALAFUT, Pamela Cohen; LOW, Jonathan. The value creation index: quantifying intangible value. **Strategy & Leadership**; Volume: 29 Issue: 5; 2001

KAPLAN, Robert S.; NORTON, David P. **Mapas Estratégicos - convertendo ativos intangíveis em resultados tangíveis**. Campus, Rio de Janeiro, 2004

KAYO, Eduardo Kazuo; TEH, C.; KIMURA, H. Ativos Intangíveis e criação de valor: o papel das marcas e patentes. **Anais eletrônicos... 3 Es – 2005**. ANPAD, 2005.

\_\_\_\_\_; KIMURA, Herbert; BASSO, Leonardo Fernando C; KRAUTER, Elizabeth. Os fatores determinantes da intangibilidade. **Revista de Administração Mackenzie**, v.7, n. 3, p. 112-130, 2006.

\_\_\_\_\_. PATROCÍNIO, M. R.; MARTIN, D. M. L.. Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 44, n°1, p.59-69, jan./fev./mar. 2009

KOHL, Helmut. **Intellectual Capital Structure (ICS) and SMEs- German experiences by developing and implementing Intellectual Capitals Statements**. *In*: DIT SMEs Forum 5th INSME Annual Meeting, Dubai, 20-23, Abr, 2009. Disponível: <[http://www.annualmeeting2009.insme.org/presentazioni/Kohl\\_Dubai\\_INSME-Kohl.ppt](http://www.annualmeeting2009.insme.org/presentazioni/Kohl_Dubai_INSME-Kohl.ppt) >. Acesso em 19.07.09

KOKA, B.; PRESCOTT, J. E. Strategic Alliances as Social Capital: A Multidimensional view. **Strategic Management Journal**, v. 23, i. 9, p.795-816, 2002

KRAUTER, Elizabeth; SOUSA, Almir F. Medidas de avaliação de desempenho financeiro e criação de valor para o acionista: um estudo de caso. **Anais em CD... X Semead - Seminários em Administração**, 2007, v. 1. p. 1-15, São Paulo, 2007

KRISTANDL, G. **Trying to define Intellectual Capital - A review of terms, definitions, and suggestions, and the attempt to find a positive definition of Intellectual Capital, Intangibles, and Intangible Assets**.

Working-paper, University of Economics and Business Administration, Viena, 2006. 28th McMaster World Congress on Intellectual Capital, Hamilton, Ontario, Canada, 2007. Disponível em: <<http://research.altec.gr/Ariadne/ariadne3/Towards%20a%20positive%20definition%20of%20IC.doc>> Acesso em: 30.07.2009

KRONMEYER, Oscar Rudy, Filho; KLIEMANN, Francisco José, Neto. A gestão dos horizontes de curto, médio e longo prazo no processo de desdobramento e gestão da estratégia: Uma abordagem integradora. XXV ENEGEP. **Anais...** Porto Alegre, RS, Brasil, 29/10 a 01/11/2005.

**L'OBSERVATOIRE DE L'IMMATÉRIEL. Site corporativo.** Accueil. 2009. Disponível em <<http://www.observatoire-immateriel.com/index.php>>. Acesso em 12.10.09

LACROIX, Monique ; ZAMBON , Stefano. Capital Intellectuel et creation de valeur -une lecture conceptuelle des pratiques française et italienne. **Comptabilité - Contrôle - Audit** , numéro spécial, p. 61 a 84, mai/2002.

LANG, L. H. P.; STULZ, R. M.; WALKLING, R. A. Managerial performance, Tobins-Q, and the gains from successful tender offers. **Journal of Financial Economics**, v. 24, p. 137-154, 1989.

LAVIE, Dovev. The competitive advantage of interconnected firms: an extension of the resource-based view. **Academy of Management Review**, v.31, n.3, 2006.

LEE, Allen S.; BASKERVILLE, Richard L. Generalizing Generalizability in Information **Systems Research. Information Systems Research – INFORMS**, v. 14, n° 3, p. 221–243, September 2003

LEV, Baruch. **Intangibles: management, measurement, e reporting.** Washington, Brookings Institution, 2001.

LEVY, M.; JOUYET, J-P. **L'économie de l'immatériel - la croissance de demain.** Rapport de la Commission sur l'économie de l'immatériel. Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Paris, le 16 mars 2006. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/copyright/docs/links/immateriel\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/copyright/docs/links/immateriel_fr.pdf)>. Acesso em 06.03.2009.

LIEBOWITZ, J.; SUEN, C. Y. Developing knowledge management metrics for measuring intellectual capital. **Journal of Intellectual Capital**, v. 1, n°1, p. 54-67, 2000

LIU, Day-Yang; TSENG, Kuo-An; YEN, Szu-Wei. The incremental impact of intellectual capital on value creation. **Journal of Intellectual Capital**, v. 10 n° 2, p. 260-276. Emerald Group Publishing Limited 2009

LLORIA, M. Begoña. A review of the main approaches to knowledge management. **Knowledge Management Research & Practice**, v. 6, p.77–89, 2008.

LOCK LEE, Laurence; GUTHRIE, James; GALLERY, Natalie. **Corporate Social Capital and Firm Performance**, 2009. Disponível em <<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?id=1441022>>. Acesso em 06.09.2009.

LOW, Jonathan. The value creation index. **Journal of Intellectual Capital**, v. 1, 3, p. 252 - 262, 2000

\_\_\_\_\_ ; KALAFUT, P. **Vantagem Invisível: como os intangíveis conduzem o desempenho da empresa.** Porto Alegre: Bookman, 2003.

MALHOTRA, Y. **Measuring knowledge assets of a nation: knowledge systems for development.** UNDESA – United Nations Advisory Meeting of the Department of Economy e Social Affairs, 2002. em <<http://km.brint.com/KnowledgeManagementMeasurementResearch.pdf>>. Acesso em 03.08.2008

MARR, B.; ADAMS, C. The balanced scorecard and intangible assets: similar ideas, unaligned concepts. **Measuring Business Excellence**, v. 8, n°. 3, p. 18-27, 2004

MULGAN, Geoff. Europe 2025: discovering the future through action as well as analysis. *In*: FAROULT, Elie (Ed). The world in 2025 - Contributions from an expert group. European Commission-Directorate-General for Research Socio-economic. **Sciences and Humanities**, p. 69-75, 2009.

NONAKA, I. The Knowledge-Creating Company. **Harvard Business Review**, v. 69, n° 6, p.96-104, 1991.

OECD - Organisation for Economic Co-Operation and Development – Corp. Affairs Div.Dir. Financial and Enterprise Affairs-DAF. **Intellectual assets and value creation: implications for corporate reporting.** 10 December 2006. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/2/40/37811196.pdf>>. Acesso em 22.07.09

\_\_\_\_\_ **Synthèses de l'OCDE : Actifs intellectuels et création de valeur.** Mar, 2007. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/30/34/38313204.pdf>>. Acesso em 22.07.09.

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

\_\_\_\_\_ ; BERGEN, M. E. Scanning dynamic competitive landscapes: a market based and resource-

based framework. **Strategic Management Journal**, v. 24, p. 1027-1041, 2003

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. **Microeconomia**. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall. 2002.

PORTER, M. E. **Competitive Strategy: techniques for analyzing industries and competitors**. N.Y.: The Free Press, 1980.

\_\_\_\_\_. **Competitive Advantage: creating and sustaining competitive performance**. N.Y.: The Free Press, 1985.

\_\_\_\_\_. The competitive advantage of nations. **Harvard Business Review**, p.73-93, mar./abr, 1990.

RICHARDSON, R. J. PERES, J. A. de S.; WANDERLEY, J. C. V.; CORREIA, L. M.; PERES, M. de H. de M. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2007.

RINGLE, C. M.; WENDE, S.; WILL, A. **SmartPLS 2.0 M3** (beta). Germany: University of Hamburg, 2005. Disponível em: <<http://www.smartpls.de>>. Acesso em: 03/06/2011

ROOS, G.; ROOS, J.; DRAGONETTI, N.; EDVINSSON, L. **Intellectual Capital: navigating in the new business landscape**, University Press, New York: New York. 1997

SENGE, Peter. **A dança das mudanças – os desafios de manter o crescimento e o sucesso em organizações que aprendem – 8ª. Reimpressão**. Rio de Janeiro: Elsevier, 1999.

SELIGMANN-FEITOSA, Evelyn. A existência e a divulgação de ativos intangíveis em processos de fusões e aquisições na França e o desempenho empresarial financeiro– Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2011. Disponível em <[http://tede.mackenzie.com.br/tde\\_busca/arquivo.php?codArquivo=2438](http://tede.mackenzie.com.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=2438)>. Acesso em 15.10.2012.

STEWART, T. A. **The Wealth of Knowledge: Intellectual Capital e the Twenty-first Century Organization**. Currency, 2001.

SVEIBY, Karl-Erik. Measuring Intangible Assets and Intellectual Capital- An Emerging Standard. *In*: Morey, Maybury & Thuraingham (eds). **Knowledge Management - Classic and contemporary Works**, MIT Press 2000. Disponível em: < <http://www.sveiby.com /articles/EmergingStandard.html> >. Acesso em: 12.08.09

\_\_\_\_\_. **Measuring Models for Intangible Assets and Intellectual Capital - an overview of 34 methods with links**. (Sveiby 2001-2005). Atualização: Abril/2007. Disponível em: <<http://www.sveiby.com/articles/IntangibleMethods.htm> >. Acesso em: 12.08.09

TSANG, E.; WILLIAMS, J. Generalization and Hume's problem of induction: misconceptions and clarifications. **Research Collection School of Social Sciences**, paper 184, Singapore Management University, 2007. Disponível em <[http://ink.library.smu.edu.sg/sooss\\_research/184](http://ink.library.smu.edu.sg/sooss_research/184)>. Acesso em 28/06/2011.

VENKATRAMAN, N.; RAMAJUNAM, V. Measurement of business performance: an examination of method convergence. **Journal of Management**, v. 13, n. 1, p. 109 –122, 1987.

\_\_\_\_\_. Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches. **Academy of Management Review**, v. 1, n. 4, p. 801 – 814, 1986.

VILLALONGA, Belen. Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v.54, n.2, p.205-230, 2004.

WANG, Jui-Chi. Investigating market value and intellectual capital for S&P 500. **Journal of Intellectual Capital**, v. 9, n°4, p. 546-563, Emerald Group Publishing Limited, 2008

WRIGHT, P., KROLL, M. J., PARNELL, J. **Administração estratégica: conceitos**. S. P: Atlas, 2000

WYATT, Anne. Towards a financial reporting framework for intangibles: Insights from the Australian experience. **Journal of Intellectual Capital**, v. 3, iss. 1, p. 71-86, Bradford: 2002.

YARDIMCIOGLU, Mahmut. The risks of intangible assets in financial statements. Allied Academies International Conference. **Anais...** v. 13, n° 1, p. 99-104, Tunica, Abril, 2008.

ZAMBON, S.; LEV, B.; ABERNETHY, M.; WYATT, A.; BIANCHI, P.; LABORY, S.; DEL BELLO, A.. **Study on the Measurement of Intangible Assets e Associated Reporting Practices**. European Commission. Bruxelas, abril / 2003. Disponível em: <[http://europa.eu.int/comm/enterprise/services/business\\_related\\_services/policy\\_papers\\_brs/intangiblesstudy.pdf](http://europa.eu.int/comm/enterprise/services/business_related_services/policy_papers_brs/intangiblesstudy.pdf)>. Acesso em: 20.05.09.

ZECHMAN, Sarah L.C. **The relation between voluntary disclosure and financial reporting: Evidence from synthetic leases**. University of Chicago Booth School of Business, Working Paper No. 08-23 2009. Disponível em SSRN-id1302931. Acesso em 10.04.2011.