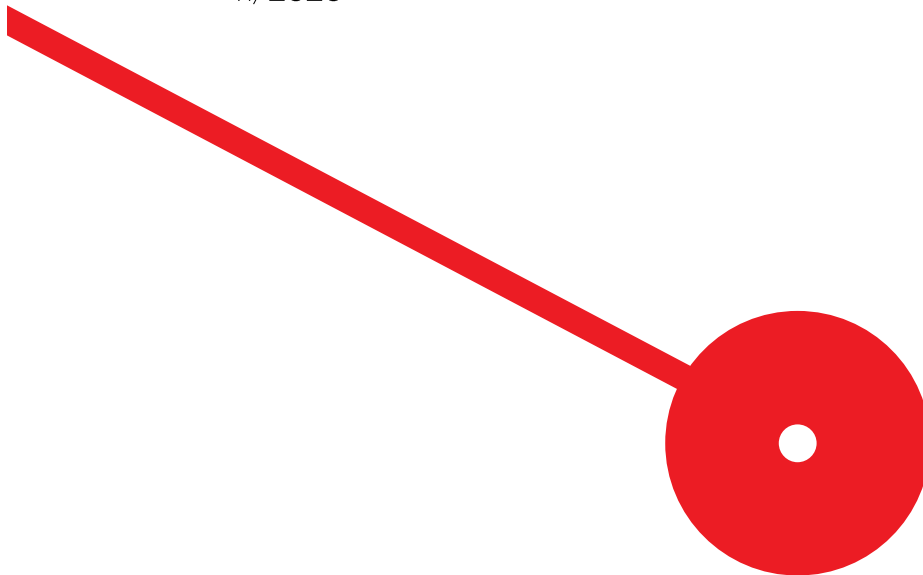




Fusões e Aquisições – Estudo à criação de valor e o seu impacto sobre o endividamento das empresas

Joana Marques da Costa

11/2020





Fusões e Aquisições – Estudo à criação de valor e o seu impacto sobre o endividamento das empresas

Joana Marques da Costa

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação do Doutor Adalmiro Álvaro Malheiro de Castro Andrade Pereira.



Agradecimentos

A dissertação constitui, essencialmente, um trabalho resultante do afinho e dedicação individual. Todavia, gostaria de agradecer às pessoas que, de alguma forma, contribuíram para que a sua realização fosse possível, que acreditaram em mim e que, acima de tudo, estiveram presentes ao longo deste percurso.

Inicialmente, gostaria de agradecer à Comissão de Curso por promoverem o bom funcionamento do curso e pela disponibilidade no esclarecimento de dúvidas.

Ao professor Doutor Adalmiro Pereira pela constante orientação ao longo deste percurso que permitiu o alcance de objetivos pretendidos, pelas críticas construtivas, por todo o conhecimento transmitido e por todas as horas dispendidas neste trabalho.

À professora Cristina Lopes pelo auxílio e contribuição para a realização do estudo através do seu vasto conhecimento.

Aos meus pais e ao meu irmão, porque sem eles nada disto seria possível. Por todo o carinho, apoio incondicional, incentivo, mas sobretudo por acreditarem em mim e por me lembrarem que eu seria capaz.

Ao meu namorado, companheiro e melhor amigo, ao meu maior exemplo, por toda a motivação, pelo carinho, por acreditar em mim, pela dedicação, pelas palavras de força nos momentos mais difíceis e por nunca permitir que desistisse.

Às minhas amigas, pela amizade, pelos desabafos, pela partilha de bons e maus momentos, pelo carinho, por toda a ajuda, por me acompanharem durante este percurso e por estarem ao meu lado incondicionalmente.

Gostaria ainda de agradecer a todos os professores que me acompanharam neste trabalho e que dedicaram algum do seu tempo para que a sua realização fosse possível.

Resumo

A criação de valor é o objetivo primordial de qualquer empresa, juntamente com a criação de riqueza para os seus proprietários, que pode ser alcançada por meio de fusões e aquisições. Dessa forma, o tema está relacionado com a identificação das particularidades que levam à criação de valor, bem como dos indicadores que proporcionam a criação de valor no processo de fusões e aquisições. O tema da pesquisa foi definido como “Fusões e Aquisições - Estudo à criação de valor e o seu impacto sobre o endividamento das empresas”.

Assim, o trabalho tem como questão central “De que forma as Fusões e Aquisições influenciam o índice de endividamento das empresas?”. O objetivo principal é avaliar se as fusões e aquisições afetam positiva ou negativamente o valor das empresas, tendo por base o índice de endividamento. Assim, os objetivos secundários são mencionar as particularidades que proporcionam o aumento do valor das empresas; analisar indicadores económico-financeiros como medidas para aumentar o valor das empresas; identificar os determinantes que fornecem criação de valor.

No que se refere à metodologia, trata-se de uma pesquisa quantitativa, mais especificamente um estudo estatístico, constituída por uma amostra relevante de empresas portuguesas com o objetivo de analisar o valor das empresas aquando da operação económica, destacando qual a variável / variáveis que apresentam uma relevância maior na alteração desse valor.

Deste modo, após realização do estudo, os resultados revelam que o resultado de uma fusão ou aquisição depende de múltiplos fatores. Assim, tendo em conta as variáveis em estudo, aquelas que demonstram maior influência no endividamento das empresas que realizam fusões e aquisições e, conseqüentemente na criação de valor são a diversificação, a rendibilidade dos capitais próprios bem como a rendibilidade do ativo.

Palavras chave: fusões, aquisições, criação de valor, *performance*, F&A.

Abstract

Value creation is the primary objective of any company, together with the creation of wealth for its owners, which can be achieved through mergers and acquisitions. In this way, the theme is related with the identification of the particularities that lead to the creation of value as well as the indicators that provide value creation in the process of mergers and acquisitions. The research theme was defined as “Mergers and Acquisitions - Study on value creation and its impact on corporate indebtedness”.

Thus, the work has as its central question "How do Mergers and Acquisitions influence the companies' indebtedness index?". The main objective is to assess whether mergers and acquisitions positively or negatively affect the value of companies, based on the debt ratio. Thus, the secondary objectives are to mention the particularities that provide an increase in the value of companies; analyze economic and financial indicators as measures to increase the value of companies; identify the determinants that provide value creation.

With regard to the methodology, it is a quantitative research, more specifically a statistical study, consisting of a relevant sample of Portuguese companies with the aim of analyzing the value of the companies during the economic operation, highlighting which variable / variables have greater relevance in changing this value.

In this way, after conducting the study, the results reveal that the result of a merger or acquisition depends on multiple factors. Thus, taking into account the variables under study, those that demonstrate the greatest influence on the indebtedness of companies that carry out mergers and acquisitions and, consequently, on the creation of value are diversification, return on equity as well as return on assets.

Key words: mergers, acquisitions, value creation, performance, M&A.

Índice geral

Introdução	1
Capítulo I – Fusões e Aquisições: Enquadramento Teórico.....	4
1 Contextualização	5
1.1 Evolução Histórica	5
1.2 Fusões e Aquisições – Conceitos	8
1.3 Tipos de Fusões.....	9
1.3.1 Fusão por incorporação.....	9
1.3.2 Fusão por constituição de uma nova sociedade	10
1.3.3 Outras classificações.....	11
1.4 Tipos de Aquisições	12
1.4.1 Fusão, Aquisição de Ações e de Ativos.....	12
1.4.2 Outras Classificações	13
1.5 Motivações	15
1.5.1 Motivações Económicas / Outras Motivações.....	15
1.5.1.1 Sinergia	16
1.5.1.2 Aumento da quota de mercado	17
1.5.1.3 Maximização da eficiência operacional.....	17
1.5.1.4 Redução das necessidades de capital e partilha de recursos complementares	18
1.5.1.5 Expansão do mercado	18
1.5.1.6 Substituição dos gestores da empresa-alvo.....	19
Capítulo II – Criação de Valor	20
2 Fundamentação Teórica.....	21
2.1 Criação de Valor – conceitos	21
2.2 Criação de valor nas F&A.....	23
2.3 Análise de criação de valor das empresas	26

2.3.1	Avaliação de desempenho	26
2.3.2	Fatores quantificadores de criação de valor	27
Capítulo III – Metodologia	34	
3	Investigação Científica	35
3.1	Amostra	36
3.1.1	Constituição da amostra	36
3.1.2	Dificuldades na obtenção da amostra	37
3.1.3	Crítérios a considerar na construção da amostra.....	37
3.1.4	Amostra final e período de análise	38
3.2	Dados.....	39
3.2.1	Indicadores selecionados para análise	40
3.3	Método	42
Capítulo IV – Estudo Empírico e Discussão de Resultados.....	44	
4	Estudo Empírico	45
4.1	Apresentação do Estudo	45
4.2	Análise e discussão dos resultados.....	63
Capítulo V - Conclusões.....	67	
Referências bibliográficas.....	71	
Apêndices.....	78	
Apêndice I – Teste à normalidade das variáveis quantitativas	79	
Apêndice II – Coeficiente de correlação de Spearman.....	80	
Apêndice III – Teste de Qui-Quadrado da Independência.....	81	
Apêndice IV - Coeficiente V de Cramer e Phi para variáveis qualitativas.....	82	
Apêndice V - Teste de <i>Wilcoxon-Mann-Whitney</i>	83	
Anexos.....	84	
Anexo I – Tabela da relação entre a variável Ano da operação e Categoria da empresa	85	
Anexo II – Tabela da relação entre a variável Ano da operação e Diversificação	86	

Anexo III – Tabela da relação entre a variável Ano da operação e Modo de pagamento	87
Anexo IV – Tabela da relação entre a variável Ano da operação e Tipo de transação	88
Anexo V – Tabela da relação entre a variável Ano da observação e Categoria da empresa	89
Anexo VI – Tabela da relação entre a variável Ano da observação e Diversificação	90
Anexo VII – Tabela da relação entre a variável Ano da observação e Modo de pagamento	91
Anexo VIII – Tabela da relação entre a variável Ano da observação e Tipo de transação	92
Anexo IX – Tabela da relação entre a variável categoria da empresa e diversificação	93
Anexo X – Tabela da relação entre a variável categoria da empresa e modo de pagamento	94
Anexo XI – Tabela da relação entre a variável categoria da empresa e tipo de transação	95
Anexo XII – Tabela da relação entre a variável diversificação e modo de pagamento	96
Anexo XIII – Tabela da relação entre a variável diversificação e tipo de transação..	97
Anexo XIV – Tabela da relação entre a variável modo de pagamento e tipo de transação	98
Anexo XV – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Rendibilidade dos capitais próprios.....	99
Anexo XVI – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Dimensão	100
Anexo XVII – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Liquidez geral	101
Anexo XVIII – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Liquidez reduzida	102
Anexo XIX – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e o Índice de cobertura de juros.....	103
Anexo XX – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e o Retorno sobre o investimento.....	104

Anexo XXI – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Rendibilidade do ativo	105
Anexo XXII – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Margem bruta das vendas	106
Anexo XXIII – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Rotação do ativo	107
Anexo XXIV – <i>Boxplot</i> da variável Índice de passivo total e o Ano da operação ...	108
Anexo XXV – <i>Boxplot</i> da variável Índice de passivo total e o Ano da observação.	109
Anexo XXVI – <i>Boxplot</i> da variável Índice de passivo total e a Categoria da empresa	110
Anexo XXVII – <i>Boxplot</i> da variável Índice de passivo total e a Diversificação.....	111
Anexo XXVIII – <i>Boxplot</i> da variável Índice de passivo total e o Modo de pagamento	112
Anexo XXIX – <i>Boxplot</i> da variável Índice de passivo total e o Tipo de transação..	113
Anexo XXX – Tabela da ANOVA do modelo inicial	114
Anexo XXXI – Tabela da ANOVA do modelo final	115
Anexo XXXII – Gráfico da distribuição dos resíduos padronizados	116
Anexo XXXIII - Gráfico da dispersão dos resíduos padronizados.....	117

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Evolução histórica das Operações de Fusão e Aquisição.....	6
Tabela 2 - Outras classificações de Fusões	11
Tabela 3 - Distribuição das empresas constituintes da amostra por tipo de operação económica no período de 2014 a 2018	39
Tabela 4 - Distribuição das empresas constituintes da amostra por tipo de operação em que estiveram envolvidas	39
Tabela 5 - Variáveis / Indicadores utilizados no estudo da criação de valor.....	41
Tabela 6 - Distribuição das operações económicas segundo o ano da sua realização e observação dos dados	46
Tabela 7 - Distribuição das operações económicas segundo a categoria das empresas	46
Tabela 8 - Distribuição das operações económicas segundo a diversificação das operações económicas	47
Tabela 9 - Distribuição das operações económicas segundo o modo de pagamento das operações económicas	47
Tabela 10 - Distribuição das operações económicas segundo o tipo de transação das operações económicas	48
Tabela 11 - Estatística descritiva da dimensão das empresas.....	48
Tabela 12 - Estatística descritiva da rentabilidade dos capitais próprios das empresas.....	49
Tabela 13 - Estatística descritiva da liquidez geral das empresas	49
Tabela 14 - Estatística descritiva da liquidez reduzida das empresas	50
Tabela 15 - Estatística descritiva do índice de cobertura de juros empresas.....	51
Tabela 16 - Estatística descritiva do índice de passivo total das empresas	51
Tabela 17 - Estatística descritiva do retorno sobre o investimento das empresas	52
Tabela 18 - Estatística descritiva da rentabilidade do ativo das empresas	52
Tabela 19 - Estatística descritiva da margem bruta das vendas das empresas	53
Tabela 20 - Estatística descritiva da rotação do ativo das empresas	54
Tabela 21 - Modelo inicial.....	58
Tabela 22 - Modelo final	59
Tabela 23 - Resumo dos resultados dos modelos inicial e final	60
Tabela 24 - Teste à normalidade dos Resíduos: Teste de Kolmogorov-Smirnov	61
Tabela 25 - Teste à normalidade das variáveis	61
Tabela 26 - Diagnóstico de colinearidade segundo o valor do VIF	62

Tabela 27 - Diagnóstico de colinearidade geral	63
---	----

Lista de abreviaturas

AdC – Autoridade da Concorrência

CE – Comunidade Europeia

CIRC – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

CSC – Código das Sociedades Comerciais

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes* (Resultados antes de juros e impostos)

EUA – Estados Unidos da América

F&A – Fusões e Aquisições

OPA – Oferta Pública de Aquisição

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SPSS – *Statistical Package for the Social Sciences* (Pacote estatístico para as ciencias sociais)

UE – União Europeia

VIF – *Variance Inflation Factor* (Fatores de Inflação da Variância)

O sucesso empresarial é um fenómeno que se encontra dependente da otimização da gestão das empresas, assim como de uma adaptação à evolução dos instrumentos que permitem alcançar vantagens competitivas. Assim, compete aos gestores a criação de estratégias que tenham como objetivo a melhoria do desempenho, a criação de valor acrescentado, bem como a maximização da eficiência da empresa o que irá conduzir a uma maximização do lucro. Como meio para atingir o sucesso empresarial destaca-se a reestruturação de empresas, que surge como um importante utensílio para que as empresas possam dar resposta às sucessivas exigências do mercado.

A reestruturação ou reorganização empresarial pode ser entendida como o conjunto de alterações ou mudanças na estratégia, nos ativos, nas operações e nas finanças, com o objetivo de melhorar o desempenho da empresa e de conduzir à criação de valor (Silva, 2016, p.24).

Tendo em consideração as diversas formas de reestruturação empresarial, destacam-se as fusões e aquisições (F&A), cujos conceitos e modalidades serão abordados nos capítulos que se seguem.

O presente trabalho visa fornecer informação adicional relativamente a operações de F&A em Portugal, dado que apesar de constituir um tema com uma extensa abordagem a nível internacional, os estudos em Portugal verificam-se reduzidos. Assim, a principal motivação consiste em conceder informação relevante no que concerne à criação de valor através de F&A.

Posto isto, o objetivo do estudo consiste em analisar um conjunto significativo de empresas que se envolveram em F&A de modo a clarificar a influência de um conjunto de variáveis na criação de valor destas empresas.

Deste modo, pretende-se fornecer orientações para as empresas que pretendem efetuar fusões ou aquisições de forma a que o resultado final da operação seja positivo e proporcione criação de valor.

No que diz respeito à metodologia, este trabalho baseia-se num estudo estatístico constituído por um conjunto representativo de empresas, procurando enunciar quais os indicadores que apresentam uma relevância significativa na alteração do seu valor aquando de uma fusão ou aquisição.

O contributo da presente dissertação traduz-se na identificação das variáveis que concorrem para a criação de valor através de F&A assim como esclarecer o seu papel no aumento de valor das empresas.

Assim sendo, no capítulo I é realizada a revisão da literatura existente, abordando a evolução das F&A, os conceitos relacionados com este tema, os tipos de F&A existentes bem como as suas motivações económicas. Por conseguinte, no capítulo II explora-se a literatura existente quanto à criação de valor, essencialmente no que concerne ao tipo de variáveis e indicadores que contribuem para este fenómeno. O capítulo III retrata a metodologia aplicada de modo a perceber a variável que apresenta uma maior relevância na quantificação de valor em empresas que realizam F&A. Seguidamente, no capítulo IV reflete-se o tratamento dos dados e análise dos resultados onde são evidenciados os testes com maior relevância, é realizada uma análise dos resultados obtidos e das hipóteses de investigação. Por fim, o capítulo V inclui conclusões relativamente ao estudo e respetiva comparação com o estado de arte, sugestões para uma investigação futura bem como limitações associadas ao estudo.

CAPÍTULO I – FUSÕES E AQUISIÇÕES: ENQUADRAMENTO TEÓRICO

1 Contextualização

O ambiente empresarial verifica-se estar em constante alteração, pelo que se demonstra imprescindível identificar as lacunas presentes nas organizações, de forma a que seja possível a tomada de decisões que as corrijam, transformando potenciais ameaças em vantajosas oportunidades. Assim, surgem as fusões e aquisições como forma de corrigir falhas e enfrentar a concorrência global, através de economias de escala e economias de gama, ou aumentar a dimensão e fomentar o crescimento.

Segundo Silva (2015), as empresas optam por este tipo de operações quando pretendem implementar uma nova estratégia que vai reestruturar a empresa, de modo a manter ou reforçar as suas vantagens competitivas, a estrutura de custos, destacar-se pela distinção em termos de produtos, ou redução de riscos.

Uma vez que a literatura existente relativa a F&A se revela extensa, este capítulo tem como objetivo sintetizar este tema, pelo que, inicialmente, será efetuada uma abordagem relativamente à evolução histórica, prosseguindo-se uma clarificação dos conceitos e modalidades de F&A, assim como as motivações para execução das mesmas e os respetivos impactos na economia.

1.1 Evolução Histórica

Coelho (2013), referido por Carvalho (2015), refere que os períodos de fusões são resultado de choques económicos e tecnológicos.

De acordo com Lipton (2006) referido por Assunção (2016), Camara, Guerra e Rodrigues (2013) referidos por Baldé (2016), Fernandes (2013), Ferreira (2002), Cools, Gell, Kelgelbach e Ross (2007) referidos por Pereira (2017), Steger e Kummer (2007) e Gugler et al. (2003) referidos por Pinto (2016), e Roberts, Wallace e Moles (2010) as F&A surgiram tendo por base eventos económicos externos que se justificam pela existência de três teorias, neoclássica, de agência e comportamental. A teoria da agência diz respeito aos conflitos que possam, eventualmente, surgir entre os interesses dos gestores e dos sócios/acionistas, podendo resultar numa defeituosa aplicação dos *cash-flows* por parte dos gestores. Relativamente à teoria comportamental, esta defende que as fusões surgem em ciclos devido aos mercados de capitais, na medida em que, as empresas compradoras fazem uso da

ineficiência de mercado para adquirirem empresas cujas ações valem mais do que o valor de mercado (Carvalho, 2015).

Estas teorias originam padrões cíclicos ao nível das F&A. A literatura não se apresenta sólida no que concerne às ondas de fusões, no entanto verifica-se consistência quanto ao ponto de partida, os Estados Unidos da América (EUA), tendo por base Ferreira (2002), Steger e Kummer (2007) e Gugler et al. (2003), referidos por Pinto (2016), e Roberts et al. (2010).

Roberts et al. (2010) destacaram cinco principais ondas desde o final do século XIX, tal como Ferreira (2002), sendo que apesar dos períodos temporais apresentarem alguma discrepância, as motivações verificam-se semelhantes. Para além destes autores, também Pinto (2016), tendo por base Steger e Kummer (2007) e Gugler et al. (2003), defendem a existência de cinco ondas de fusões. Não obstante às literaturas mencionadas, existem outras que defendem a existência de um sexto ciclo de fusões, como é o caso de Lipton (2006) referido por Assunção (2016), Camara et al. (2013), referidos por Baldé (2016); Fernandes (2013), Cools et al. (2007), referidos por Pereira (2017) e Rompotis (2015). Lasher (2014), referido por Assunção (2016), defende a existência de uma sétima vaga de fusões. De modo a sintetizar as várias ondas, estabeleceu-se uma evolução histórica que será apresentada na tabela seguinte.

Tabela 1 - Evolução histórica das Operações de Fusão e Aquisição

Autores	Vaga de Fusão	Ano	Descrição
Ferreira (2002). ^a	1ª Vaga	1895 – 1905	Proporcionou-se devido ao desenvolvimento da economia, das tecnologias de informação e das infraestruturas económicas, permitindo a conclusão do sistema ferroviário transcontinental que promoveu a criação de um mercado nacional integrado nos EUA.
	Onda Ferroviária. Fusões horizontais.	1897 – 1904 ^a	
Roberts et al. (2010). Steger e Kummer (2007) e Gugler et al. (2003), referidos por Pinto (2016).	2ª Vaga	1918 – 1930	Verificou-se com a expansão dos automóveis que originou vantagens não só para os clientes locais, pela conquista de acesso a um maior número de locais de venda, como também para as empresas, possibilitando um aumento da sua rede de distribuição, o que deu origem a uma nova onda de fusões, denominada onda dos automóveis. Para Ferreira (2002) esta onda também se deveu ao desenvolvimento das comunicações que permitiram exclusividade de marcas e diferenciação de produtos. Terminou devido ao <i>crash</i> da Bolsa de Valores de Nova Iorque.
	Onda Automóvel. Fusões horizontais e verticais.	1916 – 1929 ^a	

Autores	Vaga de Fusão	Ano	Descrição
	3ª Vaga Onda do Conglomerado. Fusões de conglomerado.	1955 – 1970 1965 – 1970 ^a	O dinamismo da época, associado ao crescimento da economia levou a que as empresas conseguissem resultados satisfatórios cujos meios de tesouraria libertos motivavam as empresas a realizarem F&A com empresas cujas atividades não se relacionavam. No entanto, estas F&A originaram problemas ao nível da gestão das empresas pela falta de conhecimento existente nestas novas áreas.
	4ª Vaga Aquisição de empresas de dimensão superior e aquisições hostis.	1980 – 1990 1984 – 1989 ^a	Ascensão significativa deste tipo de operações económicas, o que proporcionou taxas de juro reduzidas e financiamentos prontamente disponíveis, o que incentivava as fusões horizontais. Terminou devido ao colapso do mercado de títulos de alto risco, associado ao colapso das economias devido ao <i>crash</i> da Bolsa.
	5ª Vaga Onda da globalização.	1994 – Atualidade 1993 – (2001) ^a	Caracterizou-se por um crescimento lento do mercado, taxas de juro muito reduzidas e oferta superior à procura em grande parte dos setores. Este último tópico exige preços baixos, o que requer custos baixos que podem ser conseguidos através de economias de escala geradas por F&A que promovem o desenvolvimento de novas tecnologias e meios de comunicação que quebram barreiras comerciais e expõem as empresas à concorrência global.
Lipton (2006) referido por Assunção (2016). ^b Camara et al. (2013), referidos por Baldé (2016). Fernandes (2013). Cools et al. (2007), referidos por Pereira (2017). ^c Rompotis (2015).	6ª Vaga Fundos de investimento e aquisições com dívida.	2003 – 2008 2003 – 2006 ^b 2004 – Atualidade ^c	Após o decréscimo das fusões desde 2000 a 2001, o ritmo das mesmas aumentou devido à globalização, à ascensão tecnológica dos mercados financeiros que originou a bolha da <i>internet</i> , e aos financiamentos de baixo custo.
Lasher (2014) referido por Assunção (2016)	7ª Vaga	2009 - Atualidade	

a. Período temporal defendido por Ferreira (2002).

b. Período temporal defendido por Lipton (2006) referido por Assunção (2016).

c. Período temporal defendido por Cools et al. (2007), referidos por Pereira (2017).

Fonte: Elaboração Própria.

Após a caracterização e clarificação das várias vagas de fusões, viu-se indispensável clarificar também os conceitos de fusão e aquisição, o que se verifica no subcapítulo seguinte.

1.2 Fusões e Aquisições – Conceitos

Em conformidade com Lipton (2006) referido por Assunção (2016), Camara et al. (2013) referidos por Baldé (2016), Fernandes (2013), Ferreira (2002), Cools et al. (2007) referidos por Pereira (2017), Steger e Kummer (2007) e Gugler et al. (2003) referidos por Pinto (2016) e, Roberts et al. (2010) defendem que as F&A advêm de eventos económicos e financeiros e apresentam elevada importância para a economia pelo que se verifica imprescindível que este tipo de operações se encontrem reguladas de forma adequada.

Segundo Silva (2013) a primeira regulamentação ao nível destas operações foi formulada por John Sherman, em 1890, nos EUA, designando-se por Lei de Sherman como o primeiro ato de regulação de fusões que visava garantir a concorrência entre as empresas, tendo como objetivo impedir a criação de um monopólio.

“Na prossecução do seu crescimento, a empresa defronta-se com duas alternativas, designadas habitualmente por crescimento interno e crescimento externo”. O termo crescimento interno diz respeito a utilização de recursos internos, por parte da empresa, para aumentar os seus resultados e diminuir os riscos e custos. Por outro lado, no crescimento externo utilizam-se recursos como interligação e coordenação entre várias empresas. É no seguimento do crescimento externo que surgem estratégias como aquisição de empresas, constituição de empresas comuns ou fusão de empresas. (Matos & Rodrigues, 2000, p.13).

Ferreira (2002) considera que as F&A são medidas que têm como propósito a expansão e advêm da carência de racionalização. Segundo Ross, Westerfield, Jaffe and Lamb (2015), a fusão é considerada uma modalidade de aquisição.

Silva (2016, p. 25) define fusão como “(...) a operação pela qual duas ou mais sociedades reúnem as suas forças económicas para formarem uma única pessoa coletiva, constituída pelos sócios de todas elas”. O autor refere que para além de se classificar fusão no plano jurídico, no âmbito do direito societário, direito fiscal e direito da concorrência, é essencial a sua classificação a nível económico, fusão horizontal, vertical e por conglomerado, os quais serão abordados no subcapítulo seguinte.

No que concerne ao conceito de aquisição, este designa apenas a compra total ou parcial do capital de uma empresa, podendo esta ser de controlo ou minoritária. O termo fusões remete para as aquisições que proporcionam a tomada de controlo de capital da empresa-alvo (Silva, 2015).

Relativamente às aquisições, Brealey, Myers e Allen (2007), Mujamena (2015) e Ross et al. (2015) mencionam três tipos, fusão, aquisição de ações e aquisição de ativos, sendo que ambos serão especificados em tópicos seguintes.

Baldé (2016, p.66) afirma que “(...) as F&A constituem mecanismos estratégicos adotados por parte das empresas como meio de diversificação de produtos/serviços e obtenção de sinergias financeiras, pelo que a sua evolução e importância é cada vez mais notória tanto no mercado mundial como nacional”.

Após a clarificação dos conceitos de fusão e aquisição, segue-se a especificação das modalidades destes.

1.3 Tipos de Fusões

No que diz respeito aos tipos de fusão, foram vários os regulamentos que surgiram para classificar este tipo de operação.

As fusões apresentam duas modalidades distintas, que, segundo Silva (2015), designam-se fusão incorporação e fusão concentração. No entanto, no caso da fusão incorporação, esta pode apresentar outras designações, tais como, fusão por absorção (Matos & Rodrigues, 2000), e fusão integração (Ferreira, 2002). No caso de fusão concentração esta pode ser designada de fusão por consolidação, de acordo com Silva (2016) e Ferreira (2002) que remete para junção de duas ou mais empresas que se dissolvem para constituir uma nova sociedade e de fusão criação ou fusão pura (Matos & Rodrigues, 2000). Estas modalidades serão elucidadas nos subcapítulos posteriores.

1.3.1 Fusão por incorporação

De modo a esclarecer quais as modalidades de fusão, e tal como referido anteriormente, foram vários os regulamentos que surgiram.

Segundo o número 1 do artigo 3º do Regulamento nº 139/2004, a Diretiva 2009/133/CE artigo 2º, da Comunidade Europeia (CE), Diretiva 2011/35/UE artigo 3º, da União Europeia (UE), ambas publicadas em jornal oficial da União Europeia, o número 1 do artigo 73º do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC) e o número 4 do artigo 97º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), fusão por incorporação consiste na

transferência do património de uma empresa para outra, através de uma dissolução sem liquidação, atribuindo ações da sociedade incorporante aos sócios/acionistas da sociedade incorporada, assim como uma quantia monetária de valor inferior ou igual a 10% do valor nominal das ações atribuídas, ou caso o valor nominal seja desconhecido, através do seu valor contabilístico.

A fusão por incorporação consiste no tipo de fusão em que uma sociedade absorve ou incorpora uma nova sociedade que se vai designar sociedade incorporada ou absorvida, mantendo a sua identidade jurídica bem como o seu nome, enquanto que a empresa adquirida deixa de existir como entidade individual (Silva, 2015).

Silva (2015) refere que

A sociedade incorporante entrega, por contrapartida, aos sócios ou acionistas das empresas incorporadas, quotas ou ações representativas do seu capital social, na base do valor atribuído durante as negociações ao património das empresas alvo em relação ao valor da incorporante. (p. 7)

$$A + B = A$$

(1)

Uma vez esclarecido e aprofundado o conceito de fusão por incorporação é necessário realizar o mesmo procedimento para a modalidade de fusão por constituição de uma nova sociedade.

1.3.2 Fusão por constituição de uma nova sociedade

Nos termos da Diretiva 2009/133/CE, do artigo 4º da Diretiva 2011/35/UE, e em conformidade com o número 1 do artigo 73º do CIRC e com o número 4 do artigo 97º do CSC, a fusão por constituição de uma nova sociedade consiste na transferência do património de várias sociedades para uma nova sociedade que estas irão constituir, atribuindo ações da nova sociedade aos sócios/acionistas das empresas constituintes, tal como uma quantia monetária inferior ou igual a 10% do valor nominal das ações atribuídas ou, na falta deste, do seu valor contabilístico.

$$A + B = C$$

(2)

Ross et al. (2015, p.1033) refere que se encontra perante uma fusão pura quando “a empresa adquirente e a adquirida encerram sua existência legal anterior e se tornam parte de uma nova empresa”.

Como mencionado anteriormente, Silva (2016) defende a existência de outras classificações de fusão, tais como fusão horizontal, vertical e por conglomerado, as quais serão aprofundadas de seguida.

1.3.3 Outras classificações

Inicialmente foi referido que, segundo Ross et al. (2015), a fusão é considerada uma modalidade da aquisição, pelo que este autor defende esta distinção para as aquisições, ou seja, aquisições horizontais, verticais e de conglomerado.

Por outro lado, outros autores defendem a distinção de fusões como horizontais, verticais, por conglomerado e concêntricas, as quais, segundo Brandão (2015) apresentam objetivos concretos, e serão sintetizadas na tabela seguinte.

Tabela 2 - Outras classificações de Fusões

Classificação	Descrição
Fusões Horizontais	As empresas adquirentes e adquiridas situam-se no mesmo ramo de atividade, na mesma indústria e, por isso, há sobreposição de recursos. São empresas concorrentes que têm como objetivo aumentar a quota de mercado (Ferreira, 2002; Ross et al., 2015; Silva, 2016). São realizadas para obter economias de escala (Brandão, 2015).
Fusões Verticais	Envolvem empresas que pertencem à mesma indústria, mas que se situam em diferentes níveis do processo produtivo, exercendo atividades complementares (Ferreira, 2002; Ross et al., 2015; Silva, 2016). Apresentam como propósito a integração vertical, de modo a obter um controlo supremo sob o processo de produção, amplificando-se quer a montante, em direção à origem das matérias-primas, quer a jusante, em direção ao consumidor final (Brandão, 2015).
Fusões por Conglomerado ou Agregação	Remete para empresas cuja atividade se processa em indústrias divergentes e, por isso, não apresentam qualquer tipo de relação (Ferreira, 2002; Ross et al., 2015; Silva, 2016). O seu objetivo primordial consiste na obtenção de eficiências operacionais (Brandão, 2015).
Fusões Concêntricas	As empresas apresentam-se em indústrias díspares, mas que de alguma forma, se encontram relacionadas, normalmente, em determinadas linhas de negócio (Ferreira, 2002).

Fonte: Elaboração Própria.

Na medida em que o conceito de fusão, assim como as respectivas modalidades se encontram discriminadas, é necessário clarificar o mesmo tipo de informação relativamente às aquisições.

1.4 Tipos de Aquisições

Como referido inicialmente, Brealey et al. (2007), Mujamena (2015) e Ross et al. (2015) mencionam três formas de aquisição, sendo elas a fusão, aquisição de ações e aquisição de ativos.

Salienta-se que quando a empresa-alvo é cotada em bolsa, a aquisição é realizada segundo uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) (Moderno, 2016).

Nos subcapítulos seguintes será realizada uma abordagem aos tipos de aquisições, bem como relativamente às OPA's.

1.4.1 Fusão, Aquisição de Ações e de Ativos

Brealey et al. (2007) e Brealey, Myers e Marcus (2003) referidos por Mujamena (2015), definem fusão como o primeiro método de aquisição de empresas, caso que se verifica quando uma empresa assume todos os ativos e passivos de outra empresa, o que deve ser aprovado por 50% dos sócios/acionistas.

A aquisição de ações ocorre quando uma empresa adquire outra por via da compra do seu capital em ações. Assim, a empresa cujas ações foram adquiridas continua a existir como entidade separada, contudo pertence à empresa adquirente. Esta operação pode ser também designada de oferta de aquisição de controle. Caso se realizem aquisições de todas as ações que constituem a empresa, este fenómeno equivale a uma fusão por incorporação. Por outro lado, a aquisição de ativos surge quando uma empresa compra alguns ou todos os ativos de outra, procedendo à sua aquisição. A aquisição de ativos pressupõe a transferência de titularidades dos respetivos ativos individuais para a empresa adquirente (Brealey et al., 2003 referidos por Mujamena, 2015; Ross et al., 2015).

1.4.2 Outras Classificações

Para além deste tipo de aquisições, existem ainda outras classificações quanto à sua forma, isto é, aquisições amigáveis ou hostis.

Quando a empresa-alvo se verifica cotada em bolsa, a aquisição designa-se como OPA, segundo a qual a empresa adquirente deve preencher um conjunto de requisitos de modo a tornar pública a sua intenção de compra de parte ou totalidade das ações de determinada empresa, por um preço superior ao que consta no mercado, tendo como objetivo assumir o controlo da empresa-alvo (Moderno, 2016).

A identificação de uma aquisição ou OPA como amigável ou hostil depende do consentimento da empresa-alvo relativamente ao negócio (Moderno, 2016; Rompotis, 2015).

A aquisição, normalmente, apresenta um conjunto de aspetos que são necessários ter em conta, tais como, as táticas para realizar a aquisição, qual o preço base e limite que a empresa compradora está disposta a pagar e quando estabelecer contacto com a empresa-alvo. Para que a aquisição se concretize, é necessário que a mesma seja aprovada pelos sócios/acionistas (Ross et al., 2015).

De acordo com Roberts et al. (2010), uma aquisição amigável ocorre quando a empresa-alvo se encontra disposta a ser adquirida e por isso, há um acordo entre ambas, visto que a empresa-alvo percebe a aquisição como uma oportunidade para desenvolver o seu conhecimento em novas áreas e utilizar os recursos provenientes da empresa adquirente. Normalmente, isto acontece no caso de pequenas empresas de sucesso que desejam expandir-se, mas que não conseguem por falta de capital, pelo que esta lacuna pode, eventualmente, ser corrigida por uma empresa que se encontre disposta a fornecer o investimento necessário (Moderno, 2016).

Por outro lado, a aquisição pode ser designada hostil quando a empresa-alvo se opõe à aquisição na medida em que esta se verifica contrária à sua estratégia (Moderno, 2016). Para evitar este tipo de situação, a empresa-alvo deve procurar uma empresa com a qual preferia se fundir (Roberts et al., 2010; Rompotis, 2015).

No caso de uma aquisição hostil, a empresa adquirida pode optar por realizar uma contra-OPA, ou seja, realiza uma oferta de aquisição sobre a empresa adquirente (Moderno, 2016). Por outro lado, a empresa adquirente pode optar por comprar uma quantidade elevada de

ações da empresa-alvo no mercado. Contudo, assim que compras avultadas forem detetadas, o preço das ações da empresa-alvo irá aumentar. Deste modo, para evitar o aumento do preço das ações, a empresa adquirente pode optar por comprar o maior número de ações num curto período temporal (Roberts et al., 2010).

No entanto, verifica-se pouco provável que a aquisição seja realizada deste modo, por isso, a empresa adquirente pode optar por efetuar uma oferta de aquisição, oferta executada diretamente aos sócios/acionistas de modo a comprar ações a um prémio superior ao valor de mercado. A empresa adquirente não necessita de possuir a totalidade das ações da empresa-alvo para obter o seu controlo. Este pode ser conseguido com um número reduzido de ações na medida em que “se a adquirente conseguir ações suficientes para eleger a maioria do conselho de administração, eles podem indicar os gestores que ela deseja, e o controle efetivo, muitas vezes, pode ser conseguido com menos que uma maioria” (Ross et al., 2015, p. 1054).

O conceito presente consta do direito de voto, que se encontra no art. 190.º do CSC e que menciona que a cada sócio pertence um voto, exceto se outro critério for estipulado no contrato de sociedade. Assim, se a empresa adquirente conseguir, por exemplo, o voto de 3 sócios entre 5, apresenta um direito de voto superior e por isso o direito de posse para proceder à aquisição.

Posteriormente, a empresa adquirente propõe uma fusão de modo a obter as restantes ações, tornando a transação amigável, sendo esta denominada de fusão de limpeza (Ross et al., 2015).

Tanto nas aquisições amigáveis quanto nas hostis, a decisão de vender ou não as ações da empresa-alvo é dos sócios/acionistas. Se todos ou uma grande proporção dos sócios/acionistas concordarem em vender as suas ações, a propriedade será transferida para a empresa adquirente. Os sócios/acionistas geralmente concordam com a fusão se forem recomendados pelo conselho de administração e se de facto lucrarem com o negócio. Podem assim surgir vários tipos de acordos aquando da transação, ou seja, a empresa adquirente pode oferecer dinheiro ou as suas próprias ações em troca de ações da empresa-alvo. As transações em dinheiro oferecem aos sócios/acionistas um lucro potencial imediato, enquanto que as ações oferecem um investimento a longo prazo (Roberts et al., 2010).

Uma vez que o tópico relativo a F&A já se encontra apropriadamente explícito, verifica-se indispensável o conhecimento dos motivos que conduzem à realização deste tipo de operações, que será abordado no tópico seguinte.

1.5 Motivações

Ao longo do seu percurso as empresas apresentam um objetivo primordial, o sucesso. Para obter o sucesso é necessário estipular um conjunto de objetivos ou metas que se pretendem alcançar. No entanto, para conseguir concretizar determinados objetivos, os recursos internos não se verificam suficientes, pelo que, nestes casos é necessário alargar os horizontes e analisar recursos externos possíveis, através das F&A que, grande parte das vezes, se verificam indispensáveis para alcançar o sucesso empresarial. Assim, denota-se que este tipo de operações económicas são motivadas por um conjunto de aspetos, na sua maioria económicos.

Segundo Rasmussen (1989), referido por Baldé (2016), as F&A proporcionam o crescimento e expansão das empresas, permitindo a sua inclusão em novos mercados sem ser necessário esperar pela maturidade dos investimentos internos.

De acordo com Santos e Moura (2011), referidos por Baldé (2016), as F&A traduzem rapidez no processo de crescimento empresarial, permitem contornar barreiras culturais e de informação e possibilitam a aquisição de conhecimentos, competências e novas tecnologias, conduzindo a uma melhoria do desempenho financeiro.

Deste modo, este subcapítulo irá abordar as várias motivações económicas que se encontram na base da realização deste tipo de operações.

1.5.1 Motivações Económicas / Outras Motivações

Brandão (2015) remete para a realização de F&A na medida em que estas operações proporcionam às empresas um aumento da sua robustez e competitividade. Brealey et al. (2011), referido por Brandão (2015), assim como Ferreira (2002), Silva (2015), Silva (2016), Ross et al. (2015), e Vazirani (2015) destacam um conjunto de motivos que conduzem à realização de F&A, mais propriamente, a obtenção de economias de escala ao nível não só da partilha de informações como também de processos tecnológicos, conquista de quota de

mercado, aquisição de novas competências e recursos que irão complementar a sua atividade e custos financeiros mais reduzidos devido à conquista de garantias mútuas, procura de sinergias, aplicação de fundos excedentários, eliminação de ineficiências ao nível da gestão, aproveitamento de benefícios fiscais, maximização da eficiência operacional, entrada em mercados geográficos novos, integração vertical, substituição dos gestores da empresa-alvo, diversificação de investimentos e, por fim, construção de um império, aumentando o seu poder e influência no mercado, à medida que conquistam prestígio.

No entanto, Silva (2015) menciona que as F&A não apresentam apenas benefícios para as empresas envolvidas, na medida em que existem determinados fatores que proporcionam determinados problemas, tais como os choques culturais, incapacidade de realizar economias de escala ou sinergias, fuga de clientes e a diversificação.

Assim, de modo conciso, irá ser realizada uma breve explicação de algumas das motivações especificadas anteriormente.

1.5.1.1 Sinergia

Segundo Ross et al. (2015), Silva (2015), Silva (2016) e Vazirani (2015), há evidência de sinergia quando o valor da empresa resultante da fusão é superior à soma do valor de cada uma das empresas individualmente, o que pode dar origem a aumento de rendimentos, redução de gastos e de custos fiscais e de capital.

$$\textit{Sinergia} = V_{AB} - (V_A + V_B) \tag{3}$$

As sinergias podem ser classificadas em sinergias operacionais e financeiras de acordo com Brandão (2015), Moderno (2016) e Rabier (2017). Segundo os autores, as sinergias operacionais consistem em ganhos alcançados através da combinação de recursos da empresa adquirente e da empresa-alvo, o que permite aumentar o resultado operacional dos ativos. Este tipo de sinergia é classificada em diferentes categorias como, economias de escala, maior poder de fixação de preços, combinação de diferentes fatores funcionais e crescimento num novo ou já existente mercado. No que concerne às sinergias financeiras estas são alcançadas através de ganhos conseguidos mediante a combinação da estrutura financeira de ambas as empresas, de modo a que o seu retorno se verifique num menor custo de capital, maiores fluxos de caixa, diversificação e determinados benefícios fiscais.

1.5.1.2 Aumento da quota de mercado

Ferreira (2002), Silva (2015) e Silva (2016) referem a obtenção de quota de mercado como um motivo para este tipo de operações na medida em que quanto maior a dimensão das empresas, que pode ser conseguida através deste tipo de operações, maior a possibilidade de redução de custos o que origina um aumento dos resultados.

Para Silva (2016), o aumento da quota de mercado, é conseguido através de F&A horizontais, ou seja, uma empresa adquire outra que se encontra no mesmo setor de atividade de modo a eliminar a concorrência e, conseqüentemente, obter uma posição superior face aos restantes elementos que compõem o mercado.

A obtenção de quota de mercado devido a eliminação de concorrência, associada a uma melhoria a nível do *marketing* e benefícios estratégicos, irá resultar num aumento das receitas e, conseqüentemente numa maior remuneração para os gestores (Ferreira, 2002; Ross et al., 2015).

1.5.1.3 Maximização da eficiência operacional

Silva (2016) refere que para conseguir obter a maximização da eficiência operacional é necessário proceder à redução dos custos operacionais, otimizando os recursos empresariais, sendo que estes objetivos são conseguidos através de economias de escala e economias de gama. Por um lado, as economias de escala encontram-se diretamente relacionadas com os custos fixos suportados pela empresa, pelo que se verifica necessário estudar esses custos de modo a obter estratégias para redução dos mesmos. No entanto, ainda segundo Silva (2016, p.72) esta redução nem sempre é possível, pelo que, por vezes, a única solução é aumentar a capacidade produtiva da empresa, o que irá permitir uma maior distribuição desses custos, isto é, “a empresa passa a produzir mais e a gerar mais receitas sem que a esse acréscimo corresponda um aumento proporcional do nível de custos fixos (...)”, obtendo assim economias de escala. Em suma, “as economias de escala ocorrem quando o custo total médio da produção reduz com o aumento da quantidade total produzida, provocado pela expansão da capacidade de produção da empresa” (Mata, 2007, referido por Baldé, 2016, p. 11). Por outro lado, as economias de gama estão diretamente relacionadas com o aumento da diversificação de produtos e serviços disponibilizados pela empresa, resultando numa redução de custos (Silva, 2016).

Para além da redução de custos, Ross et al. (2015) afirmam que esta maximização é conseguida também através de economias de integração vertical, de modo a complementarem as suas atividades; transferência de tecnologia com vista à melhoria de desempenho da empresa; aquisição de recursos complementares; e eliminação de administração ineficiente visto que, por vezes, alguns administradores impedem o aumento de eficiência empresarial e, conseqüentemente, o aumento de valor da mesma.

1.5.1.4 Redução das necessidades de capital e partilha de recursos complementares

Silva (2016) declara que a partilha de recursos complementares provém de empresas cujas atividades se complementam e cuja fusão é vantajosa para ambas dado que aumentam o número de recursos, o que leva a uma diminuição de custos.

Aquando da fusão de empresas, é necessário proceder-se a uma redução das necessidades de capital que se prende com a racionalização das atividades e infraestruturas que se encontram em duplicado de modo a tornar a empresa mais eficiente (Ross et al., 2015).

Quer a diminuição de custos como a redução das necessidades de capital têm como consequência o aumento do valor da empresa resultante da fusão (Silva, 2016).

1.5.1.5 Expansão do mercado

A entrada de empresas em mercados geográficos diferentes, ou expansão do mercado em que operam, verifica-se indispensável quando pretendem alcançar o sucesso por meio da diversificação e diferenciação. Este é um objetivo que se verifica cada vez mais distante devido à globalização. No entanto, verifica-se praticável através de crescimento interno (criação de uma nova estrutura no setor de atividade que pretende iniciar) ou externo (fusão ou aquisição com uma empresa que já apresente estrutura nesse setor). Para conseguir explorar novos mercado através do crescimento interno é necessário obter experiência e determinados conhecimentos na área que não são realizáveis num curto prazo, sendo que a melhor solução será optar pelo crescimento externo. Assim, através das F&A, as empresas conseguem aumentar a dinamização das suas atividades, o que lhes permite destacar-se perante a concorrência, antecipar-se às exigências de mercado, aumentando assim a probabilidade de sucesso e emergir para novos mercados, diversificando a sua carteira de investimentos (Silva, 2016; Vazirani, 2015).

1.5.1.6 Substituição dos gestores da empresa-alvo

Os negócios encontram-se em constante evolução, assim como os setores de atividade que os compõem. Desta forma, para acompanhar esta evolução, é necessário que os gestores se qualifiquem e apresentem um desempenho comparável a essa evolução. No entanto, a preocupação constante com o percurso evolutivo dos negócios nem sempre se verifica pelo que esta situação motiva a fusão de empresas. Desta forma, uma empresa adquire outra com o intuito de substituir os gestores da mesma, na medida em que a empresa adquirente possui gestores com uma qualificação superior aos da empresa adquirida e irá proceder à sua substituição de modo a aumentar o valor da empresa resultante da fusão (Silva, 2016; Vazirani, 2015).

Ferreira (2002) exhibe o problema da agência como um dos motivos para a realização de fusões, havendo substituição dos gestores da empresa-alvo e, deste modo, resolução deste tipo de conflitos em favor dos sócios/acionistas.

CAPÍTULO II – CRIAÇÃO DE VALOR

2 Fundamentação Teórica

A criação de valor tendo por base F&A constitui um fenómeno de estudo extensivo na literatura, na medida em que parte das empresas que realizam estas operações económicas revelam tendência para a sua destruição, contrariamente à sua criação. Contudo, os estudos não se verificam consensuais sobre o que mais vigora.

Este capítulo tem como objetivo desenvolver o tema da criação de valor associado a F&A, pelo que, inicialmente, será efetuada uma abordagem relativamente a conceitos base como valor e criação de valor, seguindo-se do tipo de decisões que conduzem à criação de valor bem como os fatores relevantes para a sua criação, tendo por base indicadores económicos.

2.1 Criação de Valor – conceitos

A expressão criação de valor desmitifica-se em duas palavras fundamentais, criação e valor. No que concerne à palavra valor, Perez e Famá (2004) referidos por Brito (2017) referem que o conceito de valor se demonstra relativo devido à sua dependência em múltiplos fatores. Deste modo, Brito (2017) declara que o valor de uma empresa consiste no equilíbrio entre o valor que o comprador se demonstra disposto a pagar pela aquisição, considerando o valor acrescentado que esta compra lhe poderá conceder no futuro, e o valor que o vendedor se predispõe a aceitar como preço. A palavra valor pode ter duas aceções distintas, como valor de uso ou valor de troca. Segundo Neves (2002) referido por Brito (2017), valor de uso transmite a utilidade que determinado ativo apresenta para o seu proprietário enquanto que valor de troca reflete a quantidade de bens ou unidades monetárias pelo qual o referido ativo se pode permutar.

O conceito de valor apresenta-se, diversas vezes, associado ao conceito de preço. Esta ligação verifica-se incorreta uma vez que o preço consiste na “ (...) quantidade acordada entre o vendedor e o comprador, na transação de uma empresa (...) ”, refletindo um valor em concreto, enquanto que o valor de uma empresa se traduz numa relação entre as partes interessadas, pelo que se demonstra subjetivo. O preço revela-se como a expressão em termos monetários dessa relação (Brito, 2017, p.3).

De acordo com Damodaran (2002, p.25), “o valor de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa esperados, descontados a uma taxa que reflita tanto o risco dos projetos da empresa quanto o *mix* de financiamentos utilizada para financiá-los”.

No que concerne à palavra criação, esta verifica-se, neste contexto associada à palavra valor, sendo que a expressão criação de valor consiste no objetivo primordial de qualquer empresa, conjuntamente com a criação de riqueza para os seus proprietários.

“A riqueza económica é criada sempre que o retorno de um investimento for capaz de produzir um retorno maior que a remuneração mínima exigida para o investimento, acrescentando valor ao negócio” (Galvão, 2017, p.4).

Galvão (2017, p.8), referindo Rodrigues et al. (2016), define criação de valor como “ (...) o processo de aumento, diminuição e transformação de elementos definidos como capitais de acordo com a visão, missão, valores e capitais da organização”.

Pereira (2017) menciona que a criação de valor pode ser analisada do ponto de vista empresarial ou contabilístico. Por um lado, quando se realiza uma análise do ponto de vista empresarial a criação de valor baseia-se no valor para os clientes, ou seja, quanto maior a utilidade para o cliente, maior será a vantagem competitiva e, por sua vez, maior será a riqueza para os sócios/acionistas, visto que as receitas operacionais superam todos os gastos incorridos, incluindo o custo de oportunidade do capital próprio (Galvão, 2017). Copeland et al. (2000), referidos por Galvão (2017), referem que a criação de valor para o sócio/acionista beneficia não apenas os sócios/acionistas como também os *stakeholders*, por exemplo, clientes, funcionários, investidores, fornecedores, bem como a própria sociedade. Por outro lado, quando se analisa do ponto de vista contabilístico, a criação de valor reflete-se no valor do capital próprio constante no balanço, de acordo com Teh, Kayo e Kimura (2008) referidos por Pereira (2017).

Ferreira (2002, p.31) menciona que “uma organização só consegue criar valor se o rendimento obtido do capital investido for superior ao seu custo”, ou seja, se ao resultado operacional líquido for deduzido o valor correspondente ao custo de capital utilizado para originar rendimento, e o resultado desta diferença se verificar positivo, denota-se criação de valor para a empresa.

Assim, a empresa deve optar por estratégias que “ (...) maximizem o valor dos *cash-flows* presentes ou o lucro económico” (Pereira, 2017, p.19).

Após a distinção e clarificação dos conceitos de valor e de criação de valor, demonstra-se pertinente conhecer a criação de valor através de F&A.

2.2 Criação de valor nas F&A

Segundo Ferreira (2002), a criação de valor pressupõe uma das seguintes decisões:

- Crescimento ou expansão, onde os investimentos realizados possibilitem a obtenção de rendimentos superiores ao custo do capital;
- Ganhos de eficiência, obtidos através de economias de escala ou gama, que proporcionam a redução dos custos operacionais e um conseqüente aumento dos resultados;
- Reestruturação, na medida em que a estrutura da empresa já não se verifica eficiente e, portanto, os rendimentos demonstram-se insuficientes para cobrir o custo de capital.

O crescimento ou expansão de uma empresa, bem como estratégias para obtenção de ganhos de eficiência, resultam de reestruturações de uma empresa, que consistem em alterações que têm como objetivo primordial a conquista de melhorias significativas que promovem o desempenho e criação de valor. As reestruturações de empresas compreendem, por exemplo, F&A (Ferreira, 2002).

Andriuskevicius (2019) declara que a criação de valor é o principal objetivo das F&A, consistindo na força motriz de integração económica global.

Segundo Brandão (2015), citando Rappaport (2007, p.27), a criação de valor para o sócio/acionista constitui a única responsabilidade da empresa. Contudo, surgem opiniões diferentes, pelo que o autor refere Ferreira (2004) para defender que o valor deve ser criado tendo em conta não apenas os sócios/acionistas da empresa como também os seus gestores, funcionários, fornecedores e clientes.

De acordo com Hitt, King, Krishnan, Makri, Schijven, Shimizu e Zhu (2012) a criação de valor é averiguada através de sinergias, um dos principais motivos referidos anteriormente para a realização de F&A estratégicas. Assim, segundo Chadam e Pastuszak (2013) referidos por Aevoae (2018) verifica-se necessário identificar as condições a serem cumpridas para aumentar o nível de sinergia ou otimizar os processos conducentes à sua realização. As sinergias são alcançadas através da seleção de empresas-alvo com capacidades complementares às da empresa adquirente bem como aquisições que fornecem novos conhecimentos à empresa adquirente, aprimorando a sua posição competitiva e, conseqüentemente criando valor. Contudo, por vezes as empresas apresentam incapacidade

na criação de sinergias devido ao pagamento do prémio pela empresa-alvo demasiado elevado, seleção de alvos inapropriados bem como processos de integração ineficazes (Hitt et al., 2012). Assim, de acordo com a literatura de Hitt et al. (2001a) e King et al. (2004) referidos por Hitt et al. (2012), a criação de valor é conseguida por um número reduzido de empresas, sendo que os resultados para a empresa adquirente se verificam próximos de zero.

De acordo com o estudo realizado por Fernandes (2013), e tendo por base o momento do anúncio da fusão ou aquisição, o autor analisou as rendibilidades diárias das empresas e dos mercados do continente Europeu através de um conjunto de variáveis, e, posteriormente verificou se as F&A criam valor para as empresas compradoras e para as empresas-alvo, quer de forma individual, quer ao nível da empresa como um todo. Através deste estudo, o autor comprovou que, tal como em estudos anteriores, as F&A criaram valor para os sócios/acionistas das empresas incluídas na operação, o que se verifica relativamente consensual.

De acordo com Brunner (2003) e Martynova e Reneboog (2008), expostos por Fernandes (2013) e Silva, Kayo e Nardi (2016), as F&A criam valor quando a empresa é abordada como um resultado combinado de ambas as entidades inseridas no processo de F&A, e não separadamente.

Contudo, quando o objetivo é verificar se as F&A criam valor para as empresas adquirentes, a literatura revela-se controversa.

Andriuskevicius (2019) revela que a maioria dos estudos económicos confirma que, normalmente, as aquisições não se revelam benéficas para as empresas adquirentes, mas sim para as empresas adquiridas.

Segundo o estudo realizado por Brandão (2015), que pretendia estudar a criação de valor através da realização de fusão por incorporação, tendo como amostra a Lusitânia Companhia de Seguros, S.A, o autor concluiu que as F&A na atividade seguradora apontam para a perda de valor das empresas adquirentes.

Conforme o estudo realizado por Andriuskevicius (2019), e baseando-se numa metodologia de estudo de eventos na UE (28/15/13 países) de forma a determinar se há um efeito anormal no preço das ações relacionado com o anúncio das F&A de empresas que aderiram à UE antes de 2004, durante e após 2004, o autor conclui que as F&A aumentam o valor da empresa adquirente e no curto período de tempo após o anúncio da F&A, o preço das ações

da empresa compradora mantém-se após o seu aumento no momento do anúncio da transação.

Brealey et al. (2007) mencionam que as empresas-alvo apresentam ganhos superiores comparativamente com as empresas adquirentes, isto devido à dimensão das empresas adquirentes, na medida em que existem benefícios para a entidade adquirida aquando da distribuição dos lucros resultantes da fusão e, devido à concorrência entre os potenciais compradores visto que quando surge uma oferta de aquisição os restantes compradores devem cobrir a oferta o que irá resultar em ganhos para a empresa-alvo. Num estudo efetuado por Andrade, Mitchell e Stafford (2001) nos EUA, referidos por Brealey et al. (2007), os sócios/acionistas da empresa-alvo apresentam um ganho de cerca de 16% após a oferta de aquisição, sendo que o valor das empresas como um todo apresenta um aumento de 2%, em média, após fusão.

Em harmonia com o referido, Silva et al. (2016) remetem para a incorporação dos ganhos provenientes de F&A apenas pela empresa-alvo, sendo que o retorno anormal para as empresas adquirentes não costuma ser, em média, estatisticamente diferente de zero, podendo ser negativo segundo Andrade, Mitchell e Stafford (2001), Copeland, Weslon e Shastri (2003) e Bruner (2004) referidos por Silva et al. (2016) e Renneboog e Vansteenkiste (2019), exceto na data de anúncio das transações, declarado por Simões, Macedo-Soares, Klotzle e Pinto (2012), mencionados por Silva et al. (2016).

De acordo com o estudo de Rodrigues (1998) referido por Assunção (2016), e tendo por base a literatura de Fernandes (2013), os sócios/acionistas das empresas adquirentes apresentam retornos negativos ou muito próximos de zero, contrariamente aos sócios/acionistas da empresa adquirida que obtêm retornos positivos, durante os primeiros anos seguintes à fusão ou aquisição.

Segundo Kayo, Patrocínio e Martin (2009), são duas as teorias que explicam este fenómeno: a teoria da agência, referida por Jensen (1986), e a teoria de *hubris*, referida por Roll (1986). A teoria da agência reflete o conflito de interesses entre os gestores da empresa e os sócios/acionistas, pelo que os gestores realizam operações incentivadas pelos seus interesses e que conduzem em perdas para os sócios/acionistas da mesma. Por outro lado, a teoria de *hubris* caracteriza-se por F&A serem realizadas por erros de avaliação, ou seja, quando os gestores da empresa compradora sobrevalorizam a empresa-alvo. No que diz respeito à empresa adquirente, enquanto que a sinergia é um motivo que proporciona criação de valor,

as teorias anteriormente descritas conduzem à destruição de valor porque são consequência de problemas de gestão da empresa adquirente. Relativamente à empresa adquirida, quer as sinergias, quer as F&A que apresentam como motivos as teorias referidas, conduzem a um acréscimo de valor para a mesma.

Consoante o estudo de eventos realizado por Romano e Almeida (2015) no Brasil de modo a analisar o comportamento dos retornos extraordinários em oito eventos selecionados em diferentes subperíodos para ambas as empresas integrantes da fusão (Sadia e Perdigão – nova BRF, S.A) e para os seus principais concorrentes, o mesmo revelou evidências de retornos extraordinários positivos e estatisticamente significativos para ambas, sendo que os da empresa adquirida foram superiores aos da adquirente. O resultado contraria a regularidade de retornos próximos de zero para empresas adquirentes.

Assim, na medida em que já se encontra analisada a criação de valor em F&A é necessário identificar o conjunto de indicadores que influenciam a criação ou destruição de valor para as empresas.

2.3 Análise de criação de valor das empresas

A análise de criação de valor remete para a avaliação de desempenho económico e financeiro, que em períodos anteriores se denotava um conceito unidimensional e com uma abrangência reduzida na medida em que apenas considerava informação financeira para avaliar o desempenho, adotando a regra de que o que não é possível de ser medido não se verifica possível de ser gerido, assim como a máxima de que a criação de valor se destinava única e exclusivamente ao sócio/acionista (Rodrigues, 2010).

De acordo com Lebas e Euske (2002), referidos por Rodrigues (2010, p.46), “(...) o desempenho corresponde ao potencial de criação de valor, relativo a um dado período de tempo”.

2.3.1 Avaliação de desempenho

Segundo Lorino (1997) mencionado por Rodrigues (2010), o desempenho encontra-se diretamente relacionado com o alcance dos objetivos estratégicos da empresa, isto é, o sucesso de uma determinada ação ou plano de ação.

O desempenho é influenciado positivamente pela estrutura colaborativa (confiança, partilha de informações, entre outros), intensidade competitiva (capacidade de implementar mudanças necessárias face a outros concorrentes), e pela gestão de processos (gestão de um conjunto de atividades que permitem atingir determinados objetivos), mencionando Antony e Bhattacharyya (2010) referidos por Alinejad e Anvari (2019).

Segundo Klovienė (2012), referido por Narkunienė e Ulbinaitė (2018), avaliação de desempenho consiste num processo amplo e multifuncional que combina os principais indicadores de desempenho, garante o processo de gestão da empresa, criação de valor, agilidade e permite a melhoria e o crescimento de uma empresa.

Deste modo, quando se realizam operações económicas como F&A, o seu desempenho ou, neste contexto, a criação de valor, mede-se através do seu sucesso, o que, de acordo com estudos realizados anteriormente, como Hitt et al. (2012) e Calipha, Tarba e Brock (2010), ainda se demonstra um processo complexo visto que para quantificar a criação de valor é necessário recorrer a determinados indicadores, a determinadas variáveis sobre as quais a literatura não se verifica coerente.

2.3.2 Fatores quantificadores de criação de valor

A criação de valor pode ser analisada segundo sinergias, como referido anteriormente, mas autores como Kayo et al. (2009) e Renneboog e Vansteenkiste (2019) argumentam que esta pode ser analisada através dos retornos das empresas.

De acordo com Fuller et al. (2002), Conn et al. (2005) e Capron e Shen, (2007) referidos por Renneboog e Vansteenkiste (2019), os retornos de curto prazo do anúncio da empresa adquirente são tipicamente negativos para empresas grandes e públicas, embora sejam significativamente positivos para empresas pequenas e privadas.

Para além das sinergias e dos retornos referidos, existem determinados fatores que se demonstram significativos aquando da análise da criação de valor, determinando o seu sucesso ou insucesso dependendo da forma como são aplicados.

Deste modo, e após análise de um conjunto extensivo de estudos relativos a fatores de sucesso em F&A, destacam-se os seguintes indicadores:

- Diversificação - Holl et al. (2011) mencionados por Aevoae (2018); Gadiesh e Osmiston (2002) expostos por Aggarwal–Gupta, Kumar e Upadhyayula (2012); Kitching (1967), Lubatkin e Lane (1996), Park (2003) e Porter (1985) referidos por Calipha et al. (2010); Hitt et al. (2012); Lubatkin (1983), Lubatkin (1987), Ramaswamy (1997) e Singh e Montgomery (1987) referidos por Iankova (2014); Daga (2007), Jensen (1986), Morck et al. (1990) e Nail et al. (1998) referidos por Leepsa e Mishra (2014); Zenner et al. (2003) expostos por Pereira (2017); Renneboog e Vansteenkiste (2019); e Anand e Singh (1997) e Walker (2000) mencionados por Yaghoubi, Yaghoubi, Locke e Gibb (2016). Segundo os autores referidos, a diversificação de empresas para negócios divergentes da sua própria atividade não contribui favoravelmente para a criação de valor na medida em que comporta mais riscos e, deste modo pode levar ao insucesso destas operações. Assim, as F&A verticais e horizontais relacionadas apresentam uma *performance* económica e financeira superior devido a economias de escala e de gama comparativamente a aquisições entre indústrias distintas visto que no primeiro caso existe uma maior probabilidade de ter habilidades e recursos necessários para operar e integrar a empresa-alvo, o que afeta os retornos anormais, sendo que o retorno da empresa-alvo é inferior ao da adquirente. Destaca-se assim uma relação positiva entre relação industrial e o retorno da aquisição. Os autores ainda defendem que diversificar em negócios relacionados, ampliar a gama de produtos ou tecnologias, redefinir negócios para atender às mudanças nas necessidades ambientais ou tecnológicas consistem em medidas que incrementam o sucesso deste tipo de operações.
- Dimensão – Palepu (1986) e Walter (1994), referidos por Erdogan (2012); Hitt et al. (2012); Asquith et al. (1983), Bild et al. (2002), Depamphilis (2010), Frick e Torres (2002), Gell et al. (2008), Gorton et al. (2009), Hackbarth e Morellec (2008), Kumar (2009), Moeller et al. (2004), e Selcuk e Yilmaz (2011), referidos por Leepsa e Mishra (2014); Vinogradova (2018) e Yaghoubi et al. (2016). De acordo com os autores, a dimensão das empresas envolvidas constitui um fator relevante na medida em que se a empresa-alvo for muito inferior à empresa adquirente é improvável que isso afete a criação de valor mas à medida que a diferença diminui, a influência potencial sobre a criação de valor aumenta, sendo que quando duas empresas têm um tamanho semelhante, geralmente há perda de valor visto que o retorno dos compradores de tamanho médio diminui à medida que o tamanho relativo da

empresa-alvo aumenta. Quanto maior uma empresa-alvo, maiores serão os custos de aquisição para a empresa adquirente, logo, menores benefícios e, por isso, menor criação de valor, podendo resultar em perda de valor. Denota-se um retorno inferior para empresas de maior dimensão, reduzindo a sua probabilidade de sucesso e um retorno superior para pequenos adquirentes.

- Experiência – Cuypers, Cuypers e Martin (2017); Hitt et al. (2012); Beckman e Haunschild (2002), Capron e Pistre (2002), Hayward (2002), Morall (1996), Seth, Song e Pettit (2002), Zollo e Singh (2004), mencionados por Iankova (2014); Patrick et al. (2003) e Phelan e Mantecon (2005) exposto por Leepsa e Mishra (2014); Haleblian e Finkelstein (1999) e Hayward (2002) referidos por Yaghoubi et al. (2016) defendem que empresas adquirentes com pouca ou nenhuma experiência apresentam maior probabilidade de criação de valor do que adquirentes experientes. Contudo, os restantes autores mencionados defendem que a experiência em F&A pode incrementar a capacidade para realização de F&A eficazes, visto que afeta não só o potencial para criação de valor como também a distribuição do mesmo. Quando se realizam aquisições cujos alvos são empresas privadas e cujos adquirentes são empresas públicas, o adquirente obtém um valor superior comparativamente ao alvo devido à experiência e, consequentes habilidades de negociação que permitem a reivindicação de valor. Deste modo, para estes autores, a experiência é classificada como um preditor positivo do desempenho pós-fusão.
- Tipo de Transação (Fusão vs Aquisição) – Mastracchio e Zunitich (2002) referidos por Leepsa e Mishra (2014) defendem que as fusões apresentam melhores resultados comparativamente às aquisições, uma vez que uma fusão não necessita de uma contrapartida em numerário; pode resultar, eventualmente, redução de impostos para ambas as empresas no caso de a empresa adquirida apresentar prejuízos; permite que os sócios/acionistas de empresas menores obtenham uma porção menor de uma empresa maior, aumentando o seu capital próprio; e permite que o adquirente evite muitos dos aspetos dispendiosos e demorados das compras de ativos.

- Liquidez, Rendibilidade e Alavancagem – Song e Walkling (1993) mencionados por Erdogan (2012); Leepsa e Mishra (2014); Queirós, Mota, Silva, Pereira e Resende (2020). Quanto à liquidez, medida pela liquidez geral e liquidez reduzida, esta indica a capacidade da empresa liquidar os seus compromissos de curto prazo, sendo que quanto menor, pior será o desempenho das empresas pós-fusão. No que concerne à rendibilidade, medida pelo retorno sobre o investimento, rendibilidade dos capitais próprios, rendibilidade do ativo e margem bruta das vendas, esta influencia positivamente o desempenho das empresas. “Os rácios de rendibilidade medem a eficiência com que a empresa utiliza os capitais à sua disposição e a sua capacidade em gerar resultados” (Queirós et al.,2020, p.67). Em relação à alavancagem, medida pela cobertura de juros e endividamento, um baixo índice de endividamento pode ser visto como um sinal de gestão incompetente e o potencial adquirente pode esperar aumentar o valor assumindo a dívida adicional quando o controlo for obtido segundo Song e Walkling (1993) referidos por Erdogan (2012), e Leepsa e Mishra (2014).
- Modo de Pagamento – Hitt et al. (2012); Amihud et al. (2012) e Travlos (2012) referidos por Fernandes (2013); Hay-Ward (2003) e Kooli e L’Her (2004) referidos por Iankova (2014); Carline et al. (2004), Chang (2002), Depamphilis (2010), Frederikslust et al. (2005), Healy et al. (1992), Heron e Lie (2002), Kaplan e Weisbach (2012), Linn e Switzer (2001), Martynova e Renneboog (2008), Megginson et al. (2004), Officer et al. (2009), Pautler (2001), Shleifer e Vishny (2003), mencionados por Leepsa e Mishra (2014); Zenner et al. (2003) referidos por Pereira (2017); Bhagat et al. (2005), Fu, Lin e Officer (2013), Loughran e Vijh (1997), Myers e Majluf (1984) e Savor e Lu (2009), mencionados por Renneboog e Vansteenkiste (2019); Heron e Lie (2002), Sudarsanam e Mahate (2003), e Travlos (1987) expostos por Vinogradova (2018); Amihud et al. (1990) e Travlos (1987) referidos por Yaghoubi et al. (2016). O meio de pagamento retrata um fator significativo. O desempenho das empresas nas F&A verifica-se superior quando as empresas adquirentes não recorrem a instituições de crédito nem financiam os seus negócios através de ações. As ofertas em numerário geralmente resultam em retornos de anúncio mais altos para o alvo e para o adquirente em relação às ofertas de ações devido à supervalorização do adquirente no caso de a oferta ser em ações.

- Desempenho pré F&A da empresa adquirente – Hitt et al. (2012) defendem que o alto desempenho da empresa compradora em anos anteriores tem sido demonstrado como um preditor positivo de criação de valor nas aquisições, pelo que sugere uma boa gestão e por isso os gestores têm mais probabilidade de implementar aquisições que criem valor.
- Cultura – Brock (2005), Cartwright e Price (2003), Hofstede (1980), Li e Guisinger (1991), Shimizu et al. (2004) e Stahl, Mendenhall e Weber (2005) referidos por Calipha et al. (2010); Brock et al. (2005), Carwright e Cooper (1993), Lodorfo e Boateng (2006) e Weber (1996) referidos por Filipovic, Sapunar e Sapunar (2011); Hitt et al. (2012); Hofstede (1980), Stahl e Voigt (2004) e referidos por Iankova (2014); Yaghoubi et al. (2016). Os autores remetem para uma maior dificuldade de criação de valor quando existem diferenças culturais na medida em que estas impedem a integração e aumentam os custos de aquisição, provocando o insucesso das F&A.
- Reservas em dinheiro – Harford (1999) referido por Yaghoubi et al. (2016) argumenta que estas reservas influenciam negativamente a *performance* operacional da empresa adquirente. Empresas adquirentes com maiores reservas em dinheiro apresentam uma maior probabilidade de tomarem decisões de investimento que irão proporcionar destruição de valor, o que conseqüentemente levará a um decréscimo do preço das ações.
- Categoria da empresa-alvo (pública ou privada) – Guimarães (2012); Bradley e Sundaram (2004) e Croci (2007) referidos por Renneboog e Vansteenkiste (2019); Maksimovic, Phillips e Yang (2013) e Yaghoubi et al. (2016) defendem que aquisições de empresas públicas (cujo proprietário é o Estado) apresentam uma performance superior relativamente às aquisições de empresas privadas ou de ativos (cujo proprietário é um indivíduo singular ou pessoa jurídica). Pelo contrário, Zenner et al. (2003) referidos por Pereira (2017) concluem que as aquisições de empresas privadas ou de ativos apresentam resultados mais satisfatórios quando comparadas com aquisições de empresas públicas, essencialmente quando analisadas a longo prazo.

- Fase de realização de aquisições – Zenner et al. (2003) referidos por Pereira (2017) e Carow et al. (2004) referidos por Yaghoubi et al. (2016), referem que empresas que realizam aquisições durante a fase de crescimento do ciclo de vida de uma indústria apresentam uma maior probabilidade de melhorar o seu desempenho devido às oportunidades de desenvolvimento do mercado que surgem em períodos de crescimento. Assim, empresas adquirentes possuem taxas de crescimento baixas visto que já atingiram a maturidade e, de modo a incrementá-las e, conseqüentemente, criarem valor para o sócio/acionista, a estratégia que se verifica mais adequada será realização de F&A que proporcionem sinergias, adquirindo empresas em fase de crescimento.
- Aquisições em Série – Klasa e Stegemoller (2007) referidos por Renneboog e Vansteenkiste (2019) expõem que o desempenho da aquisição em série diminui à medida que a empresa aumenta a sua capacidade de aquisição devido ao excesso de confiança do gerente que leva a que subestime a sua capacidade de identificar lucros, empresas-alvo e criar sinergias, e dado que o conjunto de oportunidades de investimento da empresa diminui, especialmente para negócios pertencentes à mesma indústria. O esgotamento gradual de alvos interessantes induz a um desempenho inferior.
- Estratégia – Kitching (1967), referido por Calipha et al. (2010), menciona que a estratégia se subdivide em campo de golfe, quando a empresa aproveita uma oportunidade que surge acidentalmente, ou bola de cristal, quando se trata de uma decisão estratégica da empresa, sendo que esta última é a estratégia que apresenta sucesso na criação de valor.
- Preço pago pelo adquirente – Kitching (1967), Kusewitt (1985), Rappaport (1979), Severson (1989), Smith (1997) e Terry (1982), referidos por Calipha et al. (2010) declaram que o preço pago pela empresa adquirente também se verifica um elemento essencial no sucesso da empresa, sendo que quanto mais justo for esse preço, melhor será o desempenho financeiro da empresa adquirente. Caso o preço pago pela adquirida seja superior ao seu justo valor, o desempenho financeiro da empresa adquirente será inferior.

- Gestão de Recursos Humanos – Drucker (1981), Mirvis e Marks (1992), Schweiger et al. (1989) e Searby (1969) referidos por Calipha et al. (2010); Weber e Tarba (2010) referidos por Iankova (2014) revelam que a gestão de recursos humanos também é evidenciada como um indicador de desempenho da empresa na medida em que quanto maior o seu envolvimento no processo de F&A, maior a probabilidade de sucesso.
- Rotação do Ativo – Leepsa e Mishra (2014), assim como Queirós et al. (2020) definem a rotação do ativo como um indicador de funcionamento e de eficiência na medida em que quanto mais elevado o valor do rácio, melhor a aptidão da empresa ao nível da utilização de recursos, o que por sua vez contribui positivamente para a criação de valor.

De acordo com Hitt et al. (2012), as F&A são estratégias complexas e desafiadoras ao nível da sua implementação e conclusão pelo que a integração ineficaz constitui o principal motivo para as F&A não criarem valor.

Uma integração eficaz pós-fusão requer a análise de diferentes métodos de integração, levando em consideração o potencial sinérgico de ambas as empresas bem como as diferentes culturas, segundo Stahl e Voigt (2008) referidos por Aevoae (2018). Outros fatores que influenciam a integração são as práticas e os valores fundamentais da empresa-alvo, que levam à integração sociocultural e a integração de tarefas. Os processos envolvidos durante o processo pós-fusão são críticos para alcançar sinergias e *performance* ao longo do tempo (Aevoae, 2018).

3 Investigação Científica

A investigação científica decompõe-se em duas metodologias, quantitativa e qualitativa. A metodologia quantitativa, segundo Mussi, Mussi, Assunção e Nunes (2019), pressupõe um conjunto de objetos de investigação comparáveis através da utilização de indicadores numéricos que dizem respeito a determinado fenómeno que se pretende investigar, obtendo dados representativos e objetivos, desvalorizando a subjetividade e contribuindo para a identificação da presença de características isoladas. A metodologia qualitativa, de acordo com os autores anteriormente referidos, prende-se com a análise de relações, processos e fenómenos. Em conformidade com Bogdan e Biklen (1994), referidos por Leite, Silva e Martins (2018), a metodologia qualitativa consiste numa análise que privilegia a subjetividade relativa aos indivíduos que compõem a investigação. Segundo Leite et al. (2018), a pesquisa qualitativa baseia-se em técnicas de recolha e análise de dados, como, por exemplo, entrevistas e observação, de modo a compreender e explicar os fenómenos, na medida em que o principal objetivo deste tipo de metodologia consiste em interpretar o fenómeno que está a ser alvo de investigação.

Assim, e tendo em consideração o estudo que se pretende realizar, irá ser efetuada uma investigação quantitativa, utilizando indicadores representativos da criação de valor.

O principal objetivo da presente dissertação consiste em avaliar se as F&A afetam de forma positiva ou negativa o valor da empresa, tendo por base o índice de endividamento. A principal questão de investigação é “De que forma as Fusões e Aquisições influenciam o índice de endividamento das empresas envolvidas?”.

Tendo em conta o que se pretende, como objetivos secundários, podemos mencionar as particularidades que proporcionam o aumento do valor das empresas; analisar indicadores económico-financeiros como medidas de aumento de valor das empresas; e identificar os determinantes que proporcionam criação de valor. Efetuar-se-á uma pesquisa quantitativa, mais propriamente um estudo estatístico, com uma amostra de empresas portuguesas significativa de modo a analisar a evolução do valor das empresas aquando da operação económica e, qual a variável que apresentou uma maior relevância na alteração desse valor.

Pretende-se, deste modo, fornecer resposta às questões de investigação definidas:

Q₁: Quais as variáveis que podem explicar a criação de valor num processo de F&A?

Q₂: Qual o principal rácio que explica a criação de valor?

Q₃: Qual o grau de significância da principal variável explicativa?

De modo a cumprir os objetivos anteriormente mencionados, recorreu-se à informação contabilística de várias empresas portuguesas e selecionaram-se indicadores económico-financeiros que irão ser analisados e comparados no período de realização da operação económica.

De acordo com os fundamentos dos autores integrados na revisão da literatura, serão testadas as seguintes hipóteses:

H₁: As F&A criam valor para empresas que apresentam uma rendibilidade do ativo elevada.

H₂: As empresas revelam maior possibilidade de criação de valor quanto maior o nível de liquidez geral.

H₃: As F&A criam valor para o sócio/acionista, o que se verifica através da rendibilidade dos capitais próprios.

H₄: As F&A relacionadas (verticais e horizontais) apresentam uma *performance* superior às não relacionadas (conglomeradas e concêntricas).

H₅: As fusões revelam melhores resultados comparativamente às aquisições.

H₆: As F&A criam valor para as empresas que demonstram um índice de cobertura de juros positivo.

H₇: Há maior criação de valor quando o pagamento da operação se realiza em numerário.

3.1 Amostra

3.1.1 Constituição da amostra

A amostra do presente estudo é constituída por F&A domésticas em Portugal entre 1 de janeiro de 2014 a 31 de dezembro de 2018, isto é, por um período de cinco anos.

Devido à carência de uma base de dados com livre acesso que apresente todas as operações de concentração que de facto se realizaram em Portugal, a recolha da amostra foi efetuada através da análise dos processos de concentração anunciados na página da Autoridade da Concorrência (AdC). A AdC revela-se como uma entidade administrativa que possui poderes sobre a economia portuguesa para execução das regras de concorrência,

nomeadamente no que diz respeito ao supervisionamento e autorização das operações de concentração que possam ter impacto na livre concorrência (Autoridade da Concorrência, 2010).

3.1.2 Dificuldades na obtenção da amostra

Aquando da obtenção da amostra surgiram algumas dificuldades:

- A necessidade de confirmar se a operação ocorreu, na medida em que algumas das operações notificadas à AdC não se realizaram;
- A incoerência temporal entre a data de anúncio e respetiva aprovação pela AdC e a data de registo da operação, originando dúvidas relativamente ao ano a considerar, acabando por priorizar a data que consta no registo comercial (Instituto das tecnologias de informação na justiça, n.d);
- Identificação das operações de fusão, sendo que de modo a solucionar esta dificuldade, conjugou-se a base Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI), que será definida posteriormente, com as publicações do registo comercial.

3.1.3 Critérios a considerar na construção da amostra

Tendo em conta a informação recolhida na AdC, a amostra apresentava um total de 263 operações económicas, integrando 143 internacionais e 120 domésticas.

Da amostra inicial, e tendo em conta o estudo que se pretende realizar, foram definidos alguns critérios a considerar:

- Excluíram-se empresas internacionais visto que o objetivo era analisar as F&A em Portugal;
- Excluíram-se aquisições com fundos ou ativos de determinadas empresas, uma vez que esta situação não permite a identificação dos ativos adquiridos;
- Excluíram-se aquisições de empresas efetuadas por uma sociedade e um sócio/acionista individual;
- Excluíram-se aquisições cujo investimento financeiro do ativo era inferior a um ano;

- Excluíram-se operações em que se considerava haver conflito de interesses, ou seja, no caso de operações cujas empresas envolvidas apenas apresentavam membros do conselho de administração em comum mas não procediam a aquisições ou fusões;
- Excluíram-se empresas sobre as quais o acesso às mesmas era restrito;
- Excluíram-se empresas cujas aquisições se verificaram apenas de forma indireta;
- Excluíram-se empresas que realizaram reforços de participação social no período mencionado;
- Excluíram-se fusões entre empresas que apresentavam sócios/acionistas em comum na medida em que se considerou que se tratava de reestruturação de grupos, considerando a aquisição apenas quando efetuada no período estipulado e entre empresas sem qualquer tipo de ligação;
- Excluíram-se operações cuja adquirente ou incorporante apresentou dissolução no período de 2014 a 2018.
- A amostra não restringiu setores.

3.1.4 Amostra final e período de análise

Após a consideração dos demais critérios enumerados, a amostra final consta com um total de 214 empresas envolvidas em operações económicas, 13 em fusões e 201 em aquisições em Portugal, num período entre 1 de janeiro de 2014 a 31 de dezembro de 2018. Assim, a amplitude da amostra final revela-se de acordo com a tabela 3.

Tabela 3 - Distribuição das empresas constituintes da amostra por tipo de operação económica no período de 2014 a 2018

Ano	Aquisições		Fusões		Total
	Adquirentes	Adquiridas	Por constituição de uma sociedade	Por incorporação	
2014	46	29	0	0	75
2015	13	18	8	0	39
2016	29	22	0	0	51
2017	12	20	1	0	33
2018	6	6	3	1	16
Total	201		13		214

Fonte: Elaboração Própria.

Tabela 4 - Distribuição das empresas constituintes da amostra por tipo de operação em que estiveram envolvidas

	Aquisições	Fusões	Total
Horizontais	66	9	75
Verticais	62	0	62
Conglomerais	65	2	67
Concêntricas	8	2	10
Total	201	13	214

Fonte: Elaboração Própria.

3.2 Dados

Sendo a amostra constituída por empresas cotadas e não cotadas e tendo em consideração a ínfima extensão da bolsa de Lisboa, *Euronext Lisbon*, a análise será efetuada com base no desempenho económico extraído das demonstrações financeiras das empresas.

Deste modo, a recolha dos dados efetuar-se-á através da base de dados do SABI da *Bureau Van Dijk*.

O SABI consiste na base de dados mais inclusiva no que concerne a análise financeira de empresas portuguesas e espanholas na medida em que é uma ferramenta de pesquisa e

tratamento de dados que proporciona uma análise da informação geral e das contas anuais das empresas selecionadas (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, n.d). Desta base de dados foi retirada informação como a descrição da atividade de cada empresa, volume de vendas, ativo e passivo correntes, resultado antes de juros e impostos (EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*), encargos financeiros, ativo e passivo totais, resultado líquido do período, imobilizado e volume de negócios.

3.2.1 Indicadores selecionados para análise

Tendo como objetivo avaliar se as F&A afetam de forma positiva ou negativa o valor das empresas, selecionaram-se um conjunto de variáveis que explicam a criação de valor das empresas.

De modo a identificar qual a variável que apresenta uma significância estatística superior na explicação da criação de valor das empresas intervenientes no processo de F&A, procedeu-se a uma análise da literatura de estudos empíricos referente ao conjunto de variáveis e respetivos rácios que apresentam influência no valor da empresa no processo de F&A. Os valores dos rácios são obtidos a partir das demonstrações financeiras das empresas envolvidas e serão aplicados de modo a determinar quais os relevantes para a explicação da criação de valor. Assim, apresentam-se na tabela seguinte o conjunto de variáveis que foram consideradas neste estudo como preditores mais explícitos da criação de valor das empresas e que serão aplicados neste trabalho.

Tabela 5 - Variáveis / Indicadores utilizados no estudo da criação de valor

Tipo	Variáveis / Indicadores	Rácios
	Ano da Aquisição	Variável Qualitativa Ordinal 0 – 2014 1 – 2015 2- 2016 3- 2017 4 - 2018
	Ano da Observação	Variável Qualitativa Ordinal 0 – 2014 1 – 2015 2- 2016 3- 2017 4 - 2018
	Categoria da Empresa	Variável Binária 0 – Capital Fechado (Não cotada) 1 – Capital Aberto (Cotada)
	Diversificação	Variável Binária 0 – F&A relacionada 1 – F&A não relacionada
	Dimensão	O rácio seria a diferença das vendas entre as empresas. No entanto, foi realizada a diferença das vendas entre o ano N e N-1, de cada empresa, individualmente por uma questão de incompatibilidade de vendas.
	Modo de Pagamento	Variável Binária 0 – Numerário 1 – Outros
	Tipo de Transação	Variável Binária 0 – Fusão 1 – Aquisição e outros
Liquidez	Liquidez Geral	Ativo Corrente / Passivo Corrente
	Liquidez Reduzida	(Ativo Corrente – Inventários e ativos biológicos) / Passivo Corrente
Alavancagem/ Endividamento	Índice de Cobertura de Juros	Encargos Financeiros / Resultado antes de juros e impostos
	Índice de Passivo Total	Passivo total / Ativo total
Rendibilidade	Retorno sobre o investimento	Resultado antes de juros e impostos / investimento médio
	Rendibilidade dos Capitais Próprios	Resultado Líquido do Período / Capital Próprio
	Rendibilidade do ativo	Resultado Líquido do Período / Total de ativos
	Margem Bruta das Vendas	Resultado Bruto / Vendas
Funcionamento / Eficiência	Rotação do Ativo	(Vendas + prestação de serviços + variação nos inventários da produção) / Total de ativos

Fonte: Elaboração Própria.

Após a definição do tipo de variáveis que apresentam influência na criação de valor das empresas, procedeu-se à respetiva análise de modo a identificar quais as variáveis que podem explicar a criação de valor, bem como qual a variável que apresenta maior grau de

significância e que, por isso, se demonstra fulcral para a explicação da criação de valor das empresas.

As variáveis explicativas selecionadas estão relacionadas com a variável dependente, variável que diz respeito à criação de valor. Deste modo, tendo em consideração as variáveis referidas, a variável dependente designa-se índice de passivo total e é explicada pelas variáveis independentes ano da operação, ano da observação, diversificação, dimensão, modo de pagamento, tipo de transação, liquidez geral, liquidez reduzida, índice de cobertura de juros, rendibilidade dos capitais próprios, retorno sobre o investimento, rendibilidade do ativo, margem bruta das vendas e rotação do ativo.

Salienta-se a alteração de alguns rácios devido à ausência de determinados indicadores no SABI. No rácio da rotação do ativo excluiu-se a rubrica variação nos inventários da produção, visto que não consta na demonstração de resultados das empresas. Quanto ao investimento médio e face às contingências da base de dados optou-se pelo investimento líquido, fazendo a diferença entre o imobilizado de N-1 e o imobilizado de N.

3.3 Método

A análise estatística foi realizada com recurso ao *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS). O estudo foi efetuado no IBM SPSS STATISTICS, versão 26.0 e de acordo com diversas técnicas estatísticas, como análise descritiva, diagramas de dispersão e diagramas de caixa (*boxplot*), testes de normalidade, correlações e frequências, teste do qui-quadrado para independência, testes não paramétricos e teste global ao modelo.

Para averiguar se as variáveis quantitativas em estudo seguem ou não distribuições normais aplicou-se o teste de *Kolmogorov-Smirnov* e o teste de *Shapiro-Wilk*. Na medida em que não se verificaram os pressupostos de normalidade (apêndice I) e tendo em conta a dimensão da amostra, o estudo realizou-se de acordo com testes não paramétricos. Quanto às variáveis qualitativas apenas se analisou a frequência da interação entre estas.

Posto isto, a análise de correlação para as variáveis quantitativas foi efetuada através do coeficiente de correlação de *Spearman*, que varia entre -1 e 1. Quando a correlação assume valores próximos destes, maior a associação entre as variáveis e significa que existe dependência linear entre elas, podendo ser negativa ou positiva. Pelo contrário, quando a correlação assume o valor zero, não existe qualquer associação entre as variáveis e por isso,

linearmente, verificam-se independentes. Este coeficiente não exige, à partida, nenhum pressuposto sobre a forma da distribuição das variáveis e o grau da correlação (e a direção dessa correlação - se positiva ou negativa) entre duas variáveis. De modo a testar a correlação entre as variáveis qualitativas realizou-se o teste de correlação V de *Cramer*, cujo coeficiente varia entre 0 e 1, sendo que o valor 0 corresponde a ausência de associação entre as variáveis e valores mais próximos de 1 correspondem a uma associação mais forte. No caso de variáveis qualitativas dicotômicas (variáveis com apenas duas classes) o coeficiente V de *Cramer* pode ser substituído pelo coeficiente *Phi*. Para além destes testes, efetuou-se ainda o teste de *Wilcoxon-Mann-Whitney*, que é um teste não paramétrico, realizado de modo a desmitificar se qualquer uma das variáveis quantitativas se altera com a presença de alguma variável qualitativa (Marôco, 2014).

Quanto aos testes de normalidade estes foram feitos às variáveis quantitativas assim como aos resíduos. Para estudar a dependência entre as variáveis qualitativas procedeu-se ao teste do qui-quadrado para a independência. Por fim, realizou-se o teste global ao modelo, averiguando a significância estatística do mesmo, as variáveis estatisticamente significativas para o modelo, bem como o teste de multicolinearidade ao modelo final de modo a examinar se as variáveis independentes não estão correlacionadas entre si e se o modelo ajustado bem como os coeficientes de regressão se podem utilizar com fins inferenciais e de estimação.

CAPÍTULO IV – ESTUDO EMPÍRICO E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

4 Estudo Empírico

Após a recolha dos dados relativos às empresas que constituíram a amostra e após o tratamento dos mesmos, procedeu-se à sua organização e análise. Deste modo, neste capítulo serão apresentados os resultados obtidos, uma análise dos mesmos bem como a análise das hipóteses de investigação exibidas anteriormente.

De modo a sintetizar os dados obtidos, bem como fornecer uma leitura objetiva das variáveis utilizadas recorreu-se à análise descritiva. Para além desta análise, efetuou-se ainda uma análise inferencial de modo a determinar a existência de relação entre as variáveis em estudo.

Em anexo, serão apresentadas algumas tabelas e gráficos que compreendem testes relativos à análise inferencial e que se demonstram fulcrais para efetuar um estudo adequado ao objetivo do presente trabalho.

Salienta-se que o nível de significância estatística utilizado corresponde a 5%, isto é, para que o resultado se verifique estatisticamente significativo este deve apresentar um valor-p igual ou inferior a 0,05. Caso se aplique outro nível de significância o mesmo será referido na apresentação e análise de resultados.

4.1 Apresentação do Estudo

De acordo com a tabela 6, as variáveis ano da operação, assim como ano da observação variam entre 1 (2014) e 5 (2018). A análise a estas variáveis revela que o ano em que se verificou um maior número de empresas envolvidas nas operações económicas estudadas foi em 2014, o que corresponde a 35% e que apenas 7,5% do total de empresas realizou operações económicas em 2018.

Tabela 6 - Distribuição das operações económicas segundo o ano da sua realização e observação dos dados

Ano da Operação / Ano da Observação	Nº	%
2014	75	35,0
2015	39	18,2
2016	51	23,8
2017	33	15,4
2018	16	7,5
Total	214	100,0

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

No que diz respeito à categoria da empresa, esta variável consiste numa variável binária (qualitativa), sendo que o seu valor oscila entre 0 (não cotada) e 1 (cotada). Segundo a tabela 7, as operações económicas estudadas verificam-se em maior volume para empresas não cotadas, cerca de 98,6%, sendo a percentagem de empresas cotadas muito reduzida.

Tabela 7 - Distribuição das operações económicas segundo a categoria das empresas

Categoria da Empresa	Nº	%
Não cotada	211	98,6
Cotada	3	1,4
Total	214	100,0

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

A diversificação consiste também numa variável binária sendo que o seu valor 0 diz respeito a operações económicas relacionadas e o valor 1 a operações económicas não relacionadas. Denota-se, através da tabela 8, que a maioria das operações económicas se realizou entre empresas relacionadas o que corresponde a 64% da amostra, onde se destacam as F&A verticais e horizontais.

Tabela 8 - *Distribuição das operações económicas segundo a diversificação das operações económicas*

Diversificação	Nº	%
Relacionada	137	64,0
Não relacionada	77	36,0
Total	214	100,0

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Em relação à variável modo de pagamento esta apresenta duas categorias. Quando o seu valor é 0 reflete o pagamento em numerário e quando o seu valor é 1 revela que o pagamento foi realizado em ações ou através de outros métodos. Através da tabela 9 verifica-se que 78% das empresas opta por métodos de pagamento como ações e outros quando realiza este tipo de operações económicas, sendo que o pagamento em numerário se verifica para uma percentagem reduzida de empresas.

Tabela 9 - *Distribuição das operações económicas segundo o modo de pagamento das operações económicas*

Modo de Pagamento	Nº	%
Numerário	47	22,0
Outros	167	78,0
Total	214	100,0

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Quanto ao tipo de transação esta é uma variável que separa as fusões, quando toma o valor 0, das aquisições e outros, quando pelo contrário apresenta o valor 1. Assim, através da tabela 10 é possível afirmar que a maioria das empresas opta por aquisições, neste caso 201 empresas de uma amostra constituída por 214 empresas, o que corresponde a 93,9%, salientando o número reduzido de empresas que ao longo do período analisado optou por realizar fusões.

Tabela 10 - Distribuição das operações económicas segundo o tipo de transação das operações económicas

Tipo de Transação	Nº	%
Fusão	13	6,1
Aquisição e outros	201	93,9
Total	214	100,0

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

No que concerne à dimensão esta variável apresenta uma vasta amplitude em questão de valores, tendo por base a tabela 11. A diferença das vendas de uma empresa entre dois anos é em média 4 310 806. A variância desta variável revela um valor de 770 198 956 667 355 e, por isso, a dispersão de valores em torno da média é significativo. Quanto ao desvio-padrão conclui-se que a variável não se verifica homogénea dado que o seu valor de 1 897 119 unidades. Quanto ao erro-padrão verifica-se que existe variação entre a média da variável e a média populacional e, por isso, a precisão do cálculo deste valor é menor.

Tabela 11 - Estatística descritiva da dimensão das empresas

Dimensão	Média (\bar{X})	Mediana (\tilde{X})	Variância (S^2)	Desvio Padrão (S')	Erro - Padrão	Mínimo	Máximo	Amplitude
	4310806	92941	770198956667355	1897119	27752459	-131526393	219027543	350553936

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Relativamente à rentabilidade dos capitais próprios, tabela 12, a média é de 0,084 ou seja, a maioria das empresas que realizaram F&A entre 2014 e 2018 apresentam uma rentabilidade dos capitais próprios reduzida e, muitas vezes negativa. A variância, assim como o erro-padrão indicam que existe alguma, apesar de reduzida, dispersão dos valores em torno da média e por isso, haverá variação da média da variável relativamente à média populacional.

Quanto ao desvio-padrão, como o valor é próximo de zero, a variável denota-se aproximadamente homogénea.

Tabela 12 - Estatística descritiva da rentabilidade dos capitais próprios das empresas

Rentabilidade dos Capitais Próprios	Média (\bar{X})	Mediana (\tilde{X})	Variância (S^2)	Desvio Padrão (S')	Erro - Padrão	Mínimo	Máximo	Amplitude
	0,084	0,105	0,299	0,038	0,547	-3,91	1,46	5,37

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

A liquidez geral, tabela 13, com uma média de 3,549 indica que a maioria das empresas apresenta uma liquidez geral muito reduzida. A variância (273,157), assim como o erro-padrão (16,527) indicam que existe dispersão dos valores em torno da média e por isso, haverá variação da média da variável relativamente à média populacional. Quanto ao desvio-padrão (1,130), indica que os valores se encontram relativamente bem distribuídos em torno da média, o que pode indicar que a variável não se verifica homogénea.

Tabela 13 - Estatística descritiva da liquidez geral das empresas

Liquidez Geral	Média (\bar{X})	Mediana (\tilde{X})	Variância (S^2)	Desvio Padrão (S')	Erro - Padrão	Mínimo	Máximo	Amplitude
	3,549	1,498	273,157	1,130	16,527	0,038	238,885	238,847

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Ao nível da liquidez reduzida esta variável apresenta, de acordo com a tabela 14, um valor médio de 2,818 o que revela que a maioria das empresas apresenta uma liquidez reduzida inferior à esperada. Ao nível da variância, este valor é de 196,65, o que denota que há dispersão dos valores em torno da média, tal como indica o desvio-padrão, com um valor de 0,959, ou seja, os valores encontram-se distribuídos em torno da média e por isso esta verifica-se relativamente homogénea. O erro-padrão como apresenta um valor de 14,023 verifica-se que há variação da média da variável em relação à média populacional e por isso há uma menor precisão do cálculo da média.

Tabela 14 - Estatística descritiva da liquidez reduzida das empresas

Liquidez Reduzida	Média (\bar{X})	Mediana (\tilde{X})	Variância (S^2)	Desvio Padrão (S')	Erro - Padrão	Mínimo	Máximo	Amplitude
	2,818	1,236	196,65	0,959	14,023	0,02	203,49	203,47

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Quanto ao índice de cobertura de juros, neste estudo e segundo a tabela 15, o seu valor médio centra-se em 0,405. A variância apresenta um valor de 4,894 o que indica alguma dispersão dos valores em torno da média, sendo que simultaneamente, o erro-padrão, com um valor de 2,212 indica variação da média da variável relativamente à média da população. O desvio-padrão é relativamente próximo de zero indicando que os valores estão condensados, próximos da média e por isso, esta variável é, aproximadamente, homogénea.

Tabela 15 - Estatística descritiva do índice de cobertura de juros empresas

Índice de Cobertura de Juros	Média (\bar{X})	Mediana (\tilde{X})	Variância (S^2)	Desvio Padrão (S')	Erro - Padrão	Mínimo	Máximo	Amplitude
	0,405	0,062	4,894	0,151	2,212	-16,19	20,86	37,05

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Relativamente ao índice de passivo total, cuja estatística descritiva se encontra presente na tabela 16, a média situa-se em 0,659 isto é, as empresas que realizaram F&A no período estudado apresentam, em média, um índice de passivo total positivo, de 0,659. A variância é reduzida, indicando que não existe uma dispersão significativa dos valores em torno da média e como o desvio-padrão é muito próximo de zero releva que a variável é, aproximadamente, homogénea. Quanto ao erro-padrão, verifica-se alguma variação da média da variável em relação à média populacional, revelando uma menor precisão do seu cálculo.

Tabela 16 - Estatística descritiva do índice de passivo total das empresas

Índice de Passivo Total	Média (\bar{X})	Mediana (\tilde{X})	Variância (S^2)	Desvio Padrão (S')	Erro - Padrão	Mínimo	Máximo	Amplitude
	0,659	0,670	0,178	0,029	0,422	0,01	2,80	2,79

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

As empresas que efetuaram operações de fusões ou aquisições entre 2014 e 2018 revelam um retorno sobre o investimento médio de 1,205 segundo a tabela 17. Como a mediana apresenta um valor negativo, pode-se concluir que 50% das observações relativas a empresas

apresentam um retorno sobre o investimento negativo, inferior a -0,009. Como a variância apresenta um valor relativamente elevado verifica-se que há dispersão dos valores em torno da média e, deste modo, a variável não se verifica homogénea (desvio-padrão). Como o valor do erro-padrão é relativamente elevado conclui-se que a precisão do cálculo da média não é a melhor dado que tendo em conta o seu valor (17,902) existe variação da média da variável relativamente à média da população.

Tabela 17 - Estatística descritiva do retorno sobre o investimento das empresas

Retorno sobre o investimento	Média (\bar{X})	Mediana (\tilde{X})	Variância (S'^2)	Desvio Padrão (S')	Erro - Padrão	Mínimo	Máximo	Amplitude
	1,205	-0,009	320,482	1,224	17,902	-119,31	85,14	204,44

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

A rendibilidade do ativo, tendo por base a tabela 18, apresenta uma média de 0,016. No que diz respeito à variância, desvio-padrão e erro-padrão verifica-se que a dispersão de valores em torno da média é reduzida e por isso esta variável denota-se aproximadamente homogénea. Assim, a média desta variável é próxima da média populacional.

Tabela 18 - Estatística descritiva da rendibilidade do ativo das empresas

Rendibilidade do Ativo	Média (\bar{X})	Mediana (\tilde{X})	Variância (S'^2)	Desvio Padrão (S')	Erro - Padrão	Mínimo	Máximo	Amplitude
	0,016	0,030	0,038	0,013	0,194	-2,17	0,53	2,69

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Em relação à margem bruta das vendas, a média é, segundo a tabela 19, aproximadamente zero, e por isso, denota-se que a maioria das empresas que constituem a amostra revelam uma margem bruta das vendas aproximadamente nula, o que pode ser justificado pelo facto de a maioria das empresas ter como objetivo a gestão de participações sociais. O mesmo se verifica para a variância, desvio-padrão e erro-padrão, o que indica a homogeneidade da variável e, por isso, melhor a precisão do cálculo da média.

Tabela 19 - Estatística descritiva da margem bruta das vendas das empresas

Margem Bruta das Vendas	Média (\bar{X})	Mediana (\tilde{X})	Variância (S^2)	Desvio Padrão (S')	Erro - Padrão	Mínimo	Máximo	Amplitude
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,009	0,009

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Por fim, e quanto à rotação do ativo, tabela 20, conclui-se que as empresas que realizaram F&A entre 2014 e 2018, inclusive, apresentam, em média uma rotação do ativo de 1,400. Apesar dos valores desta variável não serem muito elevados demonstram-se sempre positivos sendo que de acordo com o desvio-padrão a variável é, aproximadamente, homogénea. Quanto à variância, conclui-se que existe alguma dispersão dos valores em torno da média, tal como existe variação da média da variável relativamente à média populacional.

Tabela 20 - Estatística descritiva da rotação do ativo das empresas

Rotação do Ativo	Média (\bar{X})	Mediana (\tilde{X})	Variância (S^2)	Desvio Padrão (S')	Erro - Padrão	Mínimo	Máximo	Amplitude
	1,400	1,070	1,751	0,090	1,323	0,00	8,10	8,10

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

De modo a analisar a relação existente entre as variáveis quantitativas e o índice de passivo total recorreu-se a diagramas de dispersão e ao coeficiente de correlação de *Spearman* (apêndice II) para testar a relação entre as variáveis quantitativas, visto que estas não apresentam distribuição normal (apêndice I); o coeficiente V de *Cramer* para as variáveis qualitativas e por fim, efetuou-se o teste de *Wilcoxon-Mann-Whitney* de forma a estudar a relação entre ambas as variáveis, quantitativas e qualitativas.

Através dos diagramas de dispersão entre o índice de passivo total e as restantes variáveis quantitativas, presentes nos anexos XV a XXIII, salienta-se que não se verifica relação entre a variável de interesse e as variáveis dimensão, retorno sobre o investimento e margem bruta das vendas. Denota-se uma relação ténue entre as restantes variáveis e o índice de passivo total, verificando-se positiva com a rendibilidade dos capitais próprios e índice de cobertura de juros e negativa com as restantes, liquidez geral e reduzida, rendibilidade do ativo e rotação do ativo. A relação entre o índice de passivo total e a rendibilidade do ativo manifesta-se mais forte o que se pode confirmar através do R^2 linear. Contudo, realizou-se o coeficiente de correlação de *Spearman* de modo a aprofundar a análise entre as variáveis quantitativas.

Na medida em que o modelo inclui variáveis quantitativas e qualitativas, optou-se por realizar o coeficiente de correlação de *Spearman* que não requer qualquer tipo de pressuposto no que diz respeito à distribuição das variáveis. Este coeficiente de correlação varia entre -1 e 1 ($-1 \leq R_s \leq 1$) e mede o grau da correlação bem como a direção dessa correlação (se positiva ou negativa) entre duas variáveis. Quando o seu valor é 1, significa que existe uma correlação perfeita positiva entre as duas variáveis. Caso contrário, quando é -1 denota uma

correlação negativa perfeita entre as duas variáveis, isto é, quando uma aumenta, a outra diminui. Quando este coeficiente apresenta o valor zero, as variáveis não dependem linearmente uma da outra (Marôco, 2014).

Pela análise da tabela que consta no apêndice II, conclui-se que as variáveis não revelam dependência linear, exceto a liquidez geral e a liquidez reduzida cujo coeficiente de correlação é 0,920. A maioria das correlações apresentam uma direção positiva, verificando-se correlações estatisticamente significativas ao nível de 5% entre as seguintes variáveis: rentabilidade dos capitais próprios e o índice de passivo total; dimensão e o retorno sobre o investimento (direção negativa); liquidez reduzida e o índice de cobertura de juros (direção negativa); retorno sobre o investimento e a rentabilidade do ativo; retorno sobre o investimento e a margem bruta das vendas; retorno sobre o investimento e a rotação do ativo. Verificam-se ainda correlações estatisticamente significativas ao nível de 1% entre as seguintes variáveis: rentabilidade dos capitais próprios e a rentabilidade do ativo; rentabilidade dos capitais próprios e a margem bruta das vendas; dimensão e a margem bruta das vendas (direção negativa); liquidez geral e liquidez reduzida; liquidez geral e o índice de cobertura de juros (direção negativa); liquidez geral e o índice de passivo total (direção negativa); liquidez geral e a rentabilidade do ativo; liquidez reduzida e o índice de passivo total (direção negativa); liquidez reduzida e a rentabilidade do ativo; liquidez reduzida e a margem bruta das vendas; índice de cobertura de juros e o índice de passivo total; índice de cobertura de juros e a rotação do ativo (direção negativa); índice de passivo total e a rentabilidade do ativo (direção negativa); índice de passivo total e a rotação do ativo (direção negativa); rentabilidade do ativo e rotação do ativo; margem bruta das vendas e a rotação do ativo (direção negativa). Relativamente às correlações negativas, conclui-se que à medida que uma das variáveis aumenta a outra com quem estabelece correlação com direção negativa diminui. As restantes correlações não se demonstram estatisticamente significativas para os níveis de confiança usualmente definidos.

O coeficiente V de *Cramer* é um teste não paramétrico e verifica-se apropriado para medir a intensidade de associação entre duas variáveis nominais, sendo que esta intensidade pode variar entre 0 e 1 ($0 \leq V \leq 1$). O valor 0 corresponde a ausência de associação entre as variáveis e valores mais próximos de 1 correspondem a uma associação entre as variáveis. No caso de variáveis qualitativas dicotômicas o coeficiente V de *Cramer* pode ser substituído pelo coeficiente *Phi* (Marôco, 2014).

Após análise das tabelas dos apêndices III e IV, pode-se concluir que, quer de acordo com o teste de qui-quadrado de independência, quer através do coeficiente V de *Cramer* para as variáveis com várias classes, quer através do *Phi* para as variáveis dicotômicas, verifica-se presença de correlação/dependência entre as variáveis ano da operação e ano da observação, ano da operação e tipo de transação, ano da observação e tipo de transação e entre o modo de pagamento e o tipo de transação. Destaca-se uma correlação forte, próxima de 1, entre as variáveis ano da operação e ano da observação. Por outro lado, apesar de haver correlação entre as variáveis modo de pagamento e tipo de transação, esta demonstra-se fraca dado que o *Phi* está próximo de zero e o valor p é 0,048, muito próximo de 5%.

O ano da operação e o ano da observação são variáveis idênticas que apresentam dependência linear (colineares – tópico apresentado mais à frente) e por isso reproduzem estatísticas idênticas.

As variáveis ano da operação e ano da observação são variáveis dependentes (valor-p =0.000), não apresentando dependência com nenhuma outra variável qualitativa, exceto o tipo de transação (valor-p=0.000). A análise a estas variáveis revela que o ano em que se verificou um maior número de operações económicas estudadas foi em 2014, seguindo-se de 2016, 2015, 2017 e 2018, sendo que as empresas não cotadas (anexo I e V) e relacionadas (anexo II e VI), que optam aquisições (anexo IV e VIII) cujo método de pagamento se revela em ações e outros que não o numerário (anexo III, VII) se destacaram.

Quanto à categoria da empresa esta é uma variável que não apresenta dependência com nenhuma outra variável (apêndice III). Deste modo, apenas se pode concluir que as operações económicas estudadas se verificam em maior volume entre empresas não cotadas e relacionadas (anexo IX), que optam por outros métodos de pagamento que não o numerário (anexo X) e por aquisições (anexo XI).

A diversificação não depende do método de pagamento (apêndice III), contudo observa-se que as empresas relacionadas optam por aquisições (anexo XIII) através de ações e outros métodos (anexo XII).

Por fim, salienta-se que no total das empresas que constituem a amostra, apenas as que realizam aquisições optam por pagar em numerário, não sendo este o método exclusivo nas aquisições (anexo XIV). De acordo com o teste da independência do qui-quadrado as variáveis tipo de transação e modo de pagamento demonstram-se dependentes (valor-p = 0,048).

O teste de *Wilcoxon-Mann-Whitney*, ou apenas teste de *Mann-Whitney*, é um teste não paramétrico adequado para comparar as funções de distribuição de uma variável pelo menos ordinal, medida em duas amostras independentes. Este teste pode também ser utilizado como alternativa ao teste *t-student* para amostras independentes, nomeadamente quando as amostras revelam distribuições enviesadas. Assim, o teste de *Wilcoxon-Mann-Whitney* foi realizado de modo a desmitificar se qualquer uma das variáveis quantitativas melhora com a presença de alguma variável qualitativa (Marôco, 2014).

De acordo com o apêndice V, verifica-se que as empresas que optam por F&A relacionadas apresentam uma dimensão, assim como uma liquidez geral e reduzida, um índice de passivo total, retorno sobre o investimento e rendibilidade do ativo estatisticamente diferentes das empresas que realizam F&A não relacionadas. Por outro lado, também se pode afirmar que o facto de uma empresa optar por uma fusão ou aquisição irá ter um impacto estatisticamente significativo ao nível da cobertura de juros, da margem bruta das vendas e da rotação do ativo. Por fim, salienta-se ainda que as empresas de capital fechado apresentam uma margem bruta das vendas diferente das empresas de capital aberto.

Para perceber se as variáveis qualitativas apresentavam alguma influência no índice de passivo total procedeu-se à criação de *boxplots* entre a variável quantitativa índice de passivo total e cada uma das variáveis qualitativas. Quanto às variáveis ano da operação e ano da observação (anexos XXIV e XXV) verifica-se que apesar dos valores medianos não serem muito diferentes, as maiores variações ocorrem nos anos de 2014, 2016 e 2017, anos onde se verificaram um maior número de operações. O ano de 2016 destaca-se pelo maior número de *outliers*, sendo que a observação 138 (*outlier*) irá apresentar um índice de passivo total superior. Relativamente à variável categoria da empresa (anexo XXVI) verifica-se uma maior variação do índice de passivo total para F&A entre empresas não cotadas. Contudo, de acordo com a mediana, as F&A entre empresas cotadas vão apresentar maior influência no índice de passivo total. No que concerne à diversificação (anexo XXVII), o índice de passivo total denota maior variação para F&A entre empresas relacionadas, no entanto, as F&A entre empresas não relacionadas denotam um índice de passivo total maior. No que diz respeito ao modo de pagamento (anexo XXVIII), a variação da variável quantitativa é superior quando o modo de pagamento das F&A engloba meios que não o numerário, contudo, o índice de passivo total é superior quando o pagamento se efetua em numerário. Quanto ao tipo de transação (anexo XXIX), a variação do índice de passivo total denota-se

superior quando se realizam aquisições. No entanto, as fusões indicam para um valor do índice de passivo total maior.

Após analisar as relações entre as variáveis que constituem o modelo, procedeu-se à sua introdução no SPSS. O modelo inicial é composto por uma variável dependente, o índice de passivo total e por 15 variáveis independentes. Assim, estamos perante um modelo de regressão múltipla, cuja base recai sobre a seguinte fórmula:

$$y_j = \beta_0 + \beta_1 X_{1j} + \beta_2 X_{2j} + \dots + \beta_p X_{pj} + \varepsilon_j \quad (j = 1, \dots, n)$$

(4)

Contudo, quando se efetua o modelo este exclui, automaticamente, uma das variáveis, ano da operação, devido à sua relação colinear com uma das variáveis, ano da observação, como referido anteriormente. Posto isto, tem-se:

Tabela 21 - Modelo inicial

Variáveis	β	Valor-p
Constante	0,664	0,000
Ano da Operação	0,001	0,943
Categoria da Empresa	-0,095	0,638
Diversificação	0,167	0,001
Modo de Pagamento	-0,004	0,942
Tipo de Transação	-0,052	0,618
Rendibilidade dos Capitais Próprios	0,097	0,030
Dimensão	5,022E-10	0,566
Liquidez Geral	-0,035	0,163
Liquidez Reduzida	0,039	0,175
Índice de Cobertura de Juros	0,006	0,563
Retorno sobre o Investimento	0,000	0,757
Rendibilidade do Ativo	-1,212	0,000
Margem Bruta das Vendas	17,756	0,681
Rotação do Ativo	0,001	0,970

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

A ANOVA da regressão permite testar as hipóteses:

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_p = 0 \quad \text{vs} \quad H_1: \exists i: \beta_i \neq 0 \quad (i: 1, \dots, p)$$

Na tabela da ANOVA (anexo XXX) obtemos um valor de $Z = 8,807$ com 14 e 199 graus de liberdade. Esta estatística de teste tem associada um valor- $p < 0.001$ (sig. = 0.000) pelo que se rejeita a hipótese nula em favor da hipótese alternativa. Neste caso, o modelo é altamente significativo. O modelo ajustado é:

$$\begin{aligned} \text{índice_passivo_total} = & 0,664 + 0,001 \text{ ano_observ} - 0,095 \text{ categ_empresa} + 0,167 \\ & \text{diversificação} - 0,004 \text{ modo_pag} - 0,052 \text{ tipo_transação} + 0,097 \text{ rend_cap_próprios} \\ & + 5,022E-10 \text{ dimensão} - 0,035 \text{ liq_geral} + 0,039 \text{ liq_reduzida} + 0,006 \text{ ind_cobert_juros} + \\ & 0,000 \text{ retorno_invest} - 1,212 \text{ rend_ativo} + 17,756 \text{ margem_bruta_vendas} + 0,001 \\ & \text{rotação_ativo} + \varepsilon \end{aligned} \quad (5)$$

Contudo, nem todas as variáveis independentes contribuem de igual forma para o modelo, sendo que algumas delas não apresentam um efeito significativo na predição do índice de passivo total.

Denote-se que o valor de β_0 estandardizado é 0,664 com valor- p de 0,000. Como o valor- p é inferior a 5%, rejeita-se que β_0 se possa considerar igual a zero, ou seja, a ordenada na origem é diferente de zero e, deste modo, o modelo não passa na origem. A análise dos valores absolutos dos coeficientes de regressão estandardizados (tabela 21) permite concluir que as variáveis diversificação, rendibilidade dos capitais próprios e rendibilidade do ativo apresentam as maiores contribuições relativas para explicar o comportamento do índice de passivo total. Posto isto, pode-se concluir que de todas as variáveis, estas são as que afetam significativamente o índice de passivo total visto que $\alpha < 0,05$.

Assim, recorreu-se ao processo de eliminação de cada uma delas separadamente, obtendo o seguinte modelo final:

Tabela 22 - Modelo final

Variáveis	β	Valor -p
Constante	0,615	0,000
Diversificação	0,158	0,001
Rendibilidade dos Capitais Próprios	0,089	0,038
Rendibilidade do Ativo	-1,233	0,000

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Deste modo, obtém-se uma síntese de ambos os modelos.

Tabela 23 - *Resumo dos resultados dos modelos inicial e final*

	R² ajustado	Sig.
Modelo inicial	0,339	0,000
Modelo final	0,361	0,000

Fonte: Elaboração Própria.

Assim, o modelo final e considerado apresenta um R² ajustado de 36,1%, de acordo com a tabela da ANOVA (anexo XXXI) o modelo verifica-se estatisticamente significativo. As variáveis estatisticamente significativas são três, para um nível de significância de 5%, a diversificação, a rendibilidade dos capitais próprios e a rendibilidade do ativo, tal como observado no modelo inicial.

Todavia, este modelo apenas pode ser utilizado com o propósito de estimação e inferência se os pressupostos relativos a este forem válidos. Assim, os pressupostos a validar recaem sobre os erros apresentarem distribuição normal de média nula e variância constante bem como serem independentes. Para além deste pressuposto é necessário que as variáveis independentes se demonstrem ortogonais, isto é, não se correlacionem (Marôco, 2014).

De acordo com o anexo XXXII, onde consta o gráfico relativo à distribuição dos resíduos padronizados, uma vez que a maioria dos pontos se encontra mais ou menos em cima da diagonal principal, pode-se concluir, que os resíduos apresentam, pelo menos aproximadamente, distribuição normal. Em complemento a este estudo, através do teste de *Kolmogorov-Smirnov*, e segundo a tabela 24, pode-se afirmar que sendo o valor-p (exato) = 0,085 não se rejeita a hipótese nula de que os resíduos seguem uma distribuição normal para $\alpha=0,01$ e $\alpha=0,05$.

Tabela 24 - Teste à normalidade dos Resíduos: Teste de Kolmogorov-Smirnov

Resíduos Não Padronizados e Padronizados ^a	
N	214
Média	0,0000
Desvio-Padrão	0,33488 / 0,99293 ^a
Sig. Exata	0,085

a. Desvio-padrão referente aos resíduos padronizados

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Através do gráfico que consta no anexo XXXIII pode-se afirmar que os erros apresentam uma variância constante e uma relação linear, visto estarem distribuídos de modo aleatório em torno de zero. Contudo deteta-se a presença de um *outlier* significativo, a observação 138, que vai influenciar a estimação dos coeficientes da regressão devido a revelar resíduos superiores, em valor absoluto, aos resíduos das restantes observações. Das variáveis que constituem o modelo, quer a dependente, quer as independentes, nenhuma delas apresenta distribuição normal segundo os testes de *Kolmogorov-Smirnov* e *Shapiro-Wilk*, de acordo com a tabela 25.

Tabela 25 - Teste à normalidade das variáveis

Variáveis	Valor-p	
	Kolmogorov - Smirnov	Shapiro - Wilk
Diversificação	0,000	0,000
Rendibilidade dos Capitais Próprios	0,000	0,000
Rendibilidade do Ativo	0,000	0,000
Índice de Passivo Total	0,000	0,000

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Multicolinearidade reflete-se quando existe uma forte correlação entre as variáveis independentes, o que pode deturpar a análise do modelo de regressão ajustado. Assim, para que o modelo possa ser utilizado com objetivo de estimação, as variáveis independentes não se devem correlacionar (Marôco, 2014).

De modo a verificar o pressuposto da não correlação entre as variáveis efetuaram-se diagnósticos de multicolinearidade. A tabela 26 revela os valores dos Fatores de Inflação da

Variância (*Variance Inflation Factor* - VIF) para cada variável independente. Geralmente, o VIF indica problemas de multicolinearidade se for superior a 10. Valores de VIF superiores a 5 ou 10 indicam a presença de multicolinearidade e valores próximo de 1 indicam ausência de multicolinearidade (Marôco, 2014). Como os valores de VIF não são excessivamente elevados para as variáveis indicadas estas não se revelam colineares e por isso nenhuma delas deve ser eliminada.

Tabela 26 - *Diagnóstico de colinearidade segundo o valor do VIF*

	VIF
Constante	-
Diversificação	1,018
Rendibilidade dos Capitais Próprios	1,016
Rendibilidade do Ativo	1,012

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Segundo Marôco (2014), a multicolinearidade pode ser detetada se os valores próprios (valores que identificam o número de dimensões e, conseqüentemente, o número de coeficientes do modelo) apresentarem valores muito próximos de zero. Caso o seu valor seja próximo de 1 não se verifica colinearidade entre as variáveis independentes. Contudo, existem outros rácios eficazes na deteção de multicolinearidade, como o índice de condição, visto que por vezes a decisão de multicolinearidade através do valor próprio não se verifica imediata na medida em que o valor pode ser próximo de zero mas não corresponder a presença de multicolinearidade. Assim, o autor destaca que valores do índice de condição superiores a 15 são plausíveis de revelar problemas de multicolinearidade entre as variáveis explicativas.

Através do diagnóstico de colinearidade geral, presente na tabela 27, verifica-se que uma das dimensões apresenta valor próprio relativamente próximo de zero. Contudo, quando se analisam os valores do índice de condição, estes não se denotam superiores a 15. Quanto aos valores das linhas da secção de proporções de variância, estes não são excessivamente elevados, o que indica que não existe multicolinearidade entre as variáveis. Posto isto, o modelo de regressão múltipla estudado é válido.

Tabela 27 - Diagnóstico de colinearidade geral

Dimensão	Valores Próprios	Índice de Condição	Proporções de Variância			
			Constante	Diversificação	Rendibilidade dos Capitais Próprios	Rendibilidade do Ativo
1	1,63	1,00	0,19	0,18	0,02	0,01
2	1,08	1,23	0,00	0,04	0,38	0,45
3	0,91	1,33	0,00	0,00	0,54	0,52
4	0,38	2,08	0,81	0,78	0,06	0,02

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

4.2 Análise e discussão dos resultados

A criação de valor é observada, em termos contabilísticos, através do valor dos capitais próprios das empresas assim como no seu nível de autofinanciamento. Todavia, nem sempre é possível criar valor dependendo apenas de autofinanciamento, e, deste modo, a recorrência a capital alheio verifica-se cada vez mais frequente. Assim, como mencionado anteriormente, a variável selecionada como variável dependente foi o índice de passivo total, conjuntamente com as variáveis independentes ano da operação, ano da observação, categoria da empresa, diversificação, modo de pagamento, tipo de transação, rendibilidade dos capitais próprios, dimensão, liquidez geral, liquidez reduzida, índice de cobertura de juros, retorno sobre o investimento, rendibilidade do ativo, margem bruta das vendas e rotação do ativo.

Após a constituição do modelo, algumas das variáveis não se revelavam estatisticamente significativas, pelo que o modelo final resulta de uma redução do modelo inicial, restringindo-se apenas às variáveis estatisticamente significativas, a diversificação, a rendibilidade dos capitais próprios bem como a rendibilidade do ativo. Assim, o modelo obtido verifica-se estatisticamente significativo, com um coeficiente de determinação ajustado de 36,1% e apresenta-se do seguinte modo:

$$\text{índice_Passivo_Total} = 0,615 + 0,158 \text{ diversificação} + 0,089 \text{ rend_cap_próprios} - 1,233 \text{ rend_ativo} + \varepsilon$$

(6)

Estas variáveis apresentam individualmente uma influência significativa no modelo. Abordando inicialmente a variável qualitativa presente no modelo, esta revela um coeficiente de regressão de 0,158 o que significa que quando se trata de uma F&A entre empresas não relacionadas (variável toma o valor 1) o índice de passivo total aumenta 0,158 unidades comparativamente ao índice de passivo total de uma F&A entre empresas relacionadas, mantendo as restantes condições constantes. De acordo com Holl et al. (2011) mencionados por Aevoae (2018) e Renneboog e Vansteenkiste (2019), as empresas relacionadas apresentam um desempenho superior comparativamente às F&A realizadas por empresas não relacionadas, ou seja, o sinal esperado seria o contrário do apresentado. Assim, deste modo, e tendo em conta a amostra considerada, o modelo não valida esta afirmação na medida em que se a F&A for não relacionada o valor do índice de passivo total irá aumentar, considerando as restantes variáveis constantes e, deste modo maior possibilidade de criação de valor. Por conseguinte, a rentabilidade dos capitais próprios também constitui uma variável com influência positiva no modelo, apesar do seu coeficiente ser reduzido e a sua significância estatística reduzida, próxima de 5%. Considerando o modelo estudado, quanto maior a rentabilidade dos capitais próprios, maior o índice de passivo total, atendendo à inalteração das restantes variáveis, e deste modo, maior a possibilidade de criação de valor pois quanto maior o nível de endividamento, maior a possibilidade de investimento e, por isso, maior o rendimento, o que irá comprovar a literatura apresentada por Leepsa e Mishra (2014) e Queirós et al. (2020). Pelo contrário, a rentabilidade do ativo influencia negativamente o modelo, o que se demonstra oposto ao esperado, revelando que quanto maior o resultado líquido relativamente ao total de ativos, menor será o endividamento da empresa, mantendo as restantes variáveis que constituem o modelo constantes, e, assim menor o potencial de criação de valor, visto que este apenas será conseguido através de autofinanciamento.

Por conseguinte, apresenta-se a validação ou não das hipóteses de investigação formuladas:

H₁: As F&A criam valor para empresas que apresentam uma rentabilidade do ativo elevada.

- De acordo com a amostra estudada e tendo por base o modelo considerado, a variável rentabilidade do ativo denota-se estatisticamente significativa e revela um coeficiente negativo o que irá ter uma influência negativa no índice de passivo total, e deste modo, menor a possibilidade de criação de valor. Deste modo, esta hipótese não pode ser validada.

H₂: As empresas revelam maior possibilidade de criação de valor quanto maior o nível de liquidez geral. – Segundo o modelo inicial, esta variável apesar de não ser estatisticamente significativa apresenta um coeficiente negativo e muito próximo de zero, pelo que a sua influência no índice de passivo total e, deste modo, na criação de valor por parte das empresas se demonstra negativa, pelo que não se pode validar esta hipótese.

H₃: As F&A criam valor para o sócio/acionista, o que se verifica através da rendibilidade dos capitais próprios. - Considerando as empresas analisadas e tendo em conta os dados extraídos, este indicador mantém-se relativamente constante e positivo ao longo do período considerado, independentemente de se tratar de uma fusão ou aquisição. Esta variável revela-se estatisticamente significativa no modelo considerado, sendo o seu coeficiente positivo. Logo, quanto mais elevado o valor deste indicador, maior o índice de passivo total e, conseqüentemente, maior a possibilidade de criação de valor, reunindo condições para validação desta hipótese.

H₄: As F&A relacionadas (verticais e horizontais) apresentam uma *performance* superior às não relacionadas (conglomeradas e concêntricas). – Verifica-se que o número de F&A relacionadas é superior às não relacionadas, o que segundo a literatura irá proporcionar um desempenho superior. Esta variável terá uma influência significativa ao nível do índice de passivo total segundo o teste de *Wilcoxon-Mann-Whitney*. De acordo com o modelo adotado, caso a variável apresente valor 1 (no caso de ser F&A não relacionada), o índice de passivo total será superior em relação ao índice de passivo total para F&A relacionadas, considerando as restantes variáveis constantes, logo, esta hipótese não pode ser validada.

H₅: As fusões revelam melhores resultados comparativamente às aquisições. – Através das tabelas de frequência pode-se concluir que o número de aquisições se revela, sem margem para dúvida, muito superior ao número de fusões. De acordo com o modelo inicial, o tipo de transação apresentava um coeficiente negativo, pelo que uma empresa que efetue uma aquisição (variável toma o valor 1) o índice de passivo total vai ser inferior relativamente a uma empresa que realize uma fusão (quando a variável toma o valor 0), mantendo as restantes variáveis constantes. Assim, existem evidências que possibilitem a validação desta hipótese.

H₆: As F&A criam valor para as empresas que demonstram um índice de cobertura de juros positivo. – Tendo por base o modelo inicial, esta variável não se revela estatisticamente significativa, sendo o seu coeficiente positivo apesar de muito próximo de zero. Assim,

existem evidências que possibilitem a validação desta hipótese. De acordo com o teste de *Wilcoxon-Mann-Whitney* destacam-se diferenças significativas relativamente ao tipo de transação.

H7: Há maior criação de valor quando o pagamento da operação se realiza em numerário. – Verifica-se que o pagamento em numerário é uma escolha reduzida nas empresas que constituem a amostra. Esta variável apresenta um coeficiente negativo e pouco significativo no modelo inicial pelo que as empresas que optam por F&A cujo método de pagamento é o numerário revelam um índice de passivo total superior em relação às empresas que realizam F&A através do pagamento em ações e outros, tendo em consideração que as restantes variáveis se mantêm constantes. Logo, existem evidências que possibilitem a validação desta hipótese.

Quando o tema é Fusões e Aquisições, as empresas devem abordá-lo minuciosamente, tendo sempre em consideração a avaliação dos potenciais alvos bem como os benefícios e os custos que advêm dessa operação de concentração. De modo a possibilitar uma melhor avaliação da operação em causa e dos ganhos e perdas futuros, elaborou-se este estudo que permite às empresas conhecer de uma forma rigorosa as variáveis que vão influenciar significativamente a criação de valor e de que modo é que estas contribuem, positiva ou negativamente. Posto isto, e lembrando que o objetivo principal consistia em avaliar se as F&A afetam de forma positiva ou negativa o valor da empresa, baseando-se no índice de endividamento, verifica-se que o resultado de uma operação de concentração empresarial depende de múltiplos fatores, sendo que neste trabalho apenas foram estudados alguns deles, tais como, categoria da empresa, diversificação, modo de pagamento, tipo de transação, dimensão, liquidez, índice de cobertura de juros e de passivo total, rendibilidade e rotação do ativo. Para além do objetivo principal foram definidos objetivos secundários que se prendiam com a determinação de indicadores económico-financeiros que proporcionam criação de valor, determinar as particularidades que proporcionam o aumento do valor das empresas bem como identificar os determinantes que proporcionam criação de valor. Assim, através da literatura apresentada denota-se que as empresas não cotadas revelam-se mais propícias à realização destas operações e conseqüentemente, à criação de valor na medida em que a produtividade dos ativos é superior; ao nível da diversificação pode-se afirmar que as operações realizadas entre empresas cuja estratégia se encontra relacionada apresentam uma *performance* superior tendo em conta o menor risco que compreendem bem como o aumento do nível de satisfação das necessidades dos consumidores; quanto ao modo de pagamento salienta-se que o numerário se destaca ao nível do retorno para a empresa adquirente contudo, após o estudo realizado verifica-se que a maioria das empresas opta por outros métodos de pagamento; as fusões, de acordo com o mencionado na literatura, revelam maior potencial de criação de valor, mas as empresas optam por realizar aquisições; no que diz respeito à dimensão, verifica-se que as empresas não devem de apresentar uma diferença significativa entre vendas e que a empresa-alvo deve revelar uma dimensão inferior à empresa adquirente; no que concerne aos indicadores de liquidez espera-se que quanto maior o seu valor, melhor será o desempenho da empresa e, conseqüentemente, maior o valor criado; quanto aos índices de endividamento destaca-se que quanto maior o índice de passivo total maior a criação de valor por parte das empresas que não tenham capacidade de gerar resultados suficientes para cobrir a dívida, na medida em que recorrem a capital alheio; quanto mais elevado o índice de cobertura de juros, melhor o desempenho da empresa e

maior a probabilidade de criação de valor; os rácios de rendibilidade influenciam positivamente a criação de valor visto que medem a capacidade da empresa gerar resultados tendo em conta o seu capital, associado à rotação do ativo que mede a utilização e funcionamento dos seus ativos.

Assim, foram definidas questões de investigação às quais se pretendia responder de forma clara e rigorosa relativamente à variável com maior significância estatística para a criação de valor. Considerando a variável dependente como o índice de passivo total e, salientando que quanto maior o valor deste rácio, maior o rendimento e deste modo, maior a probabilidade de criação de valor, as variáveis que explicam esta relação consistem na diversificação, rendibilidade dos capitais próprios e rendibilidade do ativo. No entanto, estas variáveis não apresentam o mesmo grau de explicação, o seu nível de significância é diferente, pelo que a rendibilidade do ativo se destaca como a variável com o rácio mais explicativo, variável esta que consiste no resultado líquido do exercício sobre o total de ativos. Esta variável verifica-se estatisticamente significativa com um grau de confiança de 99%, dado que o seu valor-p é 0,000. Contrariamente ao esperado, esta variável tem um impacto negativo no modelo, o que proporcionará um índice de endividamento menor, ou seja, menor recorrência a capitais alheios o que pode ser visto como um sinal de uma gestão ineficiente, de acordo com Song e Walkling (1993) referidos por Erdogan (2012) e Leepsa e Mishra (2014), e por isso estas empresas podem ser alvo de aquisição na medida em que o adquirente assume esta dívida, mesmo que reduzida, para aumentar o seu valor, dado que quanto mais elevado o nível de capitais próprios e alheios, maior a possibilidade de criação de valor.

Salienta-se que duas das variáveis que constituem o modelo final, diversificação e rendibilidade do ativo, apresentam um sinal contrário ao que era esperado de acordo com o retirado da literatura apresentada por Zenner et al. (2003) exposto por Pereira (2017); Holl et al. (2011) mencionado por Aevoae (2018); Renneboog e Vansteenkiste (2019); Song e Walkling (1993) mencionados por Erdogan (2012); Leepsa e Mishra (2014) e Queirós et al. (2020), relativa a este tema, o que se deve às empresas que constituem a amostra. Contudo, confirma-se que quanto maior a rendibilidade dos capitais próprios e, deste modo, o rendimento conseguido, maior o desejo de criação de valor que pode ser conseguido através de financiamento por capitais alheios.

No que concerne à principal questão de investigação do presente trabalho “ De que forma as F&A influenciam o índice de endividamento das empresas envolvidas?”, verifica-se que, tendo por base o modelo final estabelecido neste estudo, o índice de endividamento, analisado através do índice de passivo total é influenciado pelas variáveis diversificação, rendibilidade dos capitais próprios e rendibilidade do ativo. Assim, as F&A revelam um impacto positivo ao nível do endividamento das empresas envolvidas quando esta operação de concentração se realiza entre empresas não relacionadas, que apresentem uma rendibilidade de capitais próprios consideravelmente elevada e uma rendibilidade do ativo reduzida.

No decorrer da elaboração do presente estudo, destacaram-se algumas limitações. Tendo como objetivo o estudo da criação de valor nas F&A em Portugal, seria expectável uma amostra com uma dimensão superior à conseguida, contudo, considerando o número de F&A realizadas por ano bem como as restrições impostas, a amostra demonstra-se inferior ao esperado. Esta redução da amostra deveu-se ainda à exclusão de algumas sociedades visto que estas não apresentavam valores em algumas das rubricas requeridas ou a impossibilidade de acesso a algumas destas sociedades, o que dificultou a obtenção de dados. Como consequência destas restrições a amostra incluiu 214 empresas, sendo grande parte empresas adquiridas.

Embora os objetivos definidos tenham sido concretizados e as questões de investigação tenham sido respondidas, através do estudo realizado foi possível identificar algumas melhorias que poderiam ser alcançadas. Posto isto, sugere-se que num trabalho futuro se possa estender o período analisado, associar novas variáveis que não foram consideradas neste trabalho relacionadas com o mercado onde se iria procurar estudar o impacto na cotação das ações, procedendo à sua análise num período pré e pós fusão.

Em suma, a criação de valor tendo por base operações de concentração empresarial, em particular F&A, depende de vários elementos pelo que o seu estudo aprofundado e cada vez mais recorrente não se demonstra redundante.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aevoae, G. M. (2018). How can we create value from enterprise concentrations? A meta-analysis of the scientific literature on M&AS in the european union. *EURINT*, 5, 63-87. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/329702474_HOW_CAN_WE_CREATE_VALUE_FROM_ENTERPRISE_CONCENTRATIONS_A_META-ANALYSIS_OF_THE_SCIENTIFIC_LITERATURE_ON_MAs_IN_THE_EUROPEAN_UNION [Acedido em fevereiro 20, 2020].
- Aggarwal–Gupta, M., Kumar, R., & Upadhyayula, R. S. (2012). Success of a merger or acquisition-a consideration of influencing factors. *International Journal of Management Practice*, 5(3), 270-286. DOI: [10.1504/IJMP.2012.048076](https://doi.org/10.1504/IJMP.2012.048076) [Acedido em fevereiro 20, 2020].
- Alinejad, S., & Anvari, A. (2019). The mediating effect of collaborative structure and competitive intensity on the relationship between process management and organizational performance. *Iranian Journal of Management Studies*, 12 (1), 149-174. DOI: [10.22059/ijms.2018.259810.673169](https://doi.org/10.22059/ijms.2018.259810.673169) [Acedido em janeiro 2, 2020].
- Andriuskevicius, K. (2019). Comparison of value creation through M&A in European Union. *Engineering Economics*. 30 (2), 187 – 194. DOI: [10.5755/j01.ee.30.2.21981](https://doi.org/10.5755/j01.ee.30.2.21981) [Acedido em novembro 13, 2019].
- Assunção, M. A. A. (2016). *Fusões e aquisições no contexto de reestruturação do grupo*. (Dissertação de mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto – IPP, Porto, Portugal). Disponível no Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto <http://hdl.handle.net/10400.22/9707> [Acedido em outubro 8, 2019].
- Autoridade da Concorrência. (2010). *Site da AdC*. Disponível em <http://www.concorrencia.pt/vPT/Paginas/HomeAdC.aspx> [Acedido em julho 1, 2020].
- Baldé, G. (2016). *As fusões e aquisições como mecanismos de criação de valor: Estudo de caso da NOS Comunicações*. (Dissertação de mestrado, Instituto Superior de Gestão – UL, Lisboa, Portugal). Disponível no Repositório Científico de Acesso Aberto de Portugal <http://hdl.handle.net/10400.26/18042> [Acedido em outubro 16, 2019].
- Brandão, A. M. S., de (2015). *Criação de valor em fusões e aquisições horizontais: o caso da lusitania companhia de seguros, S.A.* (Dissertação de mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto – IPP, Porto, Portugal). Disponível no Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto <http://hdl.handle.net/10400.22/7826> [Acedido em outubro 16, 2019].
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais*. (8ª edição) Madrid: McGraw Hill.
- Brito, P. J. T., de (2017). *Modelos de avaliação de empresas cotadas e não cotadas na bolsa: uma aplicação ao sector bancário de Cabo Verde*. (Dissertação de mestrado, Escola Superior de Tecnologia e Gestão –IPB, Bragança, Portugal). Disponível na

Biblioteca Digital do IPB <http://hdl.handle.net/10198/17744> [Acedido em fevereiro 5, 2020].

Calipha, R., Tarba, S. & Brock, D (2010). Mergers and acquisitions: a review of phases, motives and success factors. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 9, 1-24. DOI: [10.1108/S1479-361X\(2010\)0000009004](https://doi.org/10.1108/S1479-361X(2010)0000009004) [Acedido em dezembro 30, 2019].

Carvalho, A. I. C., da (2015). *As dinâmicas das Fusões e Aquisições Domésticas e Internacionais: UE- 27 países*. (Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia – UP, Porto, Portugal). Disponível no Repositório Aberto da UP <https://hdl.handle.net/10216/84950> [Acedido em outubro 15, 2019].

Código Comercial, Código das Sociedades Comerciais e legislação conexas (2015). Código das Sociedades Comerciais. 19ª edição. Porto: Porto Editora.

Códigos tributários e legislação conexas (2017). Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas. 17ª edição. Porto: Porto Editora.

Conselho da União Europeia (2004). Regulamento (CE) nº 139/2004 do Conselho de 20 de janeiro de 2004 relativo ao controlo das concentrações de empresas: regulamento das concentrações comunitárias. *Jornal Oficial da União Europeia*. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004R0139&from=PT> [Acedido em outubro 22, 2019].

Conselho da União Europeia (2009). Diretiva 2009/133/CE do Conselho de 19 de outubro de 2009 relativa ao regime fiscal comum aplicável às fusões, cisões, cisões parciais, entradas de ativos e permutas de ações entre sociedades de Estados-Membros diferentes e à transferência da sede de uma SE ou de uma SCE de um Estado-Membro para outro. *Jornal Oficial da União Europeia*. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0133&from=PT> [Acedido em outubro 22, 2019].

Conselho da União Europeia (2011). Diretiva 2011/35/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 5 de abril de 2011 relativa à fusão das sociedades anónimas. *Jornal Oficial da União Europeia*. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0035&from=EL> [Acedido em outubro 22, 2019].

Cuyper, I. R. P., Cuyper, Y. & Martin, X. (2017). When the target may know better: Effects of experience and information asymmetries on value from mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal*, 38 (3), 609 – 625. DOI: [10.1002/smj.2502](https://doi.org/10.1002/smj.2502) [Acedido em janeiro 15, 2020].

Damodaran, A. (2002). *Finanças Corporativas Aplicadas - Manual do Usuário*. Porto Alegre: Bookman.

Erdogan, A.I. (2012). The determinants of mergers and acquisitions: evidence from Turkey. *International Journal of Economics and Finance*, 4(4), 72-77. DOI: [10.5539/ijef.v4n4p72](https://doi.org/10.5539/ijef.v4n4p72) [Acedido em dezembro 30, 2019].

- Fernandes, J. M. B. P. C., de (2013). *A 6ª vaga de fusões e aquisições no contexto europeu*. (Dissertação de mestrado, Escola de Economia e Gestão - UM, Braga, Portugal). Disponível no Repositório da UM <http://hdl.handle.net/1822/24956> [Acedido em outubro 30, 2019].
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, aquisições e reestruturação de empresas*, Vol. I. Lisboa: Edições sílabo.
- Filipovic, D., Sapunar, I. & Sapunar, G. (2011). Overview of crucial variables for M&A success. *Annals of DAAAM & Proceedings*, 22, 807-808. Disponível em https://www.daaam.info/Downloads/Pdfs/proceedings/proceedings_2011/0807_Filipovic.pdf [Acedido em dezembro 30, 2019].
- Galvão, R. M. M. (2017). *Avaliação de desempenho com base na criação de valor: value drivers do eva®: estudo com empresas cotadas na euronext lisbon*. (Dissertação de mestrado, Escola Superior de Ciências Empresariais – IPS, Setúbal, Portugal). Disponível no *Repositório Comum* <http://hdl.handle.net/10400.26/19644> [Acedido em outubro 16, 2019].
- Guimarães, J. P. R. (2012). *Fusões e aquisições no seio das PME portuguesas*. (Dissertação de mestrado, ISCTE Business School- IUL, Lisboa, Portugal). Disponível no Repositório Científico do ISCTE – IUL <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/5053> [Acedido em julho 7, 2020].
- Hitt, M. A., King, D., Krishnan, H., Makri, M. Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2012). Creating value through mergers and acquisitions. In D. Faulkner, S. Teerikangas, & R. Joseph (eds.), *Handbook of mergers & acquisitions* (71–113). Oxford: Oxford University Press. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/283314433_Creating_Value_Through_Mergers_and_Acquisitions [Acedido em janeiro 15, 2020].
- Iankova, S. (2014). Main factors of success in mergers and acquisitions' performance. *Annual of Sofia University "St. Kliment Ohrids"*, 12, 373-389. Disponível em <https://www.ceeol.com/search/article-detail?id=411980> [Acedido dezembro 30, 2019].
- Instituto das Tecnologias de Informação na Justiça (n.d). *Site do Portal da Justiça*. Disponível em <https://publicacoes.mj.pt/Pesquisa.aspx> [Acedido em julho 15, 2020].
- Kayo, E. K., Patrocínio, M. R. & Martin, D. M. L. (2009). Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento. *Revista de Administração*, 44, 59-69. Disponível em <http://www.spell.org.br/documentos/ver/6824/intangibilidade-e-criacao-de-valor-em-aquisicoes--o-papel-moderador-do-endividamento> [Acedido em novembro 9, 2019].
- Leepsa, N. M., & Mishra, C. S. (2014). An examination of success of mergers and acquisitions in Manufacturing Sector in India using index score. *Annual Symposium*

- on Management and Social Sciences*. Disponível no dspace do National Institute of Technology Rourkela <http://hdl.handle.net/2080/218> [Acedido dezembro 30, 2019].
- Leite, M. C. S. R., Silva, A. J. P. & Martins, E. S. (2018). Pesquisa qualitativa em teses de doutorado: Uma análise do triénio 2013-2015. *Revista Expressão Católica*, 6, 43-53. DOI: [10.25190/rec.v6i1.2120](https://doi.org/10.25190/rec.v6i1.2120) [Acedido em fevereiro 27, 2020].
- Maksimovic, V., Phillips, G. & Yang, L. (2013) Private and Public Merger Waves. *The Journal of Finance*, 68 (5), 2177-2217. DOI: [10.1111/jofi.12055](https://doi.org/10.1111/jofi.12055) [Acedido em julho 7, 2020].
- Marôco, J. (2014). *Análise estatística com o SPSS statistics*. (6ª edição). Pêro Pinheiro: Report Number - Análise e Gestão de Informática, Lda.
- Matos, P.V. & Rodrigues, V. (2000). *Fusões e Aquisições: motivações, efeitos e política*. Cascais: Principia.
- Moderno, P.M.F. (2016). *Fusões e aquisições no setor bancário em portugal: análise do caso Millennium BCP e Banco BPI*. (Dissertação de mestrado, Escola Superior de Tecnologia e Gestão – IPL, Leiria, Portugal). Disponível no Repositório Institucional de Informação Científica do IPL <http://hdl.handle.net/10400.8/2333> [Acedido em janeiro 10, 2020].
- Mujamena, L.A. (2015). *Fusões e aquisições: uma alternativa a estratégias de permanência e crescimento das MPME no mercado luandense - O caso Cuilo e Silver Star*. (Dissertação de mestrado, Escola de Ciências Sociais – UE, Évora, Portugal). Disponível no Repositório Digital de Publicações Científicas da UE <http://hdl.handle.net/10174/15859> [Acedido em janeiro 10, 2020].
- Mussi, R. F. F., Mussi, L. M. P. T., Assunção, E. T. C. & Nunes, C. P. (2019). Pesquisa quantitativa e/ou qualitativa: distanciamentos, aproximações e possibilidades. *Revista Sustinere*, 7 (2), 414-430. DOI: [10.12957/sustinere.2019.41193](https://doi.org/10.12957/sustinere.2019.41193) [Acedido em fevereiro 17, 2020].
- Narkunienė J., Ulbinaitė A. (2018). Comparative analysis of company performance evaluation methods. *The International Journal Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 6(1), 125 - 138. DOI: [10.9770/jesi.2018.6.1\(10\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2018.6.1(10)) [Acedido em dezembro 26, 2019].
- Pereira, A. R. G. (2017). *Criação de valor em fusões e aquisições: o caso dos bancos portugueses*. (Dissertação de mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto - IPP, Porto, Portugal). Disponível no Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto <http://hdl.handle.net/10400.22/11172> [Acedido em outubro 8, 2019].
- Pinto, S. T. (2016). *Determinantes e efeitos das fusões e aquisições: o caso da fusão entre a Zon e a Optimus*. (Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia do Porto – UP, Porto, Portugal). Disponível no Repositório Aberto da UP <https://hdl.handle.net/10216/86483> [Acedido em outubro 29, 2019].

- Queirós, M., Mota, C., Silva, E.S., Pereira, A. & Resende M. (2020). *Análise financeira de empresas*. Porto: Quântica Editora.
- Rabier, M. R. (2017). Acquisition motives and the distribution of acquisition performance. *Strategic Management Journal*, 38 (13), 2666-2681. DOI: [10.1002/smj.2686](https://doi.org/10.1002/smj.2686) [Acedido em fevereiro 5, 2020].
- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650-699. DOI: [10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010) [Acedido em fevereiro 18, 2020].
- Roberts, A., Wallace, W. & Moles, P. (2010) *Mergers and acquisitions*. Disponível em <https://www.ebsglobal.net/EBS/media/EBS/PDFs/Mergers-Acquisitions-Course-Taster.pdf>. [Acedido em outubro 29, 2019].
- Rodrigues, J. (2010). *Avaliação do desempenho das organizações*. Lisboa: Escolar Editora.
- Romano, P. R. & Almeida, V. S. (2015). Análise dos efeitos em mercado de capitais decorrentes de fusões: O caso BRF S.A. *Revista de Administração Contemporânea*. 19 (5), 606 – 625. DOI: [10.1590/1982-7849rac20151890](https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151890) [Acedido em outubro 16, 2019].
- Rompotis, G. G. (2015). Mergers and acquisitions: types, principles, historical information and empirical evidence from the Greek banking sector. *Aestimatio: The IEB International Journal of Finance*, 10, 32-65. DOI: [10.5605/IEB.10.2](https://doi.org/10.5605/IEB.10.2). [Acedido em janeiro 2, 2020].
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J. & Lamb, R. (2015). *Administração Financeira*. Versão brasileira de Corporate Finance (10ª edição). Porto Alegre: AMGH. Disponível em <https://www.studocu.com/en/document/inseec-alpes-savoie/financial-risk-management/other/362911820-administracao-financeira-stephen-a-ross-pdf-copia/2620368/view>. [Acedido em outubro 15, 2019].
- Silva, E. S. (2015). *Fusões e aquisições: Abordagem contabilística, financeira e fiscal*. Porto: Vida Económica.
- Silva, E. S., Kayo, E. K. & Nardi, R. Y. S. (2016). Governança corporativa e criação de valor em aquisições. *REGE – Revista de Gestão*, 23 (3), 222-232. DOI: [10.1016/j.rege.2016.06.004](https://doi.org/10.1016/j.rege.2016.06.004) [Acedido em janeiro 15, 2020].
- Silva, F. L. (2016). *As operações de reestruturação empresarial como instrumento de planeamento fiscal*. Coimbra: Almedina.
- Silva, N. R., da (2013). *Fusões: uma análise multidisciplinar*. (Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia – UC, Coimbra, Portugal). Disponível no Repositório Científico da UC <http://hdl.handle.net/10316/24550> [Acedido em outubro 29, 2019]
- Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (n.d). *Site do SABI*. Disponível em <https://sabi.bvdinfo.com/> [Acedido em julho 15, 2020]

- Vazirani, N. (2015). A Literature Review on Mergers and Acquisitions Waves and Theories. *SIES: Journal of Management*, 11, 3–9. Disponível em <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,cookie,shib,uid&db=bth&AN=112361920&lang=pt-pt&site=eds-live&scope=site> [Acedido em janeiro 2, 2020].
- Vinogradova, V. (2018). Value creation through external growth strategy: the architecture of successful performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(3), 847-882. DOI: [10.1007/s11156-017-0690-5](https://doi.org/10.1007/s11156-017-0690-5) [Acedido em janeiro 2, 2019] .
- Yaghoubi, R., Yaghoubi, M., Locke, S. M. & Gibb, J. L. (2016). Mergers and acquisitions: a review (part 2). *Studies in Economics and Finance*, 33 (3), 437 – 464. DOI: [10.1108/SEF-07-2015-0165](https://doi.org/10.1108/SEF-07-2015-0165) [Acedido em novembro 6, 2019].

Apêndice I – Teste à normalidade das variáveis quantitativas

Variáveis	Valor-p	
	Kolmogorov-Smirnov	Shapiro-Wilk
Rendibilidade dos Capitais Próprios	0,000	0,000
Dimensão	0,000	0,000
Liquidez Geral	0,000	0,000
Liquidez Reduzida	0,000	0,000
Índice de Cobertura de juros	0,000	0,000
Índice de Passivo Total	0,000	0,000
Retorno sobre o Investimento	0,000	0,000
Rendibilidade do Ativo	0,000	0,000
Margem Bruta das Vendas	0,000	0,000
Rotação do Ativo	0,000	0,000

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Apêndice II – Coeficiente de correlação de Spearman

	Rend_cap_próprios	Dimensão	Liq_Geral	Liq_Reduzida	Índ_Cobert_Juros	Índice_Passivo_Total	Retorno_Invest	Rend_Ativo	Margem_Bruta_Vendas	Rotação_Ativo
Rend_cap_próprios	1,000	0,061	0,062	0,064	-0,020	0,146 *	0,093	0,521 **	0,206 **	-0,067
Dimensão	-	1,000	-0,027	-0,079	0,083	0,097	-0,149 *	0,056	-0,320 **	0,104
Liq_Geral	-	-	1,000	0,920 **	-0,204 **	-0,592 **	0,054	0,405 **	0,085	0,111
Liq_Reduzida	-	-	-	1,000	-0,169 *	-0,498 **	0,038	0,366 **	0,228 **	0,027
Índ_Cobert_Juros	-	-	-	-	1,000	0,228 **	0,099	-0,052	-0,091	-0,226 **
Índice_Passivo_Total	-	-	-	-	-	1,000	-0,109	-0,506 **	0,091	-0,246 **
Retorno_Invest	-	-	-	-	-	-	1,000	0,173 *	0,143 *	0,142 *
Rend_Ativo	-	-	-	-	-	-	-	1,000	-0,023	0,250 **
Margem_Bruta_Vendas	-	-	-	-	-	-	-	-	1,000	-0,350 **
Rotação_Ativo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,000

* A correlação é significativa no nível 0,05. ** A correlação é significativa no nível 0,01.

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Apêndice III – Teste de Qui-Quadrado da Independência

	Ano da Operação	Ano da Observação	Categoria da Empresa	Diversificação	Modo de Pagamento	Tipo de Transação
Ano da Operação	-	0,000**	0,741	0,322	0,117	0,000**
Ano da Observação	-	-	0,741	0,322	0,117	0,000**
Categoria da Empresa	-	-	-	0,265	0,632	0,657
Diversificação	-	-	-	-	0,472	0,686
Modo de Pagamento	-	-	-	-	-	0,048*
Tipo de Transação	-	-	-	-	-	-

* A correlação é significativa no nível 0,05.

** A correlação é significativa no nível 0,01.

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Apêndice IV - Coeficiente V de Cramer e Phi para variáveis qualitativas

Variáveis	V de Cramer	Phi	Sig
Ano da Operação*Ano da Observação	1,000	2,000	0,000**
Ano da Operação*Categoria da Empresa	0,096	0,096	0,741
Ano da Operação*Diversificação	0,148	0,148	0,322
Ano da Operação*Modo de Pagamento	0,186	0,186	0,117
Ano da Operação*Tipo de Transação	0,393	0,393	0,000**
Ano da Observação *Categoria da Empresa	0,096	0,096	0,741
Ano da Observação *Diversificação	0,148	0,148	0,322
Ano da Observação *Modo de Pagamento	0,186	0,186	0,117
Ano da Observação *Tipo de Transação	0,393	0,393	0,000**
Categoria da Empresa*Diversificação	-	0,076	0,265
Categoria da Empresa*Modo de Pagamento	-	-0,033	0,632
Categoria da Empresa*Tipo de Transação	-	0,030	0,657
Diversificação*Modo de Pagamento	-	-0,049	0,472
Diversificação*Tipo de Transação	-	0,028	0,686
Modo de Pagamento*Tipo de Transação	-	-0,135	0,048*

* A correlação é significativa no nível 0,05.

** A correlação é significativa no nível 0,01.

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Apêndice V - Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney

Variáveis Quantitativas	Variáveis Qualitativas	Significância Exata Bilateral
Rendibilidade dos Capitais Próprios	Categoria da Empresa	0,596
	Diversificação	0,340
	Modo de Pagamento	0,567
	Tipo de Transação	0,632
Dimensão	Categoria da Empresa	0,478
	Diversificação	0,004**
	Modo de Pagamento	0,394
	Tipo de Transação	0,074
Liquidez Geral	Categoria da Empresa	0,907
	Diversificação	0,001**
	Modo de Pagamento	0,336
	Tipo de Transação	0,676
Liquidez Reduzida	Categoria da Empresa	0,596
	Diversificação	0,002**
	Modo de Pagamento	0,222
	Tipo de Transação	0,616
Índice de Cobertura de Juros	Categoria da Empresa	0,892
	Diversificação	0,467
	Modo de Pagamento	0,939
	Tipo de Transação	0,002**
Índice de Passivo Total	Categoria da Empresa	0,796
	Diversificação	0,000**
	Modo de Pagamento	0,722
	Tipo de Transação	0,266
Retorno sobre o Investimento	Categoria da Empresa	0,065
	Diversificação	0,007**
	Modo de Pagamento	0,736
	Tipo de Transação	0,268
Rendibilidade do Ativo	Categoria da Empresa	0,444
	Diversificação	0,005**
	Modo de Pagamento	0,514
	Tipo de Transação	0,112
Margem Bruta das Vendas	Categoria da Empresa	0,038*
	Diversificação	0,092
	Modo de Pagamento	0,070
	Tipo de Transação	0,022*
Rotação do Ativo	Categoria da Empresa	0,732
	Diversificação	0,779
	Modo de Pagamento	0,358
	Tipo de Transação	0,000**

* A correlação é significativa no nível 0,05.

** A correlação é significativa no nível 0,01.

Fonte: Adaptado do SPSS (2020).

Anexo I – Tabela da relação entre a variável Ano da operação e Categoria da empresa

		Categoria da Empresa		Total
		Não cotada	Cotada	
Ano da Operação	2014	74	1	75
	2015	38	1	39
	2016	51	0	51
	2017	32	1	33
	2018	16	0	16
Total		211	3	214

Fonte: SPSS (2020).

Anexo II – Tabela da relação entre a variável Ano da operação e Diversificação

Ano da Operação		Diversificação		Total
		F&A relacionada	F&A não relacionada	
2014		43	32	75
2015		28	11	39
2016		37	14	51
2017		20	13	33
2018		9	7	16
Total		137	77	214

Fonte: SPSS (2020).

Anexo III – Tabela da relação entre a variável Ano da operação e Modo de pagamento

		Modo de pagamento		Total
		Numerário	Outros	
Ano da Operação	2014	17	58	75
	2015	3	36	39
	2016	16	35	51
	2017	7	26	33
	2018	4	12	16
Total		47	167	214

Fonte: SPSS (2020).

Anexo IV – Tabela da relação entre a variável Ano da operação e Tipo de transação

Ano da Operação	Tipo de Transação		Total
	Fusão	Aquisição e Outros	
2014	0	75	75
2015	8	31	39
2016	0	51	51
2017	1	32	33
2018	4	12	16
Total	13	201	214

Fonte: SPSS (2020).

Anexo V – Tabela da relação entre a variável Ano da observação e Categoria da empresa

		Categoria da Empresa		Total
		Não cotada	Cotada	
Ano da Observação	2014	74	1	75
	2015	38	1	39
	2016	51	0	51
	2017	32	1	33
	2018	16	0	16
Total		211	3	214

Fonte: SPSS (2020).

Anexo VI – Tabela da relação entre a variável Ano da observação e Diversificação

Ano da Observação		Diversificação		Total
		F&A relacionada	F&A não relacionada	
2014		43	32	75
2015		28	11	39
2016		37	14	51
2017		20	13	33
2018		9	7	16
Total		137	77	214

Fonte: SPSS (2020).

Anexo VII – Tabela da relação entre a variável Ano da observação e Modo de pagamento

		Modo de pagamento		Total
		Numerário	Outros	
Ano da Observação	2014	17	58	75
	2015	3	36	39
	2016	16	35	51
	2017	7	26	33
	2018	4	12	16
Total		47	167	214

Fonte: SPSS (2020).

Anexo VIII – Tabela da relação entre a variável Ano da observação e Tipo de transação

		Tipo de Transação		Total
		Fusão	Aquisição e Outros	
Ano da Observação	2014	0	75	75
	2015	8	31	39
	2016	0	51	51
	2017	1	32	33
	2018	4	12	16
Total		13	201	214

Fonte: SPSS (2020).

Anexo IX – Tabela da relação entre a variável categoria da empresa e diversificação

Categoria da Empresa		Diversificação		Total
		F&A relacionada	F&A não relacionada	
Categoria da Empresa	Não cotada	136	75	211
	Cotada	1	2	3
Total		137	77	214

Fonte: SPSS (2020).

Anexo X – Tabela da relação entre a variável categoria da empresa e modo de pagamento

		Modo de pagamento		Total
		Numerário	Outros	
Categoria da Empresa	Não cotada	46	165	211
	Cotada	1	2	3
Total		47	167	214

Fonte: SPSS (2020).

Anexo XI – Tabela da relação entre a variável categoria da empresa e tipo de transação

		Tipo de Transação		Total
		Fusão	Aquisição e Outros	
Categoria da Empresa	Não cotada	13	198	211
	Cotada	0	3	3
Total		13	201	214

Fonte: SPSS (2020).

Anexo XII – Tabela da relação entre a variável diversificação e modo de pagamento

		Modo de pagamento		Total
		Numerário	Outros	
Diversificação	F&A relacionada	28	109	137
	F&A não relacionada	19	58	77
Total		47	167	214

Fonte: SPSS (2020).

Anexo XIII – Tabela da relação entre a variável diversificação e tipo de transação

		Tipo de Transação		Total
		Fusão	Aquisição e Outros	
Diversificação	F&A relacionada	9	128	137
	F&A não relacionada	4	73	77
Total		13	201	214

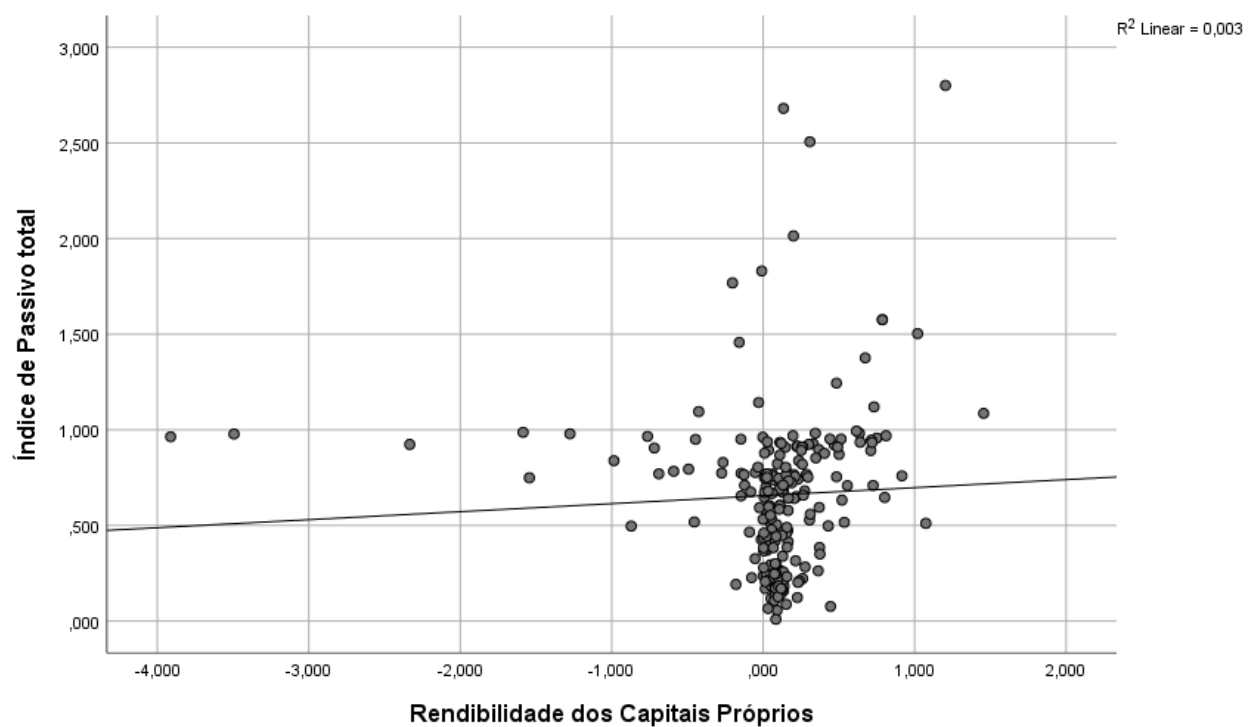
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XIV – Tabela da relação entre a variável modo de pagamento e tipo de transação

		Tipo de Transação		Total
		Fusão	Aquisição e Outros	
Modo de pagamento	Numerário	0	47	47
	Outros	13	154	167
Total		13	201	214

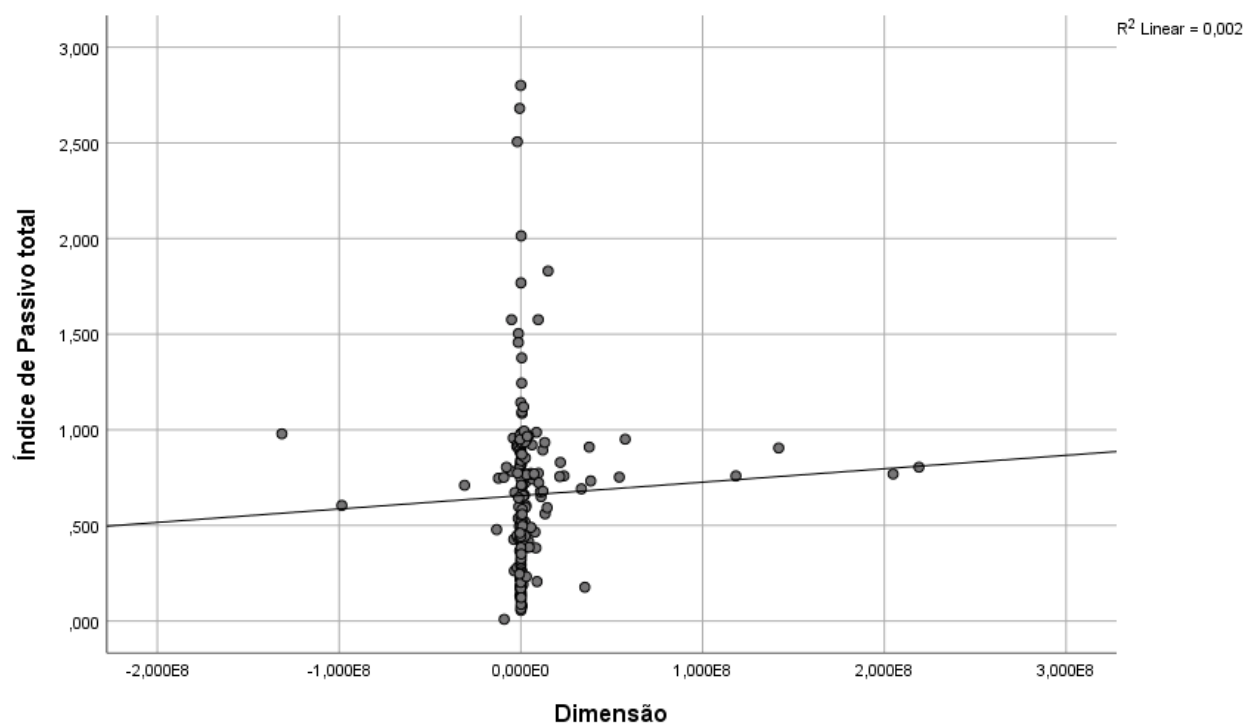
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XV – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Rendibilidade dos capitais próprios



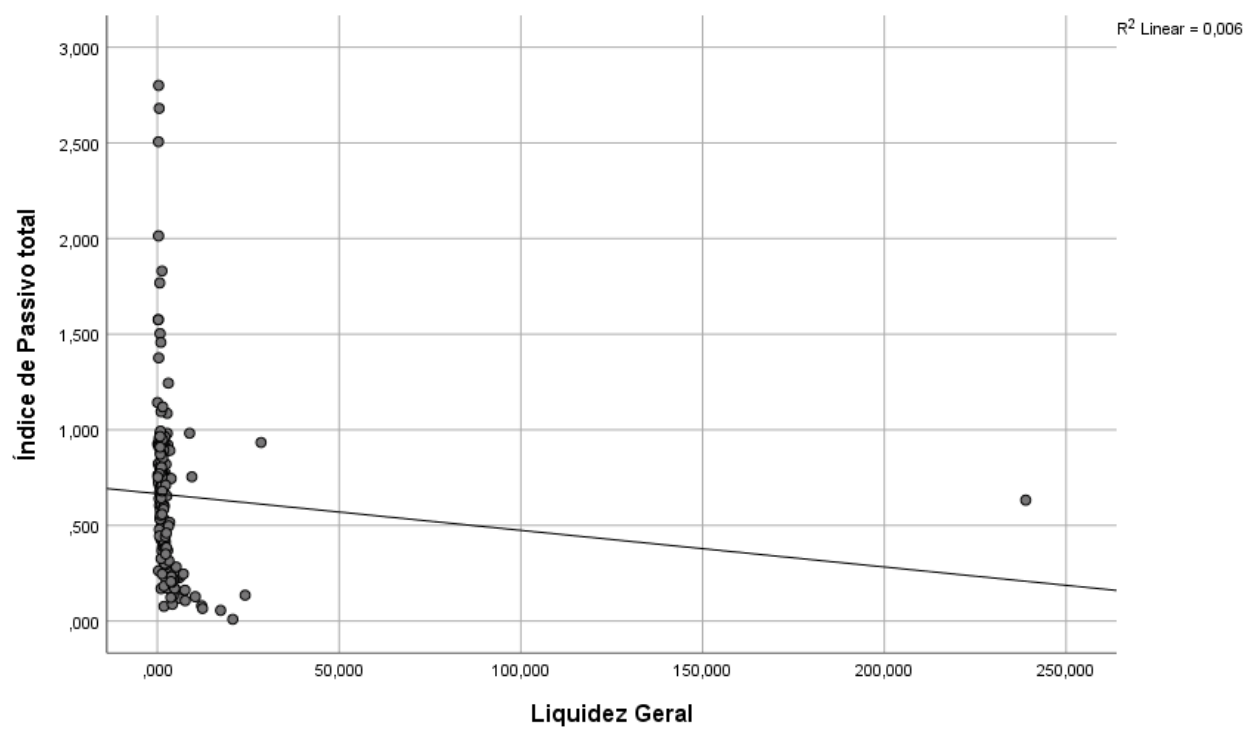
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XVI – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Dimensão



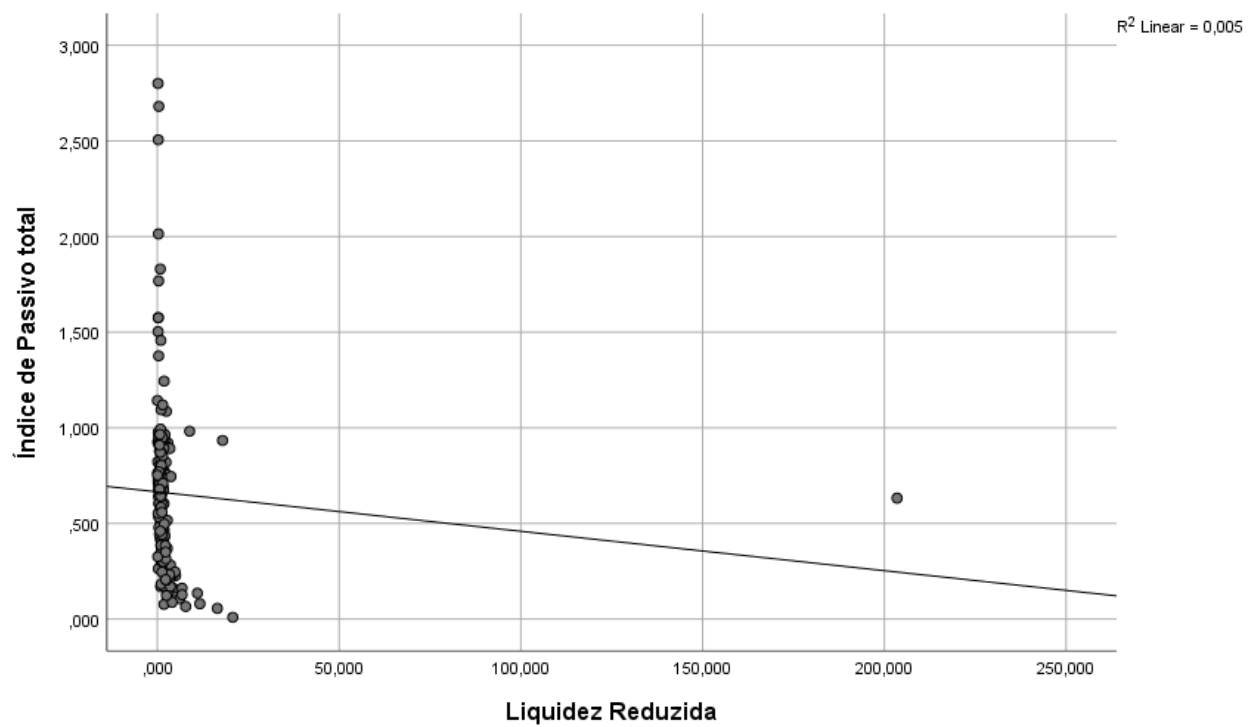
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XVII – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Liquidez geral



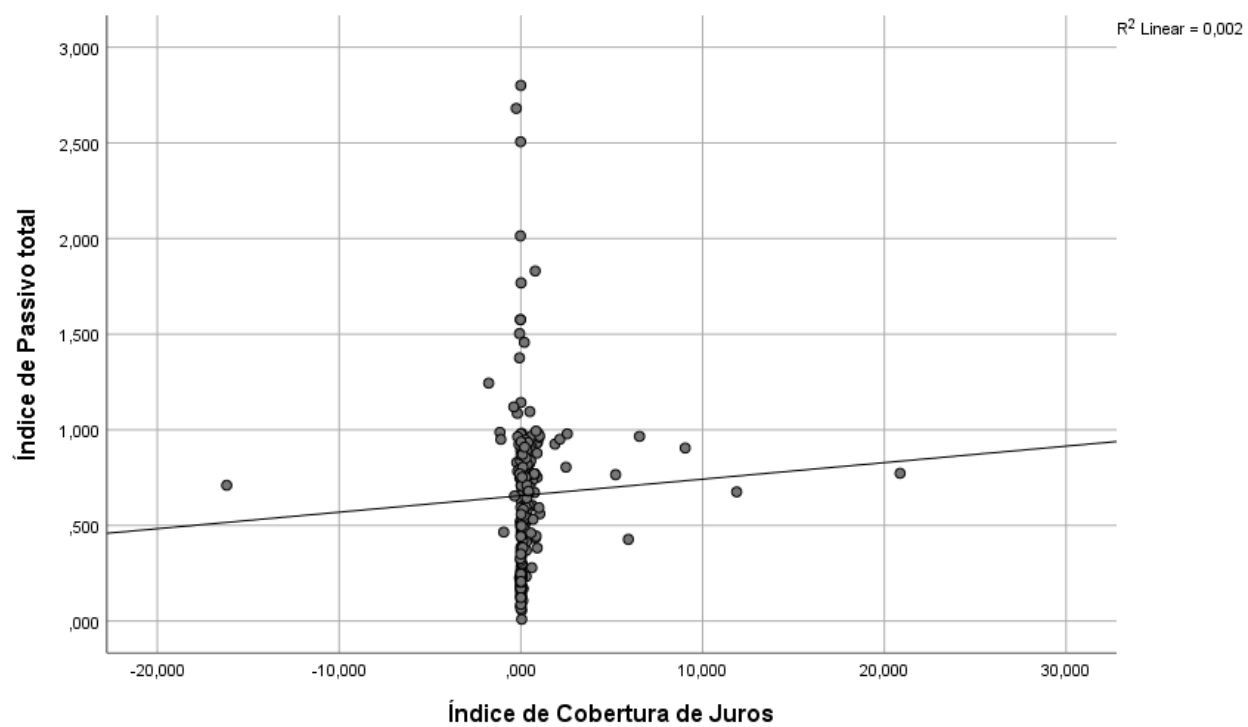
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XVIII – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Liquidez reduzida



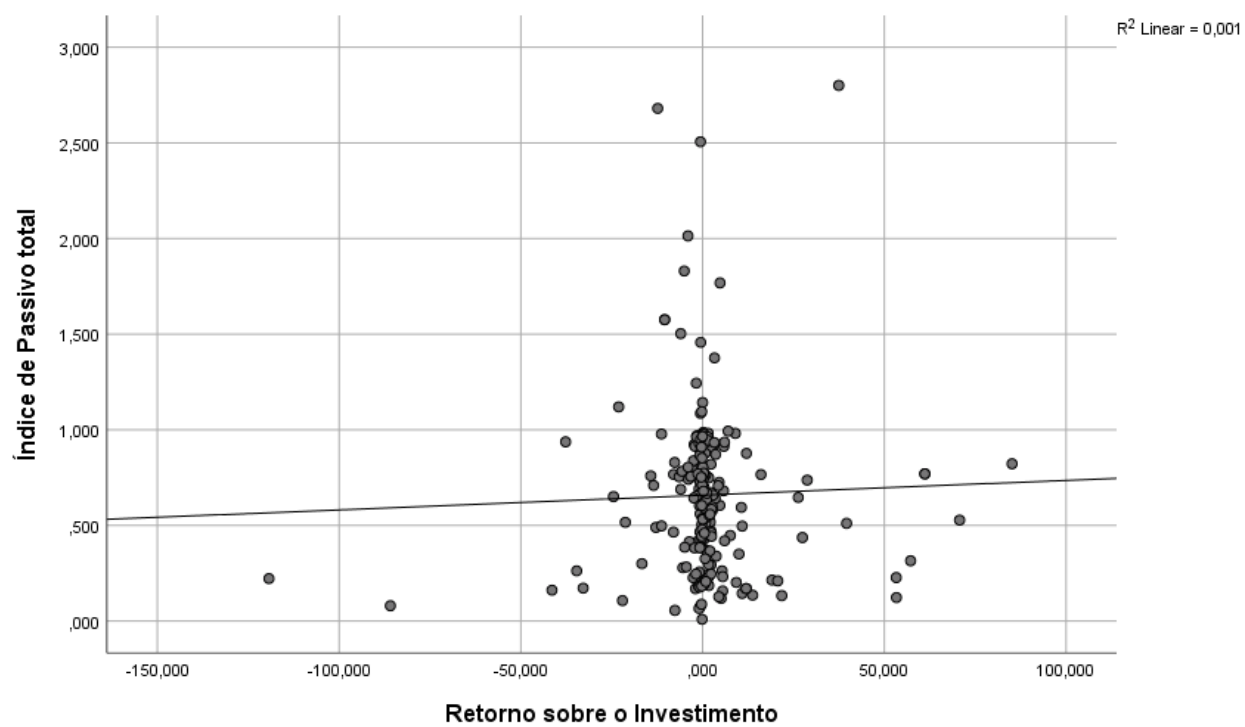
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XIX – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e o Índice de cobertura de juros



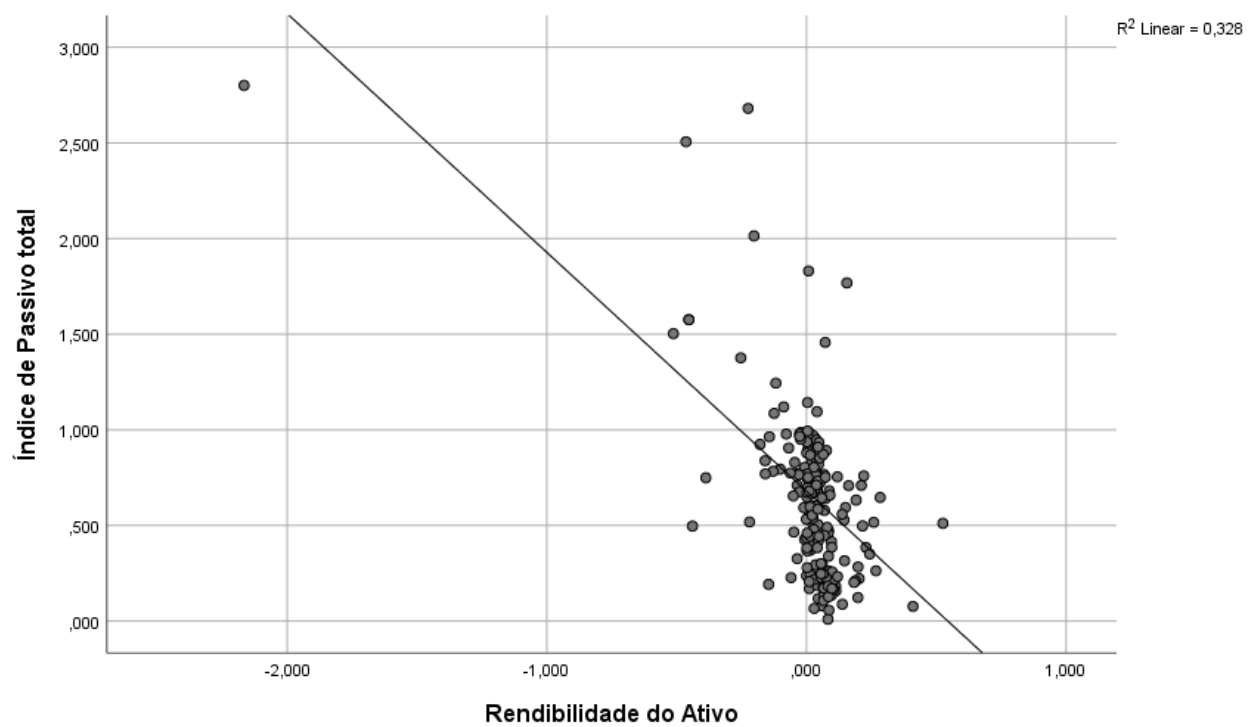
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XX– Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e o Retorno sobre o investimento



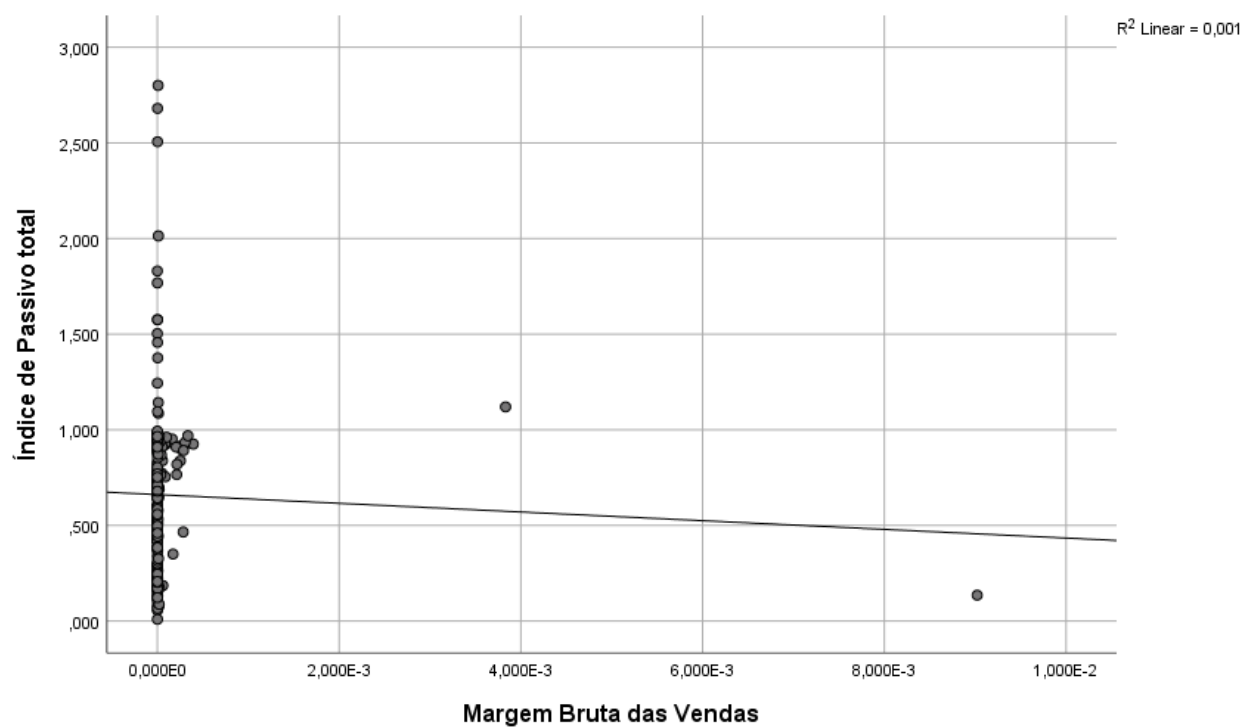
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXI – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Rendibilidade do ativo



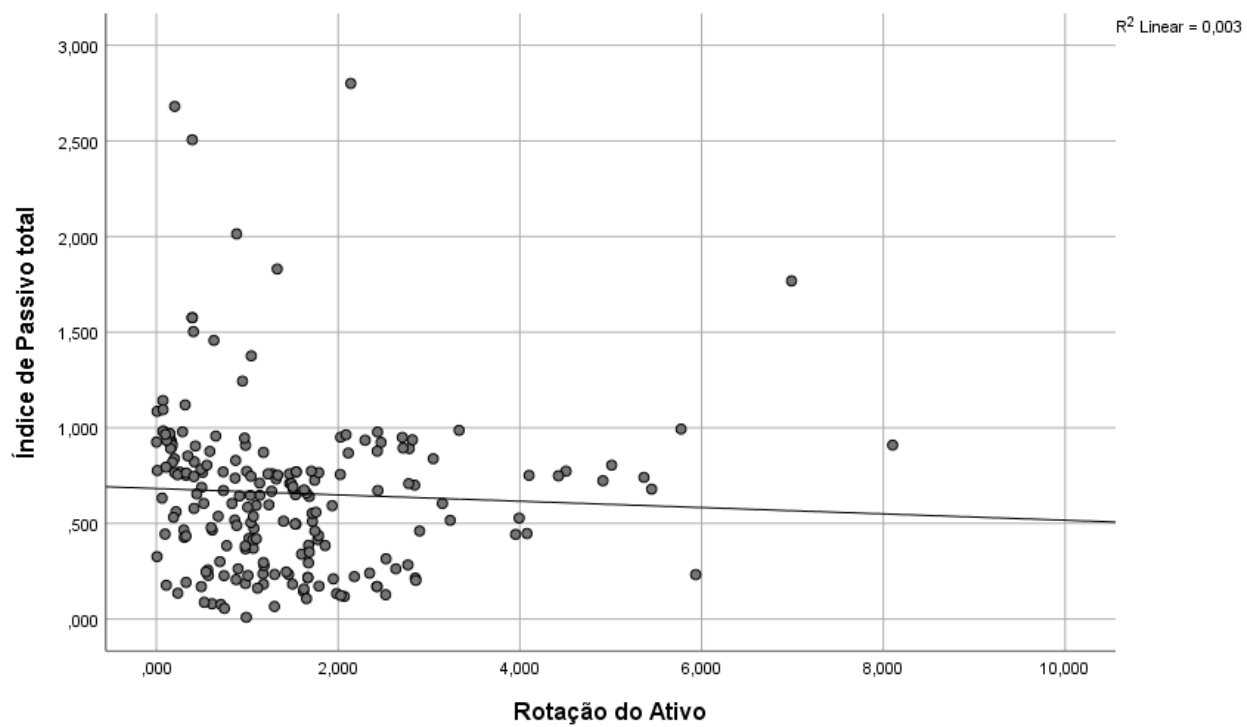
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXII – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Margem bruta das vendas



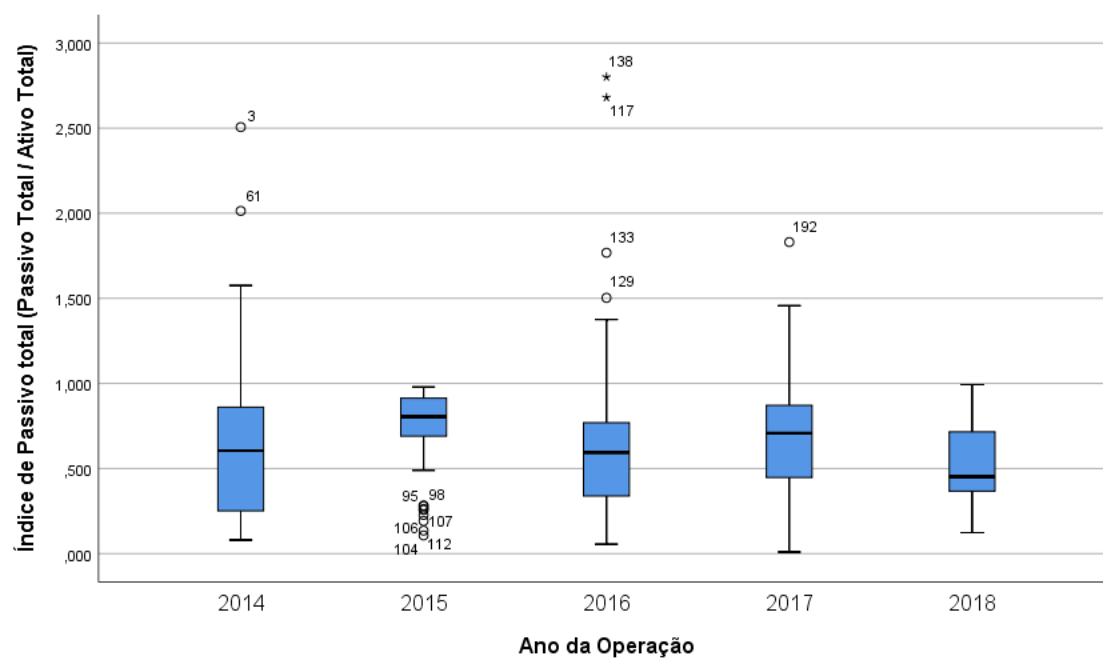
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXIII – Diagrama de dispersão entre o Índice de passivo total e a Rotação do ativo



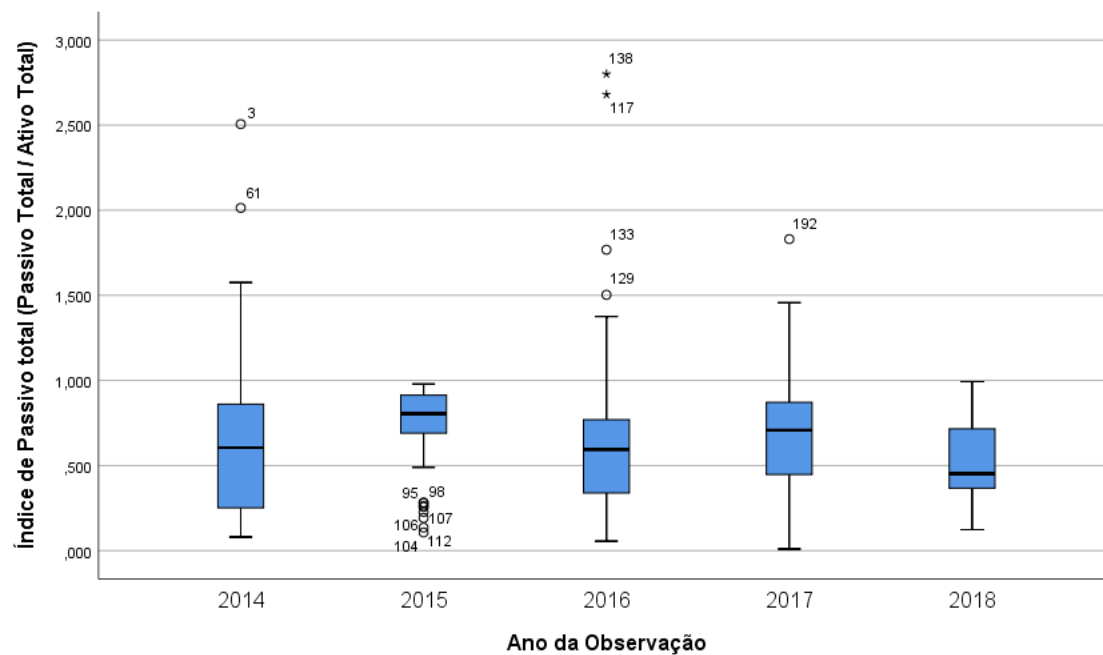
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXIV – *Boxplot* da variável Índice de passivo total e o Ano da operação



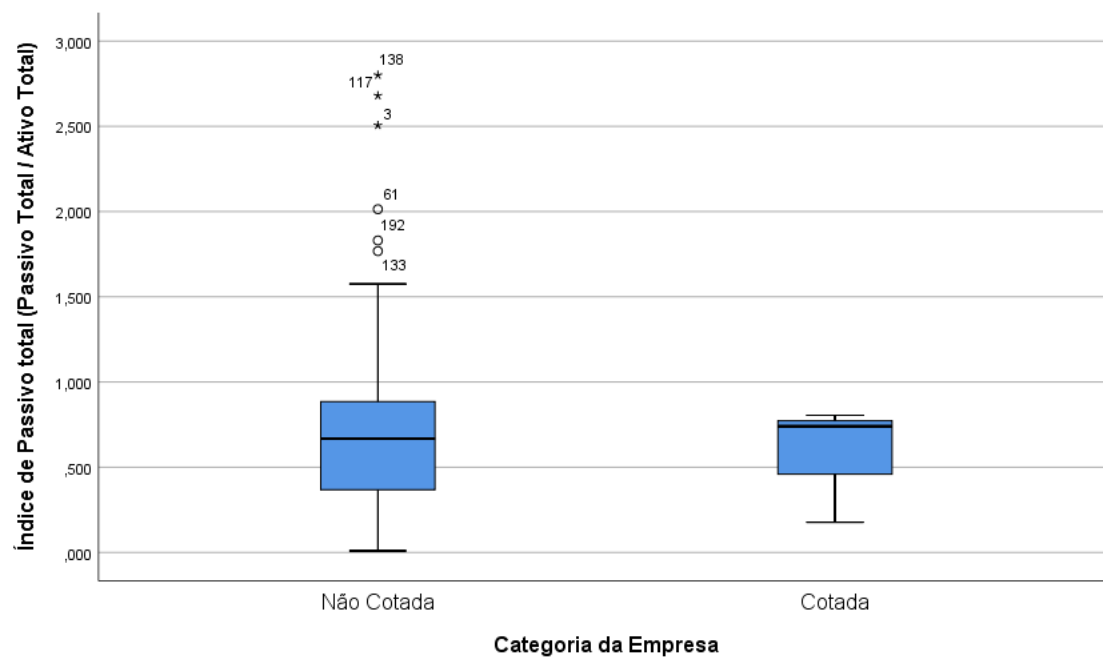
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXV – *Boxplot* da variável Índice de passivo total e o Ano da observação



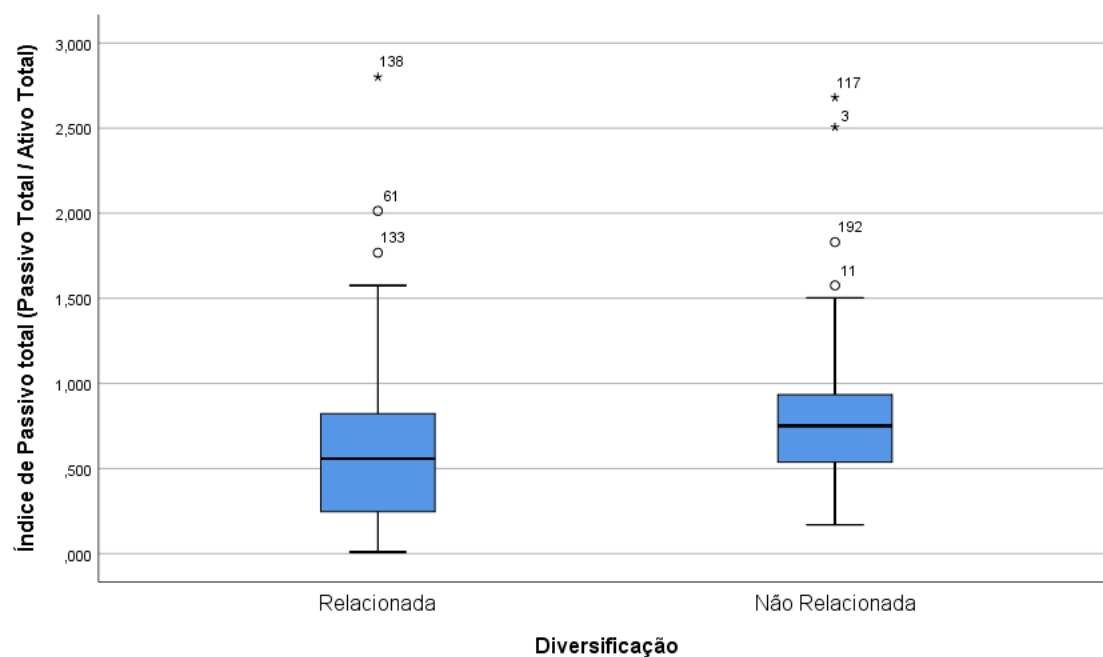
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXVI – *Boxplot* da variável Índice de passivo total e a Categoria da empresa



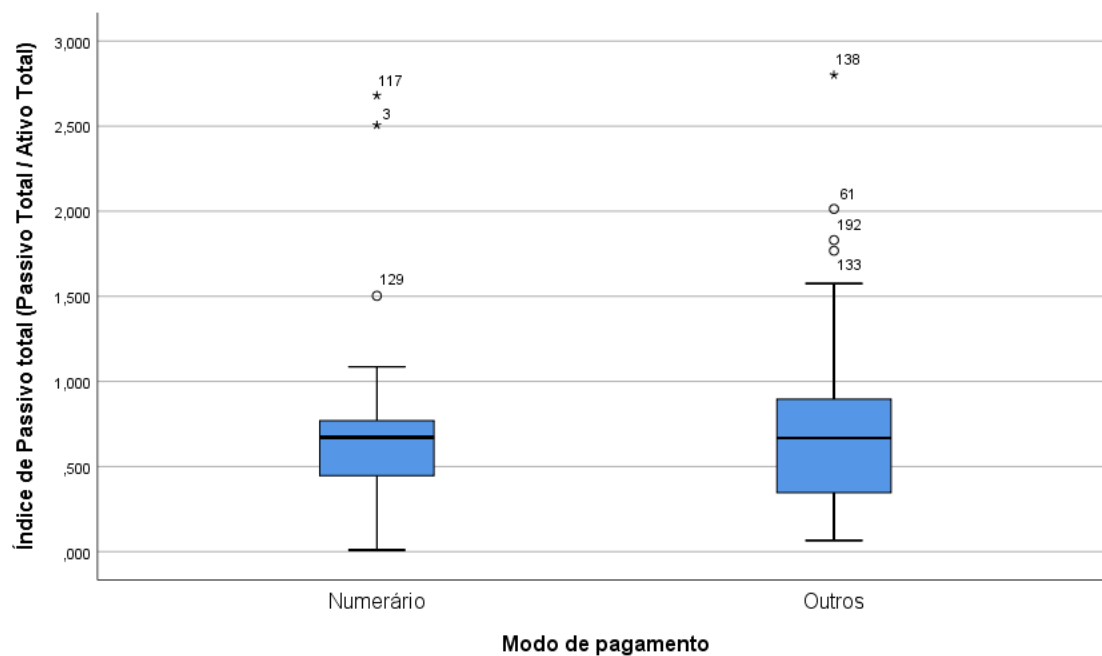
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXVII – *Boxplot* da variável Índice de passivo total e a Diversificação



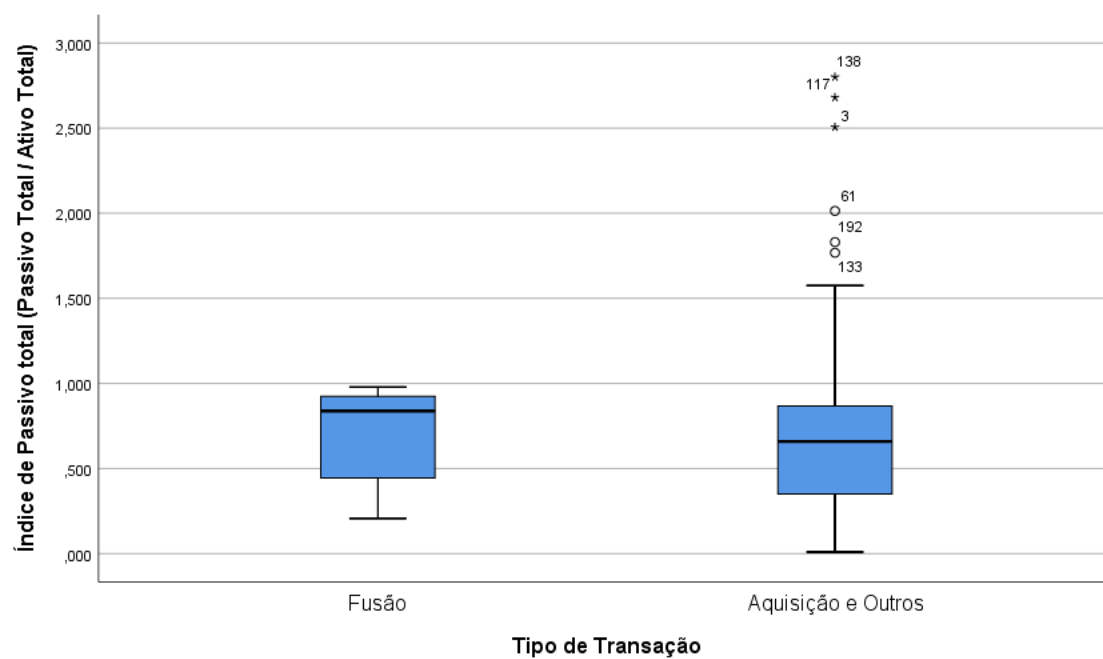
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXVIII – *Boxplot* da variável Índice de passivo total e o Modo de pagamento



Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXIX – *Boxplot* da variável Índice de passivo total e o Tipo de transação



Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXX – Tabela da ANOVA do modelo inicial

		ANOVA ^a				
Modelo		Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1	Regressão	14,500	14	1,036	8,807	,000 ^b
	Resíduo	23,403	199	,118		
	Total	37,903	213			

a. Variável Dependente: Índice de Passivo total.

b. Preditores: (Constante), Rotação do Ativo, Modo de pagamento, Diversificação, Índice de Cobertura de Juros, Categoria da Empresa, Rendibilidade do Ativo, Margem Bruta das Vendas, Retorno sobre o Investimento, Liquidez Reduzida, Ano da Observação, Rendibilidade dos Capitais Próprios, Diferença das Vendas, Tipo de Transação, Liquidez Geral

Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXXI – Tabela da ANOVA do modelo final

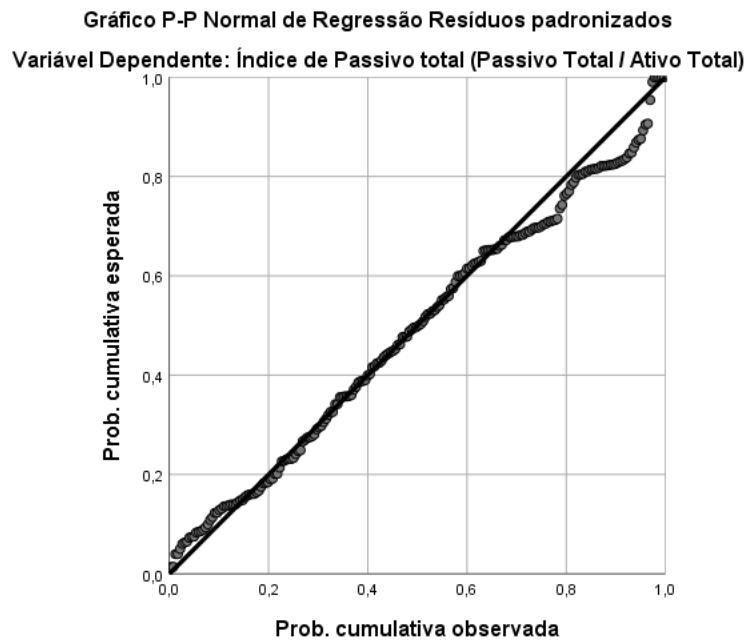
		ANOVA ^a				
Modelo		Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1	Regressão	14,016	3	4,672	41,075	,000 ^b
	Resíduo	23,887	210	,114		
	Total	37,903	213			

a. Variável Dependente: Índice de Passivo total

b. Preditores: (Constante), Rendibilidade do Ativo, Rendibilidade dos Capitais Próprios, Diversificação

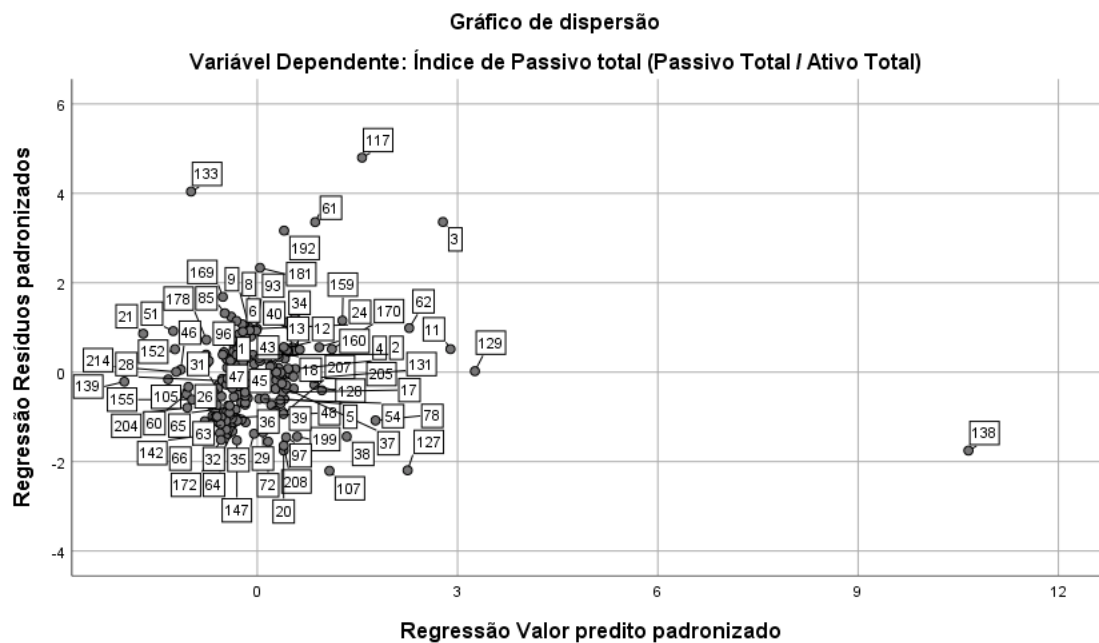
Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXXII – Gráfico da distribuição dos resíduos padronizados



Fonte: SPSS (2020).

Anexo XXXIII - Gráfico da dispersão dos resíduos padronizados



Fonte: SPSS (2020).