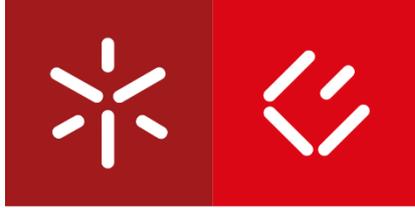


Daniela Veloso

**A criação de valor nas fusões e
aquisições:
O impacto das características dos
países e das indústrias**



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Daniela Veloso

**A criação de valor nas fusões e aquisições:
O impacto das características
dos países e das indústrias**

Dissertação de Mestrado
Mestrado em Gestão
Especialização em Gestão Financeira

Trabalho efetuado sob a orientação do
Professor Doutor Gilberto Ramos Loureiro

Maio de 2023

DIREITOS DE AUTOR E CONDIÇÕES DE UTILIZAÇÃO DO TRABALHO POR TERCEIROS

Este é um trabalho académico que pode ser utilizado por terceiros desde que respeitadas as regras e boas práticas internacionalmente aceites, no que concerne aos direitos de autor e direitos conexos.

Assim, o presente trabalho pode ser utilizado nos termos previstos na licença abaixo indicada.

Caso o utilizador necessite de permissão para poder fazer um uso do trabalho em condições não previstas no licenciamento indicado, deverá contactar o autor, através do RepositóriUM da Universidade do Minho.

Licença concedida aos utilizadores deste trabalho



Atribuição-Não-Comercial-SemDerivações

CC BY-NC-ND

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

Agradecimentos

Com o fim de uma das etapas mais importantes do meu percurso académico, gostaria de utilizar esta secção para agradecer a todos aqueles que participaram e me ajudaram nesta jornada.

Primeiro, gostava de agradecer ao meu orientador, Professor Gilberto Loureiro por me ter orientado, pela sua disponibilidade e contributo para a elaboração desta dissertação.

Segundo, gostaria de agradecer aos meus pais por todo o apoio emocional e financeiro que me permitiu chegar ao final de muitas etapas da minha vida, principalmente esta etapa que se concluí.

Por último, a todos os meus amigos, muitos dos quais conheci neste percurso e com quem partilhei esta jornada, pela paciência e ajuda, nunca será esquecida.

DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE

Declaro ter atuado com integridade na elaboração do presente trabalho académico e confirmo que não recorri à prática de plágio nem a qualquer forma de utilização indevida ou falsificação de informações ou resultados em nenhuma das etapas conducente à sua elaboração.

Mais declaro que conheço e que respeitei o Código de Conduta Ética da Universidade do Minho.

Resumo

As Fusões e Aquisições (F&A) desempenham um papel relevante na estratégia de algumas empresas. É uma atividade que tem vindo a ser estudada academicamente e por profissionais na área, avaliando os efeitos das mesmas para: os acionistas da empresa adquirente como os acionistas da empresa alvo e/ou para ambos. No entanto, os benefícios das mesmas não são claros principalmente nos retornos para os acionistas adquirentes.

No mundo dos negócios, existem várias formas de uma empresa inovar e expandir. As F&A poderão ser um dos meios para as empresas diversificarem os seus produtos através de aquisição de empresas de outra indústria, de diversificarem o mercado através de aquisições além-fronteiras, de inovarem tecnologicamente, podendo assim trazer vantagens para as empresas e os seus acionistas.

O presente estudo foca-se no retorno que os acionistas das empresas adquirentes têm quando adquirem empresas nas indústrias em crescimento ou nas maiores indústrias do país alvo. Foca-se também no impacto que a proteção dos acionistas no país da empresa adquirente tem nos retornos para os acionistas da empresa adquirente.

O estudo engloba aquisições desde o início de 2012 até ao fim de 2021 o que resulta em 13 490 eventos. Através da metodologia de *event study*, foram calculados os retornos anormais acumulativos (CARs) para os acionistas da empresa adquirente e estudados os efeitos de variáveis específicas nos mesmos através de regressões.

Neste estudo foi possível confirmar que a proteção dos acionistas no país da empresa adquirente têm de facto impacto nos retornos para os mesmos, com resultados estatisticamente significantes, quanto maior for a proteção dos acionistas no país da empresa adquirente, maior serão os retornos para os mesmos.

Contudo, não se tiram evidências estatisticamente significantes sobre o efeito das indústrias em crescimento, nem das maiores indústrias nos retornos para os acionistas da empresa adquirente.

Palavras-chave: Proteção dos acionistas, Empresa adquirente, Empresa alvo, Fusões e Aquisições, Indústrias em crescimento, Retornos Anormais Acumulativos,

Abstract

Mergers and acquisitions (M&A) play a relevant role in the strategy of the firms. It is an activity that has been studied academically and by professionals in the field to assess its effects: for the acquiring firms' shareholders as well as the target firms' shareholders and in cases for both combined. However, the benefits of them are not clear mainly in the returns for the acquiring shareholders.

In the business world, there are several ways for a firm to innovate and expand. M&A can be used as a way for firms to diversify products by acquiring firms from another industry, to diversify the market by cross-border acquisitions, to innovate technologically, and that may bring benefits to the companies and their shareholders.

This study focuses on the returns that shareholders of acquiring firms have when they acquire firms in growing industries or the largest industries in the target country. Also, studies the impact that shareholder rights in the acquiring firm country have on the returns for the shareholders of the acquiring firm.

The study encompasses acquisitions from the beginning of 2012 to the end of 2021 which results in 13,490 events. Using the event study methodology, the cumulative abnormal returns (CARs) for the acquiring firm's shareholders were calculated and the effects of specific variables on them were studied through regressions.

In this study it was possible to confirm that shareholder protection in the acquiring firm's country does have an impact on shareholder returns, with statistically significant results, the greater the shareholder protection in the acquiring firm's country, the greater the shareholder returns.

However, no statistically significant evidence is drawn on the effect of growing industries, nor of the largest industries on the acquiring shareholders returns.

Keywords Acquirer firm, Cumulative abnormal returns, Growing industries, Mergers and Acquisitions, Shareholders protection, Target firm

Índice

1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura	3
2.1. Criação de valor em fusões e aquisições.....	3
2.3. Impacto das indústrias nas F&A.....	6
3. Metodologia	8
3.1. Modelos de regressões.....	8
3.2. Event Study: CARs.....	9
3.3. Índice de proteção dos acionistas	10
3.4. Taxa de crescimento das indústrias	11
3.5. Variáveis de controlo	12
4.1. Retornos anormais acumulados (CARs)	17
5. Apresentação e discussão dos resultados.....	18
5.1. Efeito da proteção dos acionistas da empresa adquirente nos CARs.....	18
5.2. Efeito das indústrias em crescimento do país da empresa alvo nos CARs	20
5.3. Efeito das maiores indústrias no país da empresa alvo nos CARs	22
6. Conclusão.....	24
7. Referências.....	26
Apêndices	30
Apêndice A.....	30
Apêndice B.....	33
Apêndice C.....	41
Apêndice D.....	41
Apêndice E.....	42

Índice de tabelas

Tabela 1- Distribuição do valor de transação de F&A por ano.....	14
Tabela 2- N° de F&A por país e % no total	14
Tabela 3- N° de F&A por indústria das empresas e % na amostra.....	15
Tabela 4- Análise descritiva das variáveis	16
Tabela 5- Regressão H_1	19
Tabela 6- Regressão H_2	21
Tabela 7- Regressão H_3	23
Tabela 8- Descrição das indústrias.....	30
Tabela 9- Valor Acrescentado e Taxas de crescimento da Alemanha	33
Tabela 10- Valor Acrescentado e Taxas de crescimento da França	35
Tabela 11- Valor Acrescentado e Taxas de crescimento do Reino Unido	37
Tabela 12- Valor Acrescentado e Taxas de crescimento dos EUA	39
Tabela 13- Índice da proteção dos acionistas por país	41
Tabela 14- Descrição das variáveis	41
Tabela 15- Frequência de aquisições nas maiores indústrias e nas indústrias em crescimento	42

1. Introdução

Será que adquirir uma empresa numa indústria em crescimento no país dessa empresa, no ano da aquisição, trará maiores retornos para os acionistas a adquirirem? E adquirir na maior indústria do país da empresa alvo? E se a empresa adquirente tiver maior proteção para os seus acionistas no seu país? Será que os acionistas da empresa adquirente terão maiores retornos nestas situações?

Neste estudo pretende-se responder às questões anteriormente formuladas e avaliar a influência que a indústria da empresa alvo e o país da empresa adquirente têm na criação de valor nas fusões e aquisições (F&A) para os acionistas da empresa adquirente.

Masulis *et al.* (2007), afirmam que as aquisições estão entre as maiores formas de investimento empresarial, sendo consideradas uma das mais importantes estratégias e uma alternativa para o crescimento, o que leva a que o volume das mesmas se tenha expandido ao longo dos últimos 25 anos (Gaughan, 2005). O que inicialmente era um fenómeno visto principalmente nos Estados Unidos da América (EUA), ganhou um papel importante no mercado europeu (Chakrabarti & Mitchell, 2013).

Contudo, o sucesso desta estratégia é limitado. Apesar de não existir muitas atividades empresariais que oferecem a oportunidade de crescimento que as F&A oferecem, estas vêm associadas a um grande risco de insucesso. Vários estudos chegam à conclusão de que as empresas criam pouco ou nenhum valor ao fazerem aquisições (Hitt *et al.*, 2012), sendo que entre 50% a 80% das F&A falham a cumprir os seus objetivos antes ou depois de estarem completas (McGrath, 2011).

O insucesso de uma F&A, antes ou depois da sua conclusão, pode ser muito prejudicial para uma empresa. Dito isto, é de elevada importância que uma aquisição seja bem-sucedida tanto para a empresa adquirente como para a empresa alvo. Uma das muitas maneiras de avaliar o sucesso de uma aquisição será pela criação ou destruição de valor para os acionistas de ambas as empresas.

Concluídas extensas investigações, é afirmado pela literatura que acionistas da empresa alvo têm ganhos significativos e criação de valor no anúncio da F&A (Fuller *et al.*, 2002). Contudo, a literatura é mais incerta quanto aos efeitos das F&A nos acionistas da empresa adquirente. Enquanto Fuller *et al.* (2002) apresenta que os acionistas da empresa adquirente reportam retornos negativos ou iguais a zero, Agrawal *et al.* (1992) e Agrawal & Jaffe, (2000), dizem ter retornos ligeiramente positivos.

Com a aproximação de uma nova possível vaga de F&A é de essencial importância perceber melhor os benefícios e criação de valor associados às mesmas. Ao realizar este estudo, com base numa amostra de 13 490 aquisições desde 2012 até 2021 foi analisado o impacto da proteção dos acionistas no país da empresa adquirente, das indústrias em crescimento e das maiores indústrias no

país da empresa alvo na criação de valor para os acionistas da empresa adquirente, mais especificamente expor, se foi criado, conservado ou destruído valor.

Primeiramente, neste estudo é medida a criação de valor para os acionistas da empresa adquirente através dos retornos anormais acumulados (CARs) em duas *event windows*, uma de 5 dias e outra de 11 dias tendo em conta a data de anúncio da aquisição. Segundamente, são calculados as indústrias em crescimento e as maiores indústrias no país da empresa alvo e depois recolhido o nível de proteção dos acionistas no país da empresa adquirente.

Esta dissertação está dividida em 6 secções: secção 2 apresenta a revisão de literatura e as hipóteses a serem testadas, secção 3 descreve a metodologia utilizada, secção 4 apresenta a descrição da amostra e dados, secção 5 apresenta os resultados obtidos e discussão dos mesmos e a secção 6 apresenta as conclusões principais do estudo efetuado.

2. Revisão da Literatura

As F&A são indicadas como uma das estratégias mais populares através das quais as empresas podem criar valor e melhorar a sua competitividade (Brealey & Myers, 2011) e com isso crescer. Sudarsanam (2003) descreve as F&A como um meio “através da qual duas empresas se juntam para alcançar certas estratégias e objetivos de negócio, são transações de grande significância, não só para as próprias empresas, mas para outras partes, como trabalhadores, gestores, competidores, comunidades e a economia”.

F&A têm sido alvo de um conjunto variado de estudos de várias áreas como economia, finanças, contabilidade, marketing e gestão de tecnologias. Cada área considera as F&A através da sua própria lente, umas centram-se nas causas e características dos negócios de F&A, e outras preocupam-se com os ganhos e perdas resultantes das F&A (Choi *et al.* , 2020).

A literatura existente é predominantemente de estudos do mercado americano, uma vez que outrora as F&A eram um fenómeno visto principalmente nos Estados Unidos da América. As subsecções seguintes irão rever brevemente a criação de valor nas F&A, o impacto das indústrias e da proteção dos acionistas.

2.1. Criação de valor em fusões e aquisições

A literatura existente tem como principais motivos da ocorrência de F&A: Primeiramente, o facto de a empresa alvo estar subvalorizada ou uma sobrevalorização das ações da empresa adquirente, torna uma F&A atrativa no mercado (Huck & Konrad 2004, Shimizu *et al.* 2004). Segundo, as F&A podem proporcionar as empresas com sinergias.

A criação de valor nas F&A pode ser analisada através do retorno que os acionistas têm com a mesma, ou seja, a riqueza que os mesmos ganham, tanto os acionistas da empresa adquirente como os acionistas da empresa adquirida (Bösecke, 2009). Embora as F&A sejam vistas como uma decisão estratégica que aumenta o valor, estudos empíricos nem sempre demonstram efeitos positivos para os acionistas (Agrawal *et al.*,1992; Agrawal & Jaffe, 2000).

Estudos anteriores sobre a relação entre as F&A e o desempenho dos acionistas têm conclusões inconsistentes relativamente aos impactos positivos ou negativos. Enquanto alguns autores relatam uma influência positiva, outros sugerem um desempenho negativo ou resultados mistos.

Fuller *et al.* (2002), apresentaram que acionistas em empresas alvo ganham consideravelmente e que é criado valor no momento do anúncio da aquisição. Relativamente aos acionistas da empresa adquirente, reportam retornos negativos ou iguais a zero enquanto Agrawal *et al.* (1992) e Agrawal &

Jaffe, (2000), dizem ter retornos ligeiramente positivos, mas a longo prazo tornam-se significativamente negativos. Já Byrd & Hickman (1992) reportam retornos anormais negativos.

A literatura que avalia a relação entre os retornos para os acionistas, as características das empresas envolvidas e as características da transação, realizaram progressos significativos. Determinaram que os retornos dos acionistas da empresa adquirente são afetados positivamente por transações não diversificadas (Berger & Ofek, 1995), *tender offer*, a participação dos gestores na empresa (Healey & Palepu, 1997) e o anúncio de uma estratégia de aquisição (Asquith *et al.*, 1983).

As características que afetam negativamente os retornos dos acionistas da empresa adquirente são F&A que são pagas em ações na vez de dinheiro (Wansley *et al.*, 1983; Travlos, 1987; Fishman, 1989; Brown & Ryngaert, 1991), aquisições além-fronteiras (Moeller *et al.*, 2004), quando a dívida da empresa adquirente é mais baixa (Maloney *et al.*, 1993), quando o tamanho da empresa alvo é maior (Moeller *et al.*, 2004) e a empresa alvo é pública (Mulherin & Boone, 2000; Capron & Shen, 2007; Fuller *et al.*, 2002).

2.2. Proteção dos acionistas da empresa adquirente por país

A proteção dos acionistas é definida pela extensão das leis que protegem os direitos dos acionistas e o poder das instituições jurídicas a aplicar a lei (La Porta *et al.* 1998).

Os acionistas são os fornecedores de capital de risco e, como tal, devem ter direito a proteger o investimento que fazem, sendo afirmado por Masulis *et al.* (2007) que nem sempre os gestores fazem aquisições tendo em conta os interesses dos acionistas, mas sim com interesse pessoal. Podem assim, os acionistas com direitos, proteger o seu investimento através da garantia de um conselho de administração competente a gerir a empresa, e assegurando-se da aplicação de estratégias eficazes para o desempenho global da empresa e da sustentabilidade a longo prazo da mesma (Mallin & Melis, 2012).

La Porta *et al.* (1998) discutem um conjunto de regras jurídicas fundamentais que protegem os acionistas e documentam a prevalência dessas regras em 49 países em todo o mundo. Também agregam estas regras em índices de proteção dos acionistas para cada país. Para este estudo eles dividem os países segundo a sua origem legal, e chegam à conclusão que países de origem legal inglesa (Reino Unido, Estados Unidos América, Canadá, entre outros) têm uma proteção de acionistas mais forte enquanto que países da origem legal francesa (França, Portugal, Bélgica, entre outros) são países com uma proteção de acionistas mais fraca, estando os países de origem legal alemã (

Alemanha, Japão, Áustria, entre outros) e países de origem legal Escandinávia (Dinamarca, Suécia, Noruega e Finlândia) estão localizados no meio.

Martynova & Renneboog (2006) estudam que a origem legal da empresa adquirente tem um impacto nos retornos para os acionistas, tanto em aquisições domésticas quer em aquisições além-fronteira (entre países diferentes). Concluindo nas aquisições além-fronteira que há uma maior reação nos retornos para os acionistas da empresa adquirente quando a empresa adquirente é de um país de origem legal inglesa, da qual faz parte países como os Estados Unidos da América e o Reino Unido.

Os estudos existentes são muito unânimes nos resultados, Gompers *et al.* (2003) e Cremers & Nair (2005) estudam o mercado dos EUA e determinam que uma melhor proteção dos acionistas está associada a maiores retornos, enquanto Bergman & Nicolaievsky (2007) examinam o efeito do reforço da proteção dos acionistas no México com resultados semelhantes.

Com a análise de F&A concluiu-se assim que a empresa adquirente é por norma, com algumas exceções, de países com melhor qualidade de governação, melhor qualidade das suas instituições e melhor proteção dos seus acionistas, em contrapartida do país onde está a adquirir (Erel *et al.*, 2012).

Estudos concluem também que quanto mais elevado for a proteção dos acionistas num país, maior será o desenvolvimento dos mercados (La Porta *et al.*, 1997, La Porta *et al.*, 1999) e mais rápido será o crescimento económico (King and Levine, 1993, Levine et al., 2000).

Concluindo, a proteção dos acionistas da empresa adquirente podem garantir que a aquisição seja executada como os melhores interesses dos acionistas da mesma. Ao promover a transparência, a responsabilização e o envolvimento dos acionistas, podem ajudar a aumentar as hipóteses de uma aquisição ser bem-sucedida e, conseqüentemente, conduzir a melhores retornos para os acionistas da empresa adquirente.

Pretende-se com este estudo verificar a veracidade da seguinte hipótese de investigação:

H₁: O valor criado para os acionistas da empresa adquirente é maior quando a empresa adquirente é de um país com melhor proteção de acionistas

2.3. Impacto das indústrias nas F&A

Embora muitas investigações se tenham centrado na influência que as características específicas da empresa adquirente ou as características da transação têm no retorno para os seus acionistas, pouca atenção tem sido dada à explicação do desempenho e retorno das F&A em relação às indústrias da empresa alvo, principalmente aquelas com indústrias em crescimento.

Um conjunto de investigações e de livros descrevem as razões, os benefícios e os custos das F&A em várias indústrias. Hyde (2002) demonstrou que as F&A diminuem a rentabilidade global das empresas na indústria de petroquímica; Sullivan (2002) descreve que as empresas de contabilidade depois de uma F&A encontram mais facilmente clientes. Relativamente à análise da área das finanças, têm resultados mistos: Houston e Ryngaert (1994) e Altunbas et al. (1997) argumentaram que as fusões não geram diminuição de custos na indústria da banca, enquanto Rhoades (1998) aponta ganho.

Em suma, as fusões têm efeitos, tanto positivos como negativos, nas indústrias onde ocorrem.

Especialistas argumentam que as F&A não só são importantes para o crescimento de empresas, mas também para o crescimento de indústrias e conseqüentemente da economia. Estudos efetuados mostram que F&A desempenham um papel na identificação de indústrias com potencial de crescimento (Choi *et al.*, 2020), oferecendo várias perspetivas sobre tendências de inovação, estratégias de tecnologia, ofertas públicas iniciais e convergência de mercados (Choi *et al.*, 2020).

A avaliação do crescimento das indústrias pode ser efetuada pela análise do valor acrescentado das mesmas, ou seja, pela sua contribuição para o produto interno bruto (PIB) da economia do país (Lum *et al.*, 2000).

A estrutura de uma indústria está em constante evolução, a mesma pode ser impulsionada por mudanças tecnológicas, económicas e competitivas. Temos como exemplo empresas na indústria da tecnologia que têm vindo por décadas a utilizar as F&A para continuarem competitivas numa indústria com uma rápida evolução, sem prejuízo comprovado para os consumidores, muito pelo contrário, os consumidores ganharam com as F&A, tal como a indústria e a economia em geral (Prentice, 2019).

Empresas numa indústria madura podem usar F&A para se diversificar e entrar num outro mercado onde poderão introduzir e obter novos recursos, por norma essas empresas optam por transferir os seus recursos para indústrias em crescimento para garantir a sua sobrevivência a longo prazo. Quanto a estas aquisições entre indústrias diferentes, Erel *et al.* (2012), dizem ter resultados consistentes sobre as repercussões da diversificação entre indústrias, sugerindo que o efeito no valor

para o acionista é negativo, enquanto a redução do risco beneficia os detentores de obrigações (*bondholders*).

Andrade & Stafford (2004) argumentam que particularmente as empresas em indústrias em crescimento tornam-se adquirentes, desde que possam recolher os fundos necessários para comprar os seus *peers*. Esta relação surge quando as empresas tentam beneficiar tanto quanto possível do elevado crescimento na sua indústria através de F&A.

Vários estudos apontam então uma ligação entre taxas de crescimento de indústrias e a probabilidade de ocorrer F&A. Temos então que grandes mudanças nas condições de procura e oferta numa indústria podem causar mudanças no número e na dimensão das empresas dessa mesma indústria.

Considerado tudo o que foi referido, é muito pouca a literatura que relaciona os retornos para os acionistas e o crescimento das indústrias. Hassan *et al.* (2007), estudam em concreto a indústria farmacêutica, uma indústria classificada como atrativa para F&A e chegam à conclusão da inexistência de resultados significativos nos retornos anormais para os acionistas da empresa adquirente.

No entanto, espera-se, que o número de F&A numa indústria aumente com o crescimento da mesma, e isso pode ser explicado pelo facto de as empresas tanto de indústrias em crescimento como indústrias maduras acreditarem que ao adquirirem empresas em indústrias em crescimento lhe irá proporcionar um maior desenvolvimento e conseqüentemente uma maior criação de valor para os acionistas. Existem, contudo, alguns estudos que provam a destruição do mesmo, pelo facto de indústrias em crescimento terem uma alta procura, tanto de outras indústrias como da mesma, o que pode levar a uma maior competição.

Tal como afirmado por Faff *et al.* (2017), a competição de mercado leva a que a empresa adquirente pague prémios de aquisição elevados, quando comparados com o mercado, o que leva a diminuição dos retornos para os acionistas da empresa adquirente. O grande otimismo dos acionistas da empresa adquirente quanto à capacidade de criação de sinergias e futuro desempenho numa indústria em crescimento pode levar a que os mesmo paguem mais por uma empresa do que ela vale (elevado prémio de aquisição).

A volatilidade associada às indústrias em crescimento, também poderá influenciar a criação de valor para os acionistas, uma vez que é difícil aprender ou prever algo numa indústria em mudança.

Pretende-se assim com este estudo responder à hipótese apresentada abaixo e retirar a conclusão se há realmente a criação de valor para os acionistas da empresa adquirente ao adquirir uma empresa numa indústria em crescimento.

H₂: O valor criado para os acionistas da empresa adquirente é maior quando adquire uma empresa alvo de uma indústria em crescimento num determinado país.

Também se pretende estudar as indústrias com maior peso em determinado país e ver se a criação de valor numa indústria que não é tão volátil como uma indústria em crescimento poderá criar um maior retorno para os acionistas da empresa adquirente. Constitui-se, assim a seguinte hipótese:

H₃: O valor criado para os acionistas da empresa adquirente é maior quando adquire uma empresa alvo da indústria com maior peso num determinado país.

3. Metodologia

A presente investigação tem como objetivo principal compreender o impacto que as diferentes indústrias e os países têm nos retornos para os acionistas, nas F&A. Especificamente será analisado o impacto do crescimento e peso das indústrias do país da empresa alvo e a proteção dos acionistas do país da empresa adquirente nos retornos para os acionistas. Este estudo centra-se nos acionistas da empresa que está a adquirir.

3.1. Modelos de regressões

Nesta subsecção, são apresentados os modelos e variáveis relacionadas com a empresa e a transação utilizadas para a análise das hipóteses.

Para além da variável dependente em comum, as três hipóteses têm também as variáveis de controlo em comum. No apêndice D encontra-se a descrição pormenorizada de todas as variáveis utilizadas neste estudo, contudo nas subsecções seguintes será apresentado o modo de cálculo de algumas variáveis utilizadas.

É ainda importante referir que foram considerados efeitos fixos relativamente ao ano e país em todas as hipóteses.

No que diz respeito à primeira hipótese apresentada na seção 2:

$$\begin{aligned} CARs = & \alpha + \beta_1 \text{proteção acionistas} + \beta_2 \text{competição}_{\text{mercado}} \\ & + \beta_3 \text{diversificação industria} + \beta_4 \text{tamanho}_{\text{empresa adquirente}} \\ & + \beta_5 \text{método pagamento} + \beta_6 \text{divida}_{\text{empresa adquirente}} \\ & + \beta_7 \text{diversificação geográfica} + \beta_8 \text{empresa alvo}_{\text{privada}} \\ & + \beta_9 \text{valor transação} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

Relativamente à segunda hipótese é representada pela fórmula (2)

$$\begin{aligned} CARs = & \alpha + \beta_1 \text{proxy}_{\text{crescimento}} + \beta_2 \text{competição}_{\text{mercado}} + \beta_3 \text{diversificação industria} \\ & + \beta_4 \text{tamanho}_{\text{empresa adquirente}} + \beta_5 \text{método pagamento} \\ & + \beta_6 \text{divida}_{\text{empresa adquirente}} + \beta_7 \text{diversificação geográfica} \\ & + \beta_8 \text{empresa alvo}_{\text{privada}} + \beta_9 \text{valor transação} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

A representação da terceira hipótese em estudo é dada por:

$$\begin{aligned} CARs = & \alpha + \beta_1 \text{proxy}_{\text{peso}} + \beta_2 \text{competição}_{\text{mercado}} + \beta_3 \text{diversificação industria} \\ & + \beta_4 \text{tamanho}_{\text{empresa adquirente}} + \beta_5 \text{método pagamento} \\ & + \beta_6 \text{divida}_{\text{empresa adquirente}} + \beta_7 \text{diversificação geográfica} \\ & + \beta_8 \text{empresa alvo}_{\text{privada}} + \beta_9 \text{valor transação} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

3.2. Event Study: CARs

No que diz respeito ao cálculo dos retornos para os acionistas, que é a variável dependente nos modelos apresentados anteriormente, este estudo aplica a metodologia de *event study*.

Utilizando dados do mercado financeiro, o *event study* mede o impacto de um evento específico sobre o valor de mercado da empresa (MacKinlay, 1997). Seguindo a metodologia adotada por Brown & Warner (1985), calculou-se os retornos anormais acumulados (CARs) para a empresa adquirente. Esta metodologia envolve a análise do preço das ações da empresa e o preço do índice de mercado do

país em questão. Ademais, assume que o mercado financeiro é eficiente, ou seja, que os preços das ações refletem e reagem às informações transmitidas.

Para o presente o estudo, foram utilizadas duas *event window*, uma de 11 dias (-5,5) tal como utilizado por Brown & Warner (1985) e outra de 5 dias (-2,2) utilizada por Fuller et al.(2002) à volta da data de anúncio da aquisição, sendo este o dia 0, considerou-se uma *estimation window* de 250 dias (-6,-244) antes do *event window*.

Os retornos esperados são calculados utilizando o modelo de mercado (4). O modelo é estimado utilizando os retornos diários das ações da empresa e como proxy para o mercado, foi utilizado o índice de mercado de cada país utilizado na amostra, retirado do DataStream.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (4)$$

R_{it} é o retorno diário da empresa i no dia t e R_{mt} é o retorno diário do índice de mercado.

Os retornos anormais (AR) são calculados como a diferença entre os retornos obtidos pela empresa e os retornos esperados (5).

$$AR_i = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (5)$$

Para finalizar, o cálculo dos CARs, é feito através dos retornos anormais (AR), que são somados nas *event windows* selecionadas (6).

$$CAR_{i(t_1,t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (6)$$

3.3. Índice de proteção dos acionistas

No modelo (1) a variável independente utilizada (Proteção dos acionistas), é uma dummy construída que assume o valor 1 se a proteção dos acionistas no país for acima da mediana da amostra e assume o valor 0 se for abaixo da mediana da amostra. A mediana da amostra foi calculada com o índice de proteção dos acionistas desenvolvido por La Porta *et al.* (1998). Este índice têm um intervalo de 1 a 7 sendo 7 o nível mais alto de proteção dos acionistas no país da empresa. Bris & Cabolis (2008) discutem que este índice descreve o ambiente inicial de *corporate governance* da empresa alvo e do adquirente e, por conseguinte, pode ser utilizado para descrever a mudança potencial no ambiente causado pelas F&A.

No apêndice C pode ser consultado o índice de proteção dos acionistas por país da amostra utilizada neste estudo.

3.4. Taxa de crescimento das indústrias

A Classificação Internacional Tipo Industrial (ISIC), revisão 4 agrupa por categorias as atividades económicas tendo por critério: fatores de produção, o processo e a tecnologia de produção, as características dos bens, serviços as características dos resultados e a utilização que é dada aos resultados. Na presente pesquisa, as indústrias são categorizadas em 10 segundo os seus 2 primeiros dígitos do código SIC, a classificação de cada uma está presente no apêndice A.

A avaliação do crescimento das indústrias é realizada pela taxa de crescimento anual (7) do valor acrescentado das 10 indústrias de 2012 até 2021. O valor acrescentado (VA) considerado é a produção líquida de uma indústria após somar todas as saídas e subtrair as entradas intermédias. É calculado sem fazer deduções para depreciação de bens fabricados ou esgotamento e degradação de recursos naturais. A origem do valor acrescentado é determinada pela Classificação Internacional Tipo Industrial (ISIC), revisão 4.

$$\text{Tx de crescimento} = \frac{VA_t - VA_{t+1}}{VA_{t+1}} \quad (7)$$

Pode-se observar na tabela 12 presente no apêndice B as percentagens do valor acrescentado das indústrias ao PIB e respetivas taxas de crescimento por ano e país das 10 indústrias em estudo.

Uma vez que a amostra em estudo é de apenas 10 indústrias tornando-se abrangente na divisão das mesmas, foi utilizado como variável independente (*Proxy crescimento*) no modelo (2), uma variável que funciona como substituição mais detalhada da taxa de crescimento. Esta proxy foi calculada através de uma quota de mercado (8) tendo em conta as indústrias mais específicas nas transações e a taxa de crescimento de cada uma das 10 indústrias. Temos então que a proxy relativa ao crescimento das indústrias é descrita pela fórmula (9)

$$\text{Quota de mercado} = \frac{\text{Valor da transação por industria, ano e país da empresa alvo}}{\text{Valor da transação por ano e país da empresa alvo}} \quad (8)$$

$$\text{Proxy}_{\text{crescimento}} = \text{Quota de mercado} * \text{tx crescimento} \quad (9)$$

Relativamente ao modelo (3), a variável independente (*proxy_{peso}*) corresponde a também tal como a variável referida anteriormente, a uma variável proxy para representar mais detalhadamente o

peso das indústrias no país da empresa alvo. Foi calculada através da quota de mercado (8) e o peso da indústria no país. Sendo que o peso é representado pelo valor acrescentado ao PIB do país alvo.

$$Proxy_{peso} = Quota\ de\ mercado * peso_{indústria}$$

(10)

3.5. Variáveis de controlo

As variáveis de controlo utilizadas, são variáveis que podem afetar a variável dependente (CARs) para além das variáveis independentes. Especificamente, estas variáveis são relativamente às empresas - valor da dívida da empresa adquirente (*divida_{empresa adquirente}*), status da empresa alvo (*empresa alvo_{privada}*), tamanho da empresa adquirente (*tamanho_{empresa adquirente}*) – e relativamente à transação efetuada – método de pagamento , número de possíveis compradores (*competição_{mercado}*), aquisição entre mesmas indústrias (*diversificação indústria*), aquisição entre mesmos países (*diversificação geográfica*) e o valor da transação.

Relativamente à dívida da empresa adquirente, Maloney et al. (1993) afirma a perda de retornos para os acionistas da empresa adquirente quando esta tem uma baixa dívida. No que diz respeito ao status da empresa alvo, vários estudos afirmam que ao se adquirir uma empresa alvo pública, os retornos para os acionistas da empresa adquirente são afetados negativamente (Mulherin & Boone, 2000; Capron & Shen, 2007; Fuller *et al.*, 2002).

Segundo Moeller *et al.* (2004), o tamanho da empresa adquirente, afeta os retornos dos acionistas, mostram assim que empresas pequenas ganham mais quando anunciam uma aquisição. O tamanho da empresa, neste estudo foi através de uma proxy, que corresponde à função logarítmica do total de ativos da empresa. Moeller *et al.* (2004), afirma ainda que há maiores retornos para os acionistas quando a aquisição é doméstica (mesmo país), trazendo retornos negativos para os acionistas quando a aquisição é além-fronteiras (entre diferentes países).

Diversos estudos realizados afirmam unanimemente que F&A que são pagas em ações na vez de dinheiro (método de pagamento) afetam negativamente os retornos dos acionistas da empresa adquirente (Wansley *et al.*, 1983; Travlos, 1987; Fishman, 1989; Brown & Ryngaert, 1991).

Alguns autores argumentam ainda que a diversificação destrói o valor dos acionistas (Berger & Ofek, 1995; Bruner, 2002) e conseqüentemente causa menores sinergias. No entanto, outros argumentam que a diversificação não conduz necessariamente a um menor valor e por vezes está

associado a um maior valor da empresa (Villalonga, 2004; Campa & Kedia, 2002). Neste estudo será utilizada uma variável dummy para a diversificação das indústrias.

Relativamente à competição de mercado, que neste estudo é representada pelo número de propostas de aquisição que a empresa alvo teve. Estudos relatam que quanto maior for a competição de mercado menor será o retorno para os acionistas da empresa adquirente. E o mesmo acontece com o valor da transação, quanto maior for o mesmo menor será o valor criado para os acionistas adquirentes (Fuller *et al.*, 2002).

4. Descrição da amostra e dados

A amostra recolhida consiste em 13 490 aquisições completas efetuadas nos Estados Unidos da América (EUA), Reino Unido, França e Alemanha entre 1 de janeiro de 2012 a 31 de dezembro de 2021, recolhidos na base de dados Securities Data Company (SDC). Consistente com a literatura, as empresas adquirentes são apenas empresas públicas, o valor da transação é igual ou superior a 1 milhão de dólares americanos, a transação tem de ser completa e no fim da transação a empresa a adquirir tem de deter pelo menos 50% das ações da empresa alvo.

Para cada aquisição foi recolhida do *Securities Data Company (SDC) Platinum*, a data de anúncio, código SIC, código SEDOL, a indústria pormenorizada e país tanto para a empresa a adquirir como para a empresa alvo ¹. Ainda relativamente às empresas foi retirado o status da empresa alvo (pública, privada ou subsidiária), a dívida e o book value dos ativos da empresa adquirente, sendo que estas duas últimas variáveis apresentadas foram retiradas do Refinitiv Worldscope. No que diz respeito às características da transação (recolhidas do SDC *Platinum*) foi recolhido o método de pagamento (só dinheiro, só ações ou uma mistura de ambos), a percentagem de ações detidas no fim da transação e o valor da transação. A descrição de todas as variáveis utilizadas encontra-se na tabela 14 presente no apêndice D.

A tabela 1 apresenta a descrição da amostra associada com o número de aquisições e o valor médio das transações por ano. Pode observar-se uma tendência mais ou menos constante com mudanças ténues no número de transações até ao ano de 2014 onde há um maior crescimento que não se mantém, estando praticamente em descida até 2020, onde regista o menor número de aquisições (947) o que poderá ser explicada pela crise pandémica vivida nesse ano e toda a incerteza económica associada à mesma. Apesar da descida no número de aquisições, o valor médio das

¹ É de salientar que ao longo do trabalho quando referido o termo empresa alvo se está a referir à empresa que foi adquirida uma vez que só se está a estudar aquisições completas

transações tem estado praticamente a crescer, notando-se descidas em 2016 e 2017. Apesar de 2020 ter sido o ano com menos aquisições, foi um dos anos em que se registou o 3º maior valor médio de transação, ou seja, apesar de poucos aquisições, as que ocorreram foram de elevados valores.

Tabela 1- Distribuição do valor de transação de F&A por ano

Tabela 1 descreve nº de aquisições por ano desde 2012 até 2021 e o valor médio da transação em milhões de dólares (\$M)

Ano	N	Média- Valor da transação (\$M)
2012	1417	274,189
2013	1398	401,0038
2014	1689	452,7878
2015	1574	681,5085
2016	1233	620,7597
2017	1363	528,8293
2018	1317	649,3809
2019	1090	747,2212
2020	947	719,6261
2021	1462	771,109

Na tabela 2 está presente o número de F&A por país. Como esperado, os Estados Unidos representam mais de metade (74,08%) das aquisições efetuadas. A França é o país com menos aquisições representando apenas 3,25% das 13 490 aquisições.

Tabela 2- Nº de F&A por país e % no total

A tabela 2 apresenta o nº de F&A por país e a percentagem (%) que corresponde no total da amostra

Países	N	%
França	439	3,25%
Alemanha	445	3,30%
Reino Unido	2 613	19,37%
EUA	9 993	74,08%
Total	13 490	100,00%

Relativamente às indústrias, podemos observar na tabela 3, que a indústria onde há mais empresas alvo é a industrial (4 068 adquiridas), mas também é a indústria que mais adquire (4 322).

Sendo que na indústria de atividade imóvel nenhuma empresa foi adquirida ou adquiriu. Temos nesta amostra, que cerca de 55,98% das empresas alvo pertencem à indústria de atividades profissionais, científicas e técnicas; atividade administrativas e serviços de apoio e à industrial. 55,36% das empresas adquirentes pertencem à industrial e à indústria da atividade financeira e seguradoras, as duas indústrias que mais adquirem nesta amostra.

Tabela 3- N° de F&A por indústria das empresas e % na amostra

Tabela 3 evidencia o n° de F&A por indústria da empresa alvo e empresa adquirente e as percentagens que representam no total da amostra

Indústria	N Empresa alvo	%	N Empresa adquirente	%
Agricultura, floresta e pesca	60	0,44%	12	0,09%
Industrial	4 068	30,16%	4 322	32,04%
Informação e comunicação	1 692	12,54%	1 807	13,40%
Atividades financeiras e seguradoras	1 865	13,83%	3 146	23,32%
Artes, entretenimento e recreação; outros serviços; atividades de organizações e organismos domésticos e extraterritoriais	33	0,24%	12	0,09%
Atividades imóvel	0	0%	0	0%
Atividades profissionais, científicas e técnicas; atividade administrativas e serviços de apoio	3 483	25,82%	2 361	17,50%
Administração pública, defesa, educação, saúde humana e serviço social	570	4,23%	414	3,07%
Comércio por grosso e a retalho, transportes, alojamento e atividades de serviços alimentares	1 428	10,59%	1 354	10,04%
Construção	291	2,16%	62	0,46%
Total	13 490		13 490	

Podemos observar na tabela 4, que numa amostra de 13 490 aquisições em média o valor de transação é \$574,598 M, mais de metade das empresas alvo são públicas, relativamente à diversificação entre indústrias os valores encontram equivalentemente divididos, apesar de haver mais aquisições entre indústrias diferentes, 45% das aquisições foram realizadas entre indústrias iguais. Relativamente à diversificação geográfica, mais de metade das aquisições foram domésticas, ou seja, efetuadas entre empresas do mesmo país.

Os países das empresas adquirente em média têm uma proteção de acionistas de 4,8, poucas aquisições foram feitas nas indústrias em maior crescimento e nas indústrias de maior peso no país da empresa alvo.

Tabela 4- Análise descritiva das variáveis

Tabela 4 apresenta uma análise descritiva das variáveis estudadas, tendo o n° de observações por variável, a média, desvio padrão, os valores mínimos e os máximos

Variáveis	Obs	Média	Std.Dev	Min	Máx
Valor da transação (\$M)	13 490	574,598	2 937,417	1	130 298,3
CARs (-2,2)	13 490	13,2311	1 515,444	-51,27192	175 999,3
CARs (-5,5)	13 490	13,2146	1 515,445	-118,3205	175 999,3
Dívida do adquirente	12 990	4 866 585	2.71e+07	0	5.49e+08
Status privada	13 490	0,1177	0,3223	0	1
Competição de mercado	13 490	1,0044	0,0703	0	1
Indústria diversificação	13 490	0,4575	0,4982	0	1
Índice proteção acionistas	13 490	4,8350	0,7107	1	5
Diversificação geográfica	13 490	0,1090	0,3116	0	1
Método pagamento	13 490	0,2296	0,4206	0	1
Tamanho adquirente	12 997	14,489	2,2944	0	22,0433
Tx crescimento das indústrias	13,490	0,0557	0,2294	0	1
Peso da indústria	13 490	0,0518	0,2217	0	1

4.1. Retornos anormais acumulados (CARs)

Utilizando a metodologia do *event study* (referida e explicada na metodologia) são obtidos os resultados dos retornos anormais acumulados (CARs) o que expressa a criação ou destruição de valor para os acionistas, neste caso os acionistas da empresa adquirente. Quando os mesmos são negativos assume-se retornos negativos, se forem positivos assume-se retornos positivos.

O objetivo principal é analisar a distribuição das perdas ou ganhos em torno do dia do evento (dia 0). Esta distribuição é apresentada na tabela 4.

A literatura é inconsistente quando estuda os retornos para os acionistas das empresas adquirentes. Uns assumem que empresas adquirentes não estão associadas nem à criação nem à destruição de valor, uma vez que os seus retornos anormais estão muito próximos de zero, outros reportam retornos negativos, enquanto alguns, apesar de ser um número reduzido, dizem ter retornos ligeiramente positivos.

Para esta amostra, os valores dos CARs têm uma média positiva, tanto para a event window de 5 dias como para a event window de 11 dias, ou seja, em 13 490 observações, em média os acionistas das empresas adquirentes têm um retorno positivo, que não são muito afetados pelo número de dias da event window uma vez que apresentam valores médios bastante similares.

5. Apresentação e discussão dos resultados

5.1. Efeito da proteção dos acionistas da empresa adquirente nos CARs

Nesta seção é testada a primeira hipótese deste estudo: O valor criado para os acionistas da empresa adquirente é maior quando a empresa adquirente é de um país com melhor proteção de acionistas.

Os testes empíricos para H_1 mostram resultados estatisticamente significantes relativamente ao efeito da proteção dos acionistas da empresa adquirente nos retornos dos acionistas, com um nível de significância de 5% quando avaliado numa event window dos retornos é de 5 dias (-2,2), como se pode verificar na tabela 5. Apresenta um coeficiente positivo, 0,0359, o que leva a concluir que quanto melhor for a proteção dos acionistas no país da empresa adquirente maior serão os retornos dos acionistas da empresa adquirente, o que confirma o afirmado por Afsharipour (2017), Gompers *et al.* (2003), Cremers & Nair (2005).

No entanto quando regredido com os retornos da event window de 11 dias (-5,5), a proteção dos acionistas do país da empresa adquirente não têm qualquer significância estatística para os retornos dos acionistas da empresa adquirente.

Relativamente às variáveis de controlo, apesar de todas estarem presentes em estudos realizados no passado, nem todas apresentam neste estudo uma implicação estatisticamente significativa relativamente aos CARs. Quando analisadas numa event window de 5 dias, nenhuma variável de controlo apresenta significância estatística para os retornos dos acionistas da empresa adquirente. No entanto quando analisadas numa event window de 11 dias, algumas variáveis são estatisticamente significantes para os retornos. A proxy criada para o tamanho da empresa adquirente tem um nível de significância de 10% e positivo de 0,0066, ou seja, quanto maior a empresa adquirente maiores serão retornos para os acionistas da empresa adquirente, o que vai contra o que afirma por Moeller *et al.* (2004) que afirma que os retornos para o acionista são menores quanto maior for a empresa. De acordo com a literatura, as transações em que a empresa alvo é privada é associado a maiores retornos para os acionistas, o que se comprava com esta amostra, apresentando esta variável um nível de significância de 5% e um coeficiente positivo de 0,2043. Relativamente à competição de mercado, com o aumento da mesma há uma diminuição dos retornos para os acionistas, apresentando um nível de significância de 5%.

Tabela 5- Regressão H₁

Tabela 5. Regressão OLS: efeito da proteção dos acionistas no país da empresa adquirente nos retornos para os acionistas. Esta regressão utiliza uma amostra de F&A entre 2012 e 2021 na França, Alemanha, US e Reino Unido. A variável dependente é calculada em dois event windows (-2,2) e (-5,5). A variável independente é uma variável dummy que é igual a 1 se a proteção dos acionistas no país da empresa adquirente for acima da mediana da amostra senão assume o valor 0. A proteção dos acionistas por país é medido pelo índice apresentado no apêndice C. Todas as variáveis utilizadas nesta regressão estão definidas no apêndice D. Robust z-stats são apresentados entre parenteses. *, **, *** representa a significância estatística de 10%,5% e 1%, respetivamente.

Variáveis	CAR (-2,2)	CAR (-5,5)
Proteção dos acionistas	0.0359** (2.13)	0.0018 (0.06)
Diversificação indústria	-0.0146 (-1.13)	0.0106 (0.92)
Competição mercado	-0.0101 (-0.50)	-0.0294** (-2.12)
Tamanho empresa adquirente	0.0004 (0.13)	0.0066* (1.85)
Método pagamento	0.0193 (1.34)	0.0123 (1.03)
Dívida empresa adquirente	0.0000 (0.58)	-0.0000 (-1.27)
Diversificação geográfica	-0.0124 (-0.84)	-0.0081 (-0.53)
Empresa alvo privada	0.0131 (0.47)	0.2043** (2.08)
Valor transação	-0.0000 (-0.56)	0.0000 (0.09)
Constante	-0.0483 (-0.58)	-0.3644*** (-3.03)
Observações	1,271	1,271
R-quadrado	0.053	0.060
Efeitos fixos		
Ano	Sim	Sim
Indústria	Sim	Sim
País	Sim	Sim

5.2. Efeito das indústrias em crescimento do país da empresa alvo nos CARs

Segundo a literatura, as F&A desempenham um papel fundamental na identificação de potencial crescimento nas indústrias. Todavia, esse papel pode não se traduzir em retornos para acionistas. Os resultados obtidos neste estudo não mostram qualquer significância estatística entre os retornos e as aquisições em indústrias em crescimento, nas *event windows* estudadas.

Não é inesperado o facto de os resultados serem insignificantes uma vez que a avaliação das indústrias feita neste estudo é uma avaliação abrangente e não muito específica, apenas com 10 indústrias, devido à falta de dados disponíveis sobre as indústrias nos respetivos países. No entanto, as aquisições em indústrias em crescimento poderão trazer resultados mais a longo prazo comparado com as *event windows* utilizadas neste estudo.

Um facto neste estudo é que mais de metade das aquisições não são feitas em indústrias em crescimento (apêndice E), o que leva a querer que não é uma característica que a empresa adquirente tenha como principal na sua decisão em termos de que indústria adquirir.

Relativamente às variáveis de controlo utilizadas, tal como na subsecção anterior, são mais estatisticamente significantes na event window de 11 dias no que na de 5 dias. No event window de 11 dias, o facto de a empresa alvo ser privada é estatisticamente significante apresentando um nível de significância de 5%, apresentando um coeficiente positivo, sendo que o mesmo foi verificado na H_1 estudada na subsecção anterior. Já o tamanho da empresa adquirente e a competição de mercado apresentam níveis de significância de 10%, uma com coeficiente positivo de 0,0061 e outra com coeficiente negativo de -0,0276, respetivamente, igual ao analisado na subsecção anterior.

O resto das variáveis tradicionalmente estudadas em F&A não são estatisticamente significantes nesta amostra.

Tabela 6-Regressão H₂

Tabela 6. Regressão OLS: efeito da indústria em maior crescimento no país da empresa alvo nos retornos para os acionistas. Esta regressão utiliza uma amostra de F&A entre 2012 e 2021 na França, Alemanha, US e Reino Unido. A variável dependente é calculada em dois event windows (-2,2) e (-5,5). A variável independente é uma variável proxy que representa as taxas de crescimento das indústrias de uma forma mais pormenorizada. O crescimento das indústrias é medido crescimento anual valor acrescentado ao PIB dessa indústria no país da empresa alvo apresentado no apêndice B. Todas as variáveis utilizadas nesta regressão estão definidas no apêndice D. Robust z-stats são apresentados entre parenteses. *, **, *** representa a significância estatística de 10%,5% e 1%, respetivamente

Variáveis	CAR (-2,2)	CAR (-5,5)
Proxy crescimento	-0.0272 (-1.43)	-0,0213 (-0,13)
Diversificação indústria	-0.0153 (-1.17)	0.0092 (0.78)
Tamanho da empresa adquirente	0.0007 (0.21)	0.0061* (1.68)
Método de pagamento	0.0190 (1.30)	0.0117 (1.01)
Dívida da empresa adquirente	0.0000 (0.60)	-0.0000 (-1.21)
Diversificação geográfica	-0.0132 (-0.85)	-0.0014 (-0.08)
Empresa alvo privada	0.0145 (0.54)	0.2051** (2.09)
Competição mercado	-0.0091 (-0.44)	-0.0276* (-1.96)
Valor da transação	-0.0000 (-0.69)	0.0000 (0.05)
Constante	-0.0612 (-0.74)	-0.3592*** (-3.00)
Observações	1,271	1,271
R-quadrado	0.057	0.061
Efeitos fixos		
Ano	Sim	Sim
Indústria	Sim	Sim
País	Sim	Sim

5.3. Efeito das maiores indústrias no país da empresa alvo nos CARs

No que diz respeito à terceira hipótese, foi avaliado a maior indústria do país da empresa alvo tal como definido na metodologia deste estudo e chegou-se à conclusão de que a indústria “Administração pública, defesa, educação, saúde humana e serviço social” é a maior nos EUA, Reino Unido e França, enquanto na Alemanha a maior é a Industrial. Estas indústrias mantêm-se sempre as maiores nos anos em estudo nos respetivos países, o que leva a querer que sejam indústrias estáveis.

Quando avaliada a relação entre os retornos para os acionistas e a aquisição de uma empresa pertencente à maior indústria do país alvo no ano da aquisição, chegou-se a resultados inconclusivos, a variável “Proxy peso” não apresenta resultados estatisticamente significantes em nenhuma das *event windows* analisadas. Numa amostra de 13 490 aquisições apenas 699 aquisições (apêndice E) foram aquisições de empresas alvo que pertencem às indústrias com maior peso no país da empresa alvo no seu ano de aquisição, sendo que não parece ser um fator relevante analisado pelas empresas adquirentes quando adquirem outra empresa.

Relativamente às variáveis de controlo, na *event window* de 5 dias não existem variáveis de controlo que sejam estatisticamente significantes. No entanto na *event window* de 11 dias, tal como nas duas regressões anteriores, o tamanho da empresa adquirente, o facto da empresa alvo ser privada e a competição de mercado são estatisticamente significantes, sendo que nesta regressão apresentam níveis de significância de 10%, 5%, 5%, respetivamente, sendo que a sua relação com os CARs mantêm-se sendo uma relação positiva para o tamanho da empresa adquirente e o facto de a empresa alvo ser privada e uma relação negativa com a competição de mercado.

Tabela 7- Regressão H₃

Tabela 7. Regressão OLS: efeito do peso da indústria no país da empresa alvo nos retornos para os acionistas. Esta regressão utiliza uma amostra de F&A entre 2012 e 2021 na França, Alemanha, US e Reino Unido. A variável dependente é calculada em dois *event windows* (-2,2) e (-5,5). A variável independente é uma variável proxy que representa o peso das indústrias de uma forma mais pormenorizada. O peso das indústrias é medido pelo valor acrescentado ao PIB dessa indústria no país da empresa alvo no ano de aquisição apresentado no apêndice B. Todas as variáveis utilizadas nesta regressão estão definidas no apêndice D. Robust z-stats são apresentados entre parenteses. *, **, *** representa a significância estatística de 10%,5% e 1%, respetivamente

Variáveis	CAR (-2,2)	CAR (-5,5)
Proxy peso	0,0000 (0,51)	-0,0000 (-0,24)
Diversificação indústria	-0,0151 (-1,18)	0,0105 (0,87)
Tamanho da empresa adquirente	0,0004 (0,11)	0,0061* (1,68)
Método pagamento	0,0186 (1,25)	0,0119 (0,99)
Dívida da empresa adquirente	0,0000 (0,62)	-0,0000 (-1,22)
Diversificação países	-0,0123 (-0,77)	-0,0027 (-0,16)
Empresa alvo privada	0,0131 (0,46)	0,2047** (2,08)
Competição mercado	-0,0106 (-0,52)	-0,0283** (-2,02)
Valor da transação	-0,0000 (-0,60)	0,0000 (0,07)
Constante	-0,0517 (-0,62)	-0,3573*** (-2,99)
Observações	1,271	1,271
R-quadrado	0.053	0.060
Efeitos fixos		
Ano	Sim	Sim
Indústria	Sim	Sim
País	Sim	Sim

6. Conclusão

O objetivo principal deste estudo era analisar o impacto das características dos países e das indústrias no retorno para os acionistas da empresa adquirente. Especificamente foi estudado o efeito do nível da proteção dos acionistas no país da empresa adquirente, das maiores indústrias e aquelas em maior crescimento nos países das empresas alvo, no retorno para os acionistas da empresa adquirente.

Consistente com a literatura foram usados os CARs para medir os retornos para os acionistas da empresa adquirente, o índice da proteção dos acionistas de La Porta et al. (1985) para medir a proteção dos acionistas nos países em estudo e o valor adicionado ao PIB pelas indústrias para medir quais as maiores indústrias e quais aquelas que se encontram em maior crescimento nos anos em estudo.

Com uma amostra de 13 490 aquisições foi então analisado os retornos para os acionistas da empresa adquirente.

Com este estudo conseguiu-se concluir que existe uma relação positiva, pelo menos de curto prazo, entre os retornos dos acionistas da empresa adquirente e a proteção dos acionistas no país da empresa adquirente, sendo quanto melhor for a proteção dos acionistas maiores serão os retornos para os acionistas, num período de 5 dias, o que vai de acordo ao afirmado por Asfsharipur (2017). No entanto os resultados não apoiam totalmente a H_1 , uma vez que quando os retornos foram analisados num período de 11 dias, os resultados tornam-se estatisticamente insignificantes.

Relativamente ao estudo das indústrias, com este estudo não foi possível chegar a resultados conclusivos e estatisticamente significantes sobre a criação ou destruição de valor no momento da aquisição por parte dos acionistas da empresa adquirente quando adquire uma empresa numa indústria em crescimento ou numa indústria com maior peso na economia do país da empresa alvo.

Segundo DellaVigna & Pollet (2007), taxas de crescimento de curto prazo não têm um grande poder significativo de previsão em comparação com taxas de crescimento de longo prazo, o que poderá colocar em causa o estudo no que diz respeito ao crescimento das indústrias e os seus efeitos nos retornos, uma vez que a taxa utilizada foi uma taxa de crescimento anual.

O que também se pode observar na amostra recolhida é a escolha da indústria onde adquirir não parece estar ligada nem ao facto de ser uma indústria em crescimento ou de já ser uma indústria desenvolvida e com um peso significativo na economia do país, uma vez que mais de metade das aquisições não foram feitas nem em indústrias em crescimento nem nas maiores indústrias do país da

empresa alvo, ou seja é de supor que as empresas adquirentes não vêm como uma prioridade adquirir empresas nessas indústrias, que poderá ser explicado pela falta de criação de valor para os acionistas.

Chegou-se ainda à conclusão de que algumas variáveis de controlo utilizadas pela literatura não apresentam qualquer significância neste estudo, sendo que apenas a competição de mercado, o tamanho da empresa adquirente e o facto de a empresa alvo ser privada obtiveram um efeito estatisticamente significativo nos retornos para os acionistas. Concluindo-se segundo os dados obtidos neste estudo, que empresas alvo privadas, empresas adquirentes maiores e menor competição de mercado trazem maiores retornos aos acionistas da empresa adquirente.

Os valores insignificantes observados, podem ainda ser explicados pelas limitações existentes. Na recolha de dados do SDC foram excluídas as empresas adquirentes não públicas e transações de valores inferiores a \$1M de dólares. Assim, a análise não considera um número elevado de aquisições, o que poderá prejudicar o estudo. Durante as regressões, a amostra torna-se mais pequena, devido à falta de informação de várias variáveis utilizadas como variáveis de controlo. É ainda importante referir que a classificação das indústrias é uma classificação muito abrangente devido à falta de dados por parte de alguns países estudados, o que poderá ter prejudicado os resultados obtidos neste estudo.

7. Referências

- Afsharipour, A. (2017). Reevaluating Shareholder Voting Rights in M&A Transactions. *University of Oklahoma College of Law Digital Commons*, 127-158.
- Agrawal, A., & Jaffe, J. F. (2000). *Agrawal, A., & Jaffe, J. F. (2000). The post-merger performance puzzle*. Emerald Group Publishing Limited.
- Agrawal, A., Jaffe, J., & Mandelker, G. (1992). The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly. *The Journal of finance*, 1605-1621.
- Altunbas, Y., Molyneux, P., & Thornton, J. (1997). Big-bank mergers in Europe: An analysis of the cost implications. *Economica*, 317-329.
- Andrade, G., & Stafford, E. (2004). Investigating the economic role of mergers . *Journal of corporate finance*, 1-36.
- Asquith, P., Bruner, R., & Mullins Jr, D. (1983). The gains to bidding firms from merger. *Journal of financial economics*, 121-139.
- Berger, P., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of financial economics*, 39-65.
- Bergman, N. K., & Nicolaievsky, D. (2007). Investor protection and the coasian view. *Journal of Finance Economics*, 738-771.
- Bösecke, K. (2009). *Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances*. Gabler Verlag.
- Brealey, M., & Myers, S. (2011). Principles of Corporate Finance. *Principles of Corporate Finance*, 447.
- Bris, A., & Cabolis, C. (2008). The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers. *The review of Financial Studies*, 605-648.
- Brown, D. T., & Ryngaert, M. D. (1991). The Mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information. *Journal of Finance* , 653-669.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 3-31.
- Bruner, R. F. (2001). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *University of Virginia - Darden School of Business*, 1-40.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of financial economics*, 195-221.
- Campa, J., & Kedia, S. (2002). Explaining the diversification discount. *The journal of finance*, 1731-1762.

- Capron, L., & Shen, J.-C. (2007). Acquisitions of Private vs. Public Firms: Private Information, Target Selection and Acquirer returns. *Strategic Management Journal*, 891-911.
- Chakrabarti, A., & Mitchell, W. (2013). The persistent effect of geographic distance in acquisition target selection. *Organization Science*, 1805-1826.
- Choi, J., Shin, N., & Lee, H. S. (2020). Exploring the Dynamics between M&A Activities and Industry-level Performance. *Sustainability*, 1-24.
- Cremers, K., & Nair, V. B. (2005). Governance Mechanisms and Equity Prices. *Journal of Finance*, 2859-2894.
- DellaVigna, S., & Pollet, J. (2007). Demographics and industry returns. *American Economic Review*, 1667-1702.
- Dutta, S., & Kumar, V. (2009). Mergers and acquisitions (M&As) by R&D intensive firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 1-37.
- Erel, Liao, & Weisbach. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 1045-1082.
- Faff, R. W., Gunasekarage, A., & Shams, S. M. (2017). *Does Takeover Competition Affect Acquisition Choices and Bidding Firm Performance? Australian Evidence*, pp. 1-41.
- Fishman, M. J. (1989). Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions. *Journal of Finance*, 41-57.
- Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, 1763-1793.
- Gaughan, P. (2005). *Mergers: what can go wrong and how to prevent it*. John Wiley & Sons.
- GDP by Industry. (2023, 30 março). Recolhido a 1 abril, 2023, de Bureau of economic analysis: <https://www.bea.gov/data/gdp/gdp-industry>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 107-156.
- Gross Value Added Industry. (2022, 12 outubro). Recolhido a 1 de abril, 2023, de Office for National Statistics: <https://www.ons.gov.uk/economy/grossvalueaddedgva>
- Gross Value Added. (2023, 20 fevereiro). Recolhido a 1 de abril, 2023, de Eurostat: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser>
- Hassan, M., Patro, D., Tuckman, H., & Wang, X. (2007). Do mergers and acquisitions create shareholders wealth in the pharmaceutical industry? *International Journal of Pharmaceutical and Healthcare Marketing*, 58-78.

- Healy, P., & Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 405-440.
- Hitt, M. A., King, D. R., Krishnan, H., Makri, M., & Schijven, M. (2012). Creating Value through mergers and acquisitions: Challenges and Opportunities. *Creating Value through mergers and acquisitions: Challenges and Opportunities*, pp. 1-774.
- Houston, J., & Ryngaert, M. (1994). The overall gains from large bank mergers. *Journal of Banking and finance*, 1155-1176.
- Huck, S., & Konrad, K. (2004). Merger profitability and trade policy. *Scandinavian Journal of Economics*, 107-122.
- Hyde, C. (2002). Evaluating mergers in the Australian petroleum industry. *Economic Record*, 299-311.
- King, R., & Levine, R. (1993). Finance, entrepreneurship and growth. *Journal of Monetary economics*, 513-542.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal determinantes of external finance. *The Journal of Finance*, 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The quality of government. *The journal of law, economics and organization*, 222-279.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 1113-1155.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of monetary Economics*, 31-77.
- Lum, S., Moyer, B., & Yuskavage, R. (2000). Improved estimates of gross product by industry for 1947-98. *Survey of Current Business*, 24-54.
- MacKinlay, A. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 13-39.
- Mallin, C., & Melis, A. (2012). Shareholders rights, shareholder voting, and corporate performance. *Journal of Management & Governance*, 171-176.
- Maloney, M., McCormick, R., & Mitchell, M. (1993). Managerial decision making and capital structure. *Journal of Business*, 189-217.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, 2148-2177.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns. *The Journal of Finance*, 1851-1889.

- McGrath, M. (2011). *Practical M&A execution and integration: a step by step guide to successful strategy, risk and integration management*. John Wiley & Sons.
- Moeller, S., Schlingemann, F., & Stulz, R. (2004). Firm size and the gains from acquisitions . *Journal of financial economics*, 201-228.
- Mulherin, J., & Boone, A. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of corporate finance*, 117-139.
- Prentice, P. (26 de 11 de 2019). Finance. *Mergers and Acquisitions benefit the economy and americans*, p. 1.
- Rhoades, S. (1998). The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers. *Journal of Banking and Finance* , 273-291.
- Sudarsanam, P. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions*. Pearson Education Limited.
- Sullivan, G. (2002). The effect of the big eight accounting firm mergers on the market for audit services. *Journal of Law and Economics*, 375-399.
- Travlos, N. G. (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *Journal of Finance* , 943-963.
- Villalong, B. (2004). Does diversification cause the "diversification discount"? *Financial Management*, 5-27.
- Wansely, J. W., Lane, W. R., & Yang, H. C. (1983). Abnormal Returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment. *Financial Management*, 16-22.

Apêndices

Apêndice A

Tabela 8-Descrição das indústrias

Tabela 8 descreve as atividades pertencentes a cada indústria e os códigos SIC que lhe correspondem		
Indústria	SIC 2 dígitos	Descrição
Agricultura, floresta e pesca	01 – 03	Produção vegetal e animal, caça e atividades de serviços relacionados, silvicultura, exploração florestal, pesca e aquicultura;
Industrial	05 - 39	Exploração de carvão, lignite, minérios metálicos Extração de petróleo bruto e gás natural; Atividades de serviços de apoio à mineração; Fabrico de produtos alimentares, bebidas, produtos de tabaco, têxteis, vestuário, couro, madeira e de produtos de madeira e cortiça, exceto mobiliário; Fabrico de artigos de palha e cestaria, de papel e produtos de papel; Impressão e reprodução de suportes gravados; Fabrico de produtos petrolíferos refinados, de produtos químicos, de produtos farmacêuticos, químicos medicinais e botânicos, produtos de borracha e plástico; Fabrico de metais de base, de produtos metálicos manufaturados; Fabrico de produtos informáticos, eletrónicos e óticos, equipamento elétrico, de máquinas e equipamentos, veículos automóveis, reboques, semirreboques e outros equipamentos de transporte; Fabrico de mobiliário; Reparação e instalação de maquinaria e equipamento; Fornecimento de eletricidade, gás, vapor e ar condicionado; Recolha, tratamento e abastecimento de água; Esgotos; recolha, tratamento e eliminação de resíduos; Atividades de remediação e outros serviços de gestão

		de resíduos
Construção	41 - 43	Construção de edifícios; Engenharia civil; Atividades especializadas de construção
Comércio por grosso e a retalho, transportes, alojamento e atividades de serviços alimentares	45 – 56	Comércio por grosso e a retalho e reparação de veículos automóveis e motociclos; Transporte terrestre e transporte por oleodutos e gasodutos; Transporte marítimo; Transporte aéreo; Armazenamento e atividades de apoio ao transporte; Atividades postais e de mensageiro; Alojamento; Atividades de serviços alimentares e de bebidas;
Informação e comunicação	58 – 63	Atividades editoriais; Produção de filmes, vídeos e programas de televisão, gravação de som e atividades de edição musical; Atividades de programação; Telecomunicações; Programação informática, consultoria e atividades relacionadas; Atividades de serviços de informação
Atividades financeiras e seguradoras	64 – 66	Atividades de serviços financeiros, seguros, resseguros e fundos de pensões, exceto a segurança social obrigatória; Atividades auxiliares aos serviços financeiros e atividades de seguros;
Atividades de imobiliárias	68	Atividades imobiliárias;
Atividades profissionais, científicas e técnicas; atividade administrativas e serviços de apoio	69 – 82	Atividades jurídicas e contabilísticas; Atividades das sedes; atividades de consultoria de gestão; Atividades de arquitetura e engenharia; ensaios e análises técnicas Investigação científica e desenvolvimento; Publicidade e estudos de mercado; Outras atividades profissionais, científicas e técnicas; Atividades veterinárias; Atividades de aluguer e leasing; Atividades de emprego; Agências de viagens, operador turístico, serviço de reservas e atividades relacionadas; Atividades de segurança e investigação; Serviços para edifícios e atividades paisagísticas; Escritório administrativo, apoio administrativo e outras atividades de apoio às empresas

Administração pública, defesa, educação, saúde humana e serviço social	84 – 88	Administração pública e defesa; segurança social obrigatória; Educação; Atividades de saúde humana; Atividades de cuidados residenciais; Atividades de trabalho social sem alojamento
Artes, entretenimento e recreação; outros serviços; atividades de organizações e organismos domésticos e extra-territoriais	90 – 99	Atividades criativas, artísticas e de entretenimento; Bibliotecas, arquivos, museus e outras atividades culturais; Atividades de jogos de azar e apostas; Atividades desportivas, de diversão e recreação; Atividades das organizações de membros; Reparação de computadores e bens pessoais e domésticos; Outras atividades de serviços pessoais; Atividades dos agregados familiares como empregadores de pessoal doméstico; Atividades indiferenciadas de produção de bens e serviços dos agregados familiares para uso próprio; Atividades de organizações e organismos extraterritoriais;

Apêndice B

Tabela 9-Valor Acrescentado e Taxas de crescimento da Alemanha

Tabela 9 apresenta os valores acrescentados ao PIB da Alemanha de cada indústria e as taxas de crescimento anual desde 2012 até 2021, a cinzento-claro está salientado a indústria em maior crescimento por ano e a cinzento-escuro está salientado a maior indústria por ano na Alemanha

Alemanha											
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Industrial	623 147	638 638	640 727	671 145	695 484	731 653	759 244	770 935	781 868	739 234	783 180
Taxa crescimento		0,02486	0,00327	0,04747	0,03627	0,05201	0,03771	0,0154	0,01418	-0,0545	0,05945
Construção	105 972	110 392	112 226	119 583	124 907	132 548	137 994	148 044	154 323	167 329	179 802
Taxa crescimento		0,0417	0,01661	0,0656	0,04452	0,0612	0,04109	0,07283	0,04241	0,0843	0,07454
Agricultura, floresta e pesca	24 512	23 278	26 501	26 480	20 720	21 894	27 828	23 191	26 946	25 624	30 641
Taxa crescimento		-0,0503	0,1385	-0,0008	-0,2175	0,05666	0,271	-0,1666	0,1619	-0,0491	0,1958
Informação e comunicação	108 620	112 688	118 791	124 295	126 057	129 842	135 518	145 871	152 497	154 671	163 805
Taxa crescimento		0,03745	0,05416	0,04633	0,01418	0,03003	0,04372	0,0764	0,04542	0,01426	0,05905
Atividades financeiras e seguradoras	116 117	118 417	116 708	117 468	119 828	118 113	118 422	118 488	121 899	123 517	123 162
Taxa crescimento		0,01981	-0,0144	0,00651	0,02009	-0,0143	0,00262	0,00056	0,02879	0,01327	-0,0029
Atividades imobiliárias	277 960	273 355	283 304	288 922	299 286	305 682	313 185	319 338	327 201	332 634	341 957
Taxa crescimento		-0,0166	0,0364	0,01983	0,03587	0,02137	0,02455	0,01965	0,02462	0,0166	0,02803
Atividades profissionais, científicas e técnicas; atividade administrativas e serviços de apoio	257 337	267 258	281 504	295 982	306 854	316 879	336 821	353 827	359 635	350 098	376 410
Taxa crescimento		0,03855	0,0533	0,05143	0,03673	0,03267	0,06293	0,05049	0,01642	-0,0265	0,07516

Administração pública, defesa, educação, saúde humana e serviço social	425 435	440 664	456 671	475 523	490 349	510 204	533 999	554 503	583 328	604 572	628 421
Taxa crescimento		0,0358	0,03633	0,04128	0,03118	0,04049	0,04664	0,0384	0,05198	0,03642	0,03945
Artes, entretenimento e recreação; outros serviços; atividades de organizações e organismos domésticos e extraterritoriais	98 367	100 114	102 354	104 017	108 196	108 393	111 957	115 435	120 313	111 261	114 367
Taxa crescimento		0,01776	0,02237	0,01625	0,04018	0,00182	0,03288	0,03107	0,04226	-0,0752	0,02792
Comércio por grosso e a retalho, transportes, alojamento e atividades de serviços alimentares	380 632	380 996	389 097	411978	430 339	447 235	469 106	483 104	501 707	479 023	516 822
Taxa crescimento		0,00096	0,02126	0,05881	0,0446	0,03926	0,0489	0,02984	0,03851	-0,0452	0,07891

Tabela 10-Valor Acrescentado e Taxas de crescimento da França

Tabela 10 apresenta os valores acrescentados ao PIB da França de cada indústria e as taxas de crescimento anual desde 2012 até 2021, a cinzento-claro está salientado a indústria em maior crescimento por ano e a cinzento-escuro está salientado a maior indústria por ano na França

França											
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Industrial	258 423	263 616	268 570	271 380	280 792	281 139	282 934	288 828	300 636	272 159	291 084
Taxa crescimento		0,0201	0,01879	0,01046	0,03468	0,00124	0,00639	0,02083	0,04088	-0,0947	0,06954
Construção	111 634	109 623	111 927	110 116	107 884	108 362	113 137	117 386	124 114	108 963	125 454
Taxa crescimento		-0,018	0,02102	-0,0162	-0,0203	0,00443	0,04407	0,03756	0,0573	-0,1221	0,1513
Agricultura, floresta e pesca	33 969	34 085	30 882	33 458	35 299	32 107	35 433	38 968	37 112	36 267	41 019
Taxa crescimento		0,00342	-0,094	0,0834	0,055	-0,0904	0,1036	0,0998	-0,0476	-0,0228	0,13103
Informação e comunicação	93 436	93 557	93 101	94 376	98 038	102 020	106 839	112 046	116 240	115 748	123 996
Taxa crescimento		0,0013	-0,0049	0,0137	0,0388	0,0406	0,04724	0,04874	0,03743	-0,0042	0,07126
Atividades financeiras e seguradoras	78 798	79 364	83 951	86 923	87 555	86 041	79 388	85 698	83 196	81 874	87 493
Taxa crescimento		0,00718	0,0578	0,0354	0,00727	-0,0173	-0,0773	0,07948	-0,0292	-0,0159	0,06863
Atividades imobiliárias	233 509	239 198	242 379	245 921	250 513	257 242	264 349	270 072	277 995	276 184	282 029
Taxa crescimento		0,0244	0,0133	0,01461	0,01867	0,02686	0,02763	0,02165	0,02934	-0,0065	0,02116
Atividades profissionais, científicas e técnicas; atividade administrativas e serviços de apoio	242 105	243 743	245 287	250 226	257 118	266 698	280 140	292 688	305 668	290 212	308 659
Taxa crescimento		0,00677	0,00634	0,02014	0,02754	0,03726	0,0504	0,04479	0,04435	-0,0506	0,06356
Administração pública, defesa, educação, saúde humana e serviço social	414 251	423 763	432 865	439 705	443 572	449 937	460 019	466 704	474 229	479 348	506 379

Taxa crescimento		0,02296	0,02148	0,0158	0,0088	0,01435	0,02241	0,01453	0,01612	0,0108	0,05639
Artes, entretenimento e recreação; outros serviços; atividades de organizações e organismos domésticos e extraterritoriais	55 195	56 299	57 528	58 261	58 123	58 860	60 722	60 415	62 725	55 545	58 197
Taxa crescimento		0,02	0,02183	0,01274	-0,0024	0,01268	0,03163	-0,0051	0,03824	-0,1145	0,04775
Comércio por grosso e a retalho, transportes, alojamento e atividades de serviços alimentares	327 264	332 077	333352	336 866	348 573	354 385	363 169	368 965	387 355	345 170	392 463
Taxa crescimento		0,01471	0,00384	0,01054	0,03475	0,01667	0,02479	0,01596	0,04984	-0,1089	0,13701

Tabela 11-Valor Acrescentado e Taxas de crescimento do Reino Unido

Tabela 11 apresenta os valores acrescentados ao PIB do Reino Unido de cada indústria e as taxas de crescimento anual desde 2012 até 2021, a cinzento-claro está salientado a indústria em maior crescimento por ano e a cinzento-escuro está salientado a maior indústria por ano no Reino Unido

Reino Unido											
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Industrial	232 651	233 625	239 627	244 583	255 233	257 076	255 710	264 330	270 619	273 970	294 304
Taxa crescimento		0,00419	0,02569	0,02068	0,04354	0,00722	-0,0053	0,03371	0,02379	0,0124	0,07422
Construção	109 061	107 581	112 454	116 323	121 367	119 891	125 053	122 952	124 770	107 877	122 106
Taxa crescimento		-0,0136	0,0453	0,03441	0,04336	-0,0122	0,04306	-0,0168	0,01479	-0,1354	0,1319
Agricultura, floresta e pesca	13 862	11 698	11 515	16 305	14 073	12 648	13 227	11 575	13 531	13 059	13 829
Taxa crescimento		-0,1561	-0,0156	0,416	-0,1369	-0,1013	0,04578	-0,1249	0,169	-0,0349	0,05896
Informação e comunicação	64 368	68 046	71 626	80 150	87 883	97 893	101 535	114 986	125 549	123 755	130 586
Taxa crescimento		0,05714	0,05261	0,11901	0,0965	0,1139	0,0372	0,1325	0,09186	-0,0143	0,0552
Atividades financeiras e seguradoras	162 104	164 329	156 394	155 240	148 617	158 812	169 290	167 736	163 522	163 935	172 695
Taxa crescimento		0,01373	-0,0483	-0,0074	-0,0427	0,0686	0,06598	-0,0092	-0,0251	0,00253	0,05344
Atividades imobiliárias	213 901	227 834	235 010	241 992	250 541	256 355	256 665	260 360	264 677	264 775	264 635
Taxa crescimento		0,0651	0,0315	0,02971	0,03533	0,02321	0,00121	0,0144	0,01658	0,00037	-0,0005

Atividades profissionais, científicas e técnicas; atividade administrativas e serviços de apoio	193 792	199 609	213 788	224 951	237 012	241 388	248 665	249 491	248 687	226 480	249 041
Taxa crescimento		0,03002	0,071	0,05222	0,05362	0,01846	0,03015	0,00332	-0,0032	-0,0893	0,09962
Administração pública, defesa, educação, saúde humana e serviço social	337 177	341 659	337 939	338 111	344 231	349 842	357146	361611	371224	297 902	335 047
Taxa crescimento		0,01329	-0,0109	0,00051	0,0181	0,0163	0,02088	0,0125	0,02658	-0,1975	0,12469
Artes, entretenimento e recreação; outros serviços; atividades de organizações e organismos domésticos e extraterritoriais	57 275	565 16	58 808	61 020	60 048	58 537	62 864	64 853	64 762	51 573	53 144
Taxa crescimento		-0,0133	0,04056	0,03761	-0,0159	-0,0252	0,0739	0,03164	-0,0014	-0,2037	0,03046
Comércio por grosso e a retalho, transportes, alojamento e atividades de serviços alimentares	320 567	321 643	324 856	337 000	331 655	337 340	346 276	346 153	348 896	262 356	286 509
Taxa crescimento		0,00336	0,00999	0,03738	-0,0159	0,01714	0,02649	-0,0004	0,00792	-0,248	0,09206

Tabela 12-Valor Acrescentado e Taxas de crescimento dos EUA

Tabela 12 apresenta os valores acrescentados ao PIB americano de cada indústria e as taxas de crescimento anual desde 2012 até 2021, a cinzento-claro está salientado a indústria em maior crescimento por ano e a cinzento-escuro está salientado a maior indústria por ano nos EUA

EUA											
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Industrial	2 519 655	2 575 835	2 671 967	2 768 882	2 691 923	2 622 936	2 786 617	2 975 614	2 998 392	2 780 767	3 209 175
Taxa crescimento		0,022297	0,037321	0,036271	-0,02779	-0,02563	0,062404	0,067823	0,007655	-0,07258	0,154061
Construção	525 615	554 942	588 684	637 651	695 320	747 709	800 633	847 291	904 001	894 371	945 303
Taxa crescimento		0,055796	0,060803	0,08318	0,09044	0,075345	0,070782	0,058276	0,066931	-0,01065	0,056947
Agricultura, floresta e pesca	179 155	178 689	214 285	198 912	180 138	165 848	175 433	174 441	159 493	162 214	206 568
Taxa crescimento		-0,0026	0,199206	-0,07174	-0,09438	-0,07933	0,057794	-0,00565	-0,08569	0,01706	0,273429
Informação e comunicação	763 007	762 708	831 356	844 374	907 816	970 267	1 004 215	1 067 362	1 126 667	1 171 769	1 313 256
Taxa crescimento		-0,00039	0,090006	0,015659	0,075135	0,068793	0,034988	0,062882	0,055562	0,040031	0,120746
Atividades financeiras e seguradoras	1 033 527	1 172 445	1 156 454	1 295 956	1 384 462	1 474 982	1 512 330	1 627 402	1 714 090	1 794 771	1 958 988
Taxa crescimento		0,134412	-0,01364	0,120629	0,068294	0,065383	0,025321	0,076089	0,053268	0,047069	0,091497
Atividades imobiliárias	2 047 256	2 116 803	2 205 514	2 264 717	2 329 297	2 408 253	2 507 621	2 630 940	2 768 574	2 797 889	2 926 658
Taxa crescimento		0,033971	0,041908	0,026843	0,028516	0,033897	0,041261	0,049178	0,052314	0,010588	0,046024

Atividades profissionais, científicas e técnicas; atividade administrativas e serviços de apoio	1 860 031	1 968 876	2 020 146	2 120 228	2 237 733	2 306 150	2 434 937	2 588 436	2 723 919	2 717 134	3 037 512
Taxa crescimento		0,0585	0,0260	0,0495	0,0554	0,0305	0,0558	0,0630	0,0523	-0,00249	0,1179
Administração pública, defesa, educação, saúde humana e serviço social	3 493 298	3 568 753	3 660 912	3 763 966	3 910 672	4 036 839	4 156 819	4 330 338	4 492 786	4 569 960	4 818 435
Taxa crescimento		0,0216	0,0258	0,0282	0,0389	0,0323	0,0297	0,0417	0,0375	0,0172	0,0544
Artes, entretenimento e recreação; outros serviços; atividades de organizações e organismos domésticos e extraterritoriais	492 246	520 359	534 433	566 146	585 193	607 677	631 187	667 340	692 601	590 666	688 865
Taxa crescimento		0,0571	0,0270	0,0593	0,0336	0,0384	0,03868	0,0572	0,0378	-0,1471	0,1663
Comércio por grosso e a retalho, transportes, alojamento e atividades de serviços alimentares	2 685 938	2 834 561	2 959 439	3 089 849	3 283 467	3 354 450	3 467 547	3 623 892	3 800 453	3 580 934	4 210 320
Taxa crescimento		0,0553	0,0441	0,0441	0,0627	0,0216	0,0337	0,0451	0,0487	-0,0578	0,1758

Apêndice C

Tabela 13-Índice da proteção dos acionistas por país

Tabela 13 diz respeito ao índice da proteção dos acionistas por país

	Índice
Alemanha	1
França	3
Reino Unido	5
EUA	5

Apêndice D

Tabela 14-Descrição das variáveis

Tabela 14 descreve cada variável utilizada ao longo deste estudo

Variável	Descrição
Proteção dos acionistas	Variável dummy: assume o valor de 1 se o índice de proteção dos acionistas no país da empresa adquirente for acima do valor da mediana
Competição de mercado	Variável que representa o número de ofertas para aquisição da empresa alvo, utilizado para medir a competição de mercado
Diversificação indústria	Variável dummy: assume o valor de 1 se as empresas forem da mesma indústria e o valor de 0 se forem de indústrias diferentes
Tamanho empresa adquirente	Variável proxy para o tamanho da empresa adquirente, calculado através do logaritmo do total de ativos da empresa adquirente
Método de pagamento	Variável dummy: assume o valor de 1 se a aquisição foi paga em dinheiro e o valor de 0 se foi utilizado outro método de pagamento
Empresa alvo	Variável dummy: assume o valor de 1 se a empresa alvo for privada e assume

privada	o valor 0 se a empresa alvo for pública
Diversificação geográfica	Variável dummy: assume o valor de 1 se é uma aquisição além-fronteira e o valor de 0 se for uma aquisição no mesmo país
Valor da transação	Valor pago
Divida empresa adquirente	Valor da dívida da empresa adquirente
Proxy crescimento	Variável utilizada como proxy do crescimento da indústria da empresa alvo, calculado pela multiplicação da quota de mercado e a taxa de crescimento da indústria da empresa alvo no ano da aquisição
Proxy peso	Variável utilizada como proxy do peso da indústria da empresa alvo, calculado pela multiplicação da quota de mercado e o valor acrescentado da indústria da empresa alvo no ano da aquisição

Apêndice E

Tabela 15-Frequência de aquisições nas maiores indústrias e nas indústrias em crescimento

Tabela 15 apresenta num total de 13 490 aquisições o número (nº) de aquisições em que a empresa alvo era de uma indústria em crescimento no país da empresa alvo e o número de aquisições em que a empresa alvo era da maior indústria do país da empresa alvo

Nº de aquisições nas maiores indústrias 699	Nº de aquisições noutras indústrias que não as maiores 12 791
Nº de aquisições em indústrias em crescimento 752	Nº de aquisições em indústrias que não as que estão em crescimento 12 738