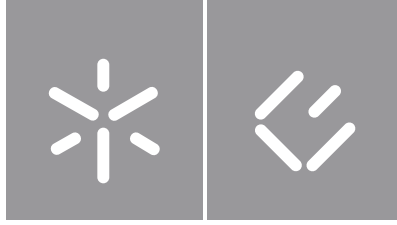


**Universidade do Minho**  
Escola de Economia e Gestão

Filipa Beatriz Oliveira da Silva

**A influência do ambiente legal na reação  
dos mercados ao anúncio de fusões e  
aquisições**





**Universidade do Minho**  
Escola de Economia e Gestão

Filipa Beatriz Oliveira da Silva

**A influência do ambiente legal na reação  
dos mercados ao anúncio de fusões e  
aquisições**

Dissertação de Mestrado  
Mestrado em Finanças

Trabalho efetuado sob a orientação do  
**Professor Doutor Artur Jorge Rodrigues**

## 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-NãoComercial-SemDerivações**  
**CC BY-NC-ND**

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

## **AGRADECIMENTOS**

Ao concluir mais uma importante etapa no meu percurso, são várias as pessoas a quem gostaria de deixar um sinal de apreço e de especial agradecimento.

Ao Professor Artur Rodrigues, por ter disponibilizado o seu apoio em dar-me orientação, pelas suas críticas construtivas e pelo seu saber.

Ao Professor Pedro Coelho por ter sido uma força e motivação quando nem sempre existiu. Também pela sua disponibilidade e toda a ajuda.

À minha família e aos meus amigos, pela confiança constante e de quem tanto me orgulho.

A ti João, por seres o meu maior pilar, todos os dias e para sempre.

Por fim, uma palavra a todos aqueles com quem tive o prazer de privar, colegas e docentes. Este é certamente um percurso que nunca esquecerei.

A todos vocês, de coração, o meu mais sincero,  
Obrigada.

## **DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE**

Declaro ter atuado com integridade na elaboração do presente trabalho acadêmico 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.

# “A influência do ambiente legal na reação dos mercados ao anúncio de fusões e aquisições”

## Resumo

As fusões e aquisições são cada vez mais utilizadas como um instrumento estratégico das empresas no acesso aos mercados internacionais. São inúmeras as razões que levam as empresas a adotar este tipo de estratégia. No entanto, a evidência empírica acerca da criação de valor entre elas não é consensual nos estudos anteriores. O principal objetivo deste estudo é analisar a reação dos mercados aos anúncios de Fusões e Aquisições quer em mercados transfronteiriços como nacionais, sob a influência de diferentes ambientes jurídicos e institucionais.

A amostra analisada inclui um total de 12.721 fusões e aquisições entre inícios de 2010 e finais de 2019 de 19 países, sob legislações distintas (*common law e civil law*).

Os resultados apontam para um ganho significativo quer para o alvo como para o comprador quando as Fusões e Aquisições ocorrem em ambiente internacional e para aquisições de alvos baseados em países de *common law* maiores ganhos para o comprador do que aquisições de alvos baseados em países de *civil law*.

**PALAVRAS-CHAVE:** ambiente legal, criação de valor, direito civil, direito comum, Fusões e aquisições, rendibilidades anormais, transfronteiriço.

"The influence of the legal environment on the markets' reaction to M&A  
announcements"

**Abstract**

Mergers and acquisitions are increasingly used as a strategic tool by companies to access international markets. There are numerous reasons that lead companies to adopt this type of strategy. However the empirical evidence on value creation among them is not consensual among previous studies. The main objective of this study is to analyze the reaction of markets to mergers and acquisitions announcements in both cross-border and domestic markets, under the influence of different legal and institutional environments.

With a total sample of 12,721 mergers and acquisitions between 2010 and 2019, the cumulative abnormal returns were calculated for all firms in the 19 countries, under different legislations (common law and civil law).

The results point to a significant gain for both the target and the buyer when M&A occurs in an international environment and for acquisitions of targets based in common law countries greater gains for the buyer than acquisitions of targets based in civil law countries.

**KEY WORDS:** legal environment, value creation, civil law, common law, Merge and Aquisitions, abnormal return, cross-border.



## Índice

1. INTRODUÇÃO.....	1
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	4
2.1. As Fusões e Aquisições, as transações transfronteiriças e a criação de valor. ....	4
2.2. Influência do ambiente jurídico e institucional sobre avaliação de fusões e aquisições transfronteiriças.....	6
3. HIPÓTESES DE PESQUISA.....	9
4. METODOLOGIA.....	11
4.1. Estudo de Eventos e Rendibilidades Anormais Acumulados .....	11
5. Dados .....	16
6. ANÁLISE DE RESULTADOS.....	18
6.1. Rendibilidades Anormais – F&A domésticas e internacionais .....	18
6.2. Análise Multivariada .....	19
7. CONCLUSÃO.....	24
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	26
APÊNDICES .....	30
Apêndice A – Distribuição dos países de acordo com a legislação que são regidos ..	30
<b>Apêndice B - Definições e fontes das variáveis</b> .....	<b>31</b>

## Índice de Tabelas

Tabela 1 – Rendibilidades anormais acumuladas.....	18
Tabela 2 – Análise de regressão das rendibilidades acumuladas da empresa alvo .....	20
Tabela 3 – Análise de regressão das rendibilidades acumuladas da empresa compradora .....	22

## 1. INTRODUÇÃO

As empresas necessitam de sobreviver a um mercado cada vez mais globalizado e competitivo. E, perante os desafios associados à elevada pressão da concorrência, torna-se essencial promover constantemente o espírito de mudança, a inovação e a diversificação de produtos, serviços e processos como forma de criação de valor e obtenção de vantagem competitiva face aos concorrentes.

Uma das medidas estratégicas mais rápidas, eficazes e rentáveis que contribuem para que as empresas diversifiquem as suas atividades e desse modo se tornem mais robustas e competitivas é através da realização de Fusões e Aquisições (F&A), tema central a que se propõe a realização desta dissertação.

As fusões e aquisições podem ser apresentadas como um contrato entre os seus intervenientes, a empresa compradora e a empresa alvo, em que uma empresa adquire a outra e estabelece os termos do investimento de forma a partilhar recursos e conhecimento e eliminar ineficiências de produção e de gestão. Relativamente às fusões e aquisições *cross-border* (ou fusões e aquisições internacionais), estas podem ser definidas como o negócio ou a transação que implica a fusão ou aquisição envolvendo uma empresa alvo sediada num país diferente do adquirente (Rossi & Volpin, 2004). Porém é importante salientar que a atividade de fusões e aquisições no seio doméstico não significa, por si só, a não existência de relações com empresas de outros países (Shimizu et al., 2004).

Independentemente do motivo subjacente a uma operação de fusão e aquisição, estas refletem uma medida astuciosa para diversificar e expandir as atividades empresariais, sendo que o resultado deverá traduzir-se na melhoria do seu desempenho económico-financeiro, seja através da rentabilidade ou do crescimento para novos mercados, com reflexo no seu nível de resultados, traduzindo-se num aumento da riqueza dos seus acionistas. Sem essas qualidades, as empresas acreditam que é praticamente impossível ser competitivo na economia global de hoje. No entanto, o seu sucesso não é de forma alguma garantido.

O principal objetivo deste estudo é analisar a reação dos mercados aos anúncios de Fusões e Aquisições, examinando as diferenças entre a avaliação dos acionistas da

empresa adquirente tanto em práticas de fusões e aquisições transfronteiriças como nacionais, sob a influência de diferentes ambientes jurídicos e institucionais.

A ocorrência de fusões e aquisições tem sido cada vez maior entre empresas localizadas em países diferentes (Erel, Liao & Weisbach, 2012) que encontram aqui o caminho para um novo reposicionamento nos mercados. As fronteiras domésticas fazem, portanto, cada vez menos sentido já que as empresas atuam em mercados internacionais.

Através das fusões e aquisições *cross-border* as empresas têm acesso a novos mercados, serviços, conhecimentos e a novas técnicas de produção mais sofisticadas e que de outro modo não conseguiriam alcançar (por si só, ou no mercado interno). Contudo, se os mercados globais potenciam os ganhos, também potenciam as perdas. Existem restrições a nível das políticas de regulação e de transações entre países que colocam as empresas numa posição direta com risco económico, político e cambial. Neste sentido a atividade internacional pode conduzir ao insucesso (Sinkovics, Zagelmeyer & Kusstatscher, 2011), mas fortes ganhos de eficiência devem continuar a ser esperados (Bertrand & Zuniga, 2006).

Para poder avaliar o objetivo proposto, nesta dissertação analisei uma amostra dos anúncios de Fusões e Aquisições para um período entre 2010 e 2029. A amostra inclui empresas em 19 países (dos quais 4 países são regidos sobre a lei comum e os restantes sobre a lei civil) e mostra que as diferenças nas leis e a sua aplicação explicam os efeitos do anúncio das fusões e aquisições em todo o mundo.

A análise univariada permite concluir que as empresas alvos e compradoras internacionais criam em média ganhos superiores às domésticas em cerca de 0.5% e 0.6%, respetivamente (ambas para um nível de significância de 1%). Por outro lado, numa análise multivariada, também se conclui que as aquisições de alvos baseados em países de lei comum geram maiores ganhos para o comprador do que aquisições de alvos baseados em países de lei civil, sendo estatisticamente significativas a um nível de 1%.

Após esta introdução, a presente dissertação encontra-se estruturada da seguinte forma: a segunda secção, encontra-se a revisão de literatura, nomeadamente sobre os mercados internacionais e a criação de valor e a Influência do ambiente jurídico e institucional sobre avaliação de fusões e aquisições transfronteiriças. Na

terceira secção apresento as minhas hipóteses que serão testadas; Na quarta secção a metodologia seguida e as variáveis utilizadas. Na quinta secção a descrição dos dados do estudo. Na sexta secção analisei os dados e discuti os resultados. Na sétima, e última secção, apresentei as principais conclusões.

## 2. REVISÃO DE LITERATURA

As fusões e aquisições ao longo dos últimos anos registaram um enorme crescimento e uma grande popularidade, afirmando-se como uma importante estratégia de expansão para as empresas (Shimizu, Hitt, Vaidyanath, & Pisano, 2004; Hijzen, Gorg, & Manchin, 2008; Visic & Peric, 2011). Do enorme aumento em número das fusões e aquisições nos anos 80, à intensificação das fusões e aquisições transfronteiriças na década de 90, bem como o aumento significativo do volume dos montantes de negócio ao longo do tempo, as fusões e aquisições continuam a marcar os mercados no período atual (Barmeyer & Mayrhofer, 2008).

Aqui considero estudos importantes que investigam questões relacionadas em torno do objetivo proposto.

### 2.1. As Fusões e Aquisições, as transações transfronteiriças e a criação de valor.

As fusões e aquisições domésticas e internacionais ocorrem tendo em vista um objetivo comum: que a empresa conjunta gere valor, ou crie utilidade para as empresas intervenientes (Erel et al., 2012). Mas quando uma empresa abandona as fronteiras nacionais para entrar no ambiente internacional, a nova complexidade (quer pela grandeza, quer pelas fricções adicionais) tanto pode funcionar como um meio de vantagem comparativa entre os países como um entrave às fusões e aquisições (Aguilera & Dencker, 2004; Erel et al., 2012).

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) dizem que várias pesquisas têm documentado grandes diferenças existentes entre os países, como a amplitude e profundidade dos mercados de capitais e o acesso ao financiamento externo. Fatores como estes podem contribuir para as variações da criação e destruição de valor entre as fusões e aquisições domésticas e praticadas em *cross-border*. Como também ajudam a explicar porque empresas de determinados países preferem envolver-se com empresas de certos países em detrimento de outros, incluindo o próprio país doméstico.

De facto, as fusões e aquisições *cross-border*, permitem o acesso rápido aos mercados externos (Vasconcellos & Kish, 1998) e portanto permitem benefícios e oportunidades que de outra forma não eram possíveis de alcançar.

Vários fatores podem influenciar a decisão de entrada em novos mercados, entre os quais o nível de experiência anterior da empresa, a dimensão do investimento necessário, a diversidade do mercado e a pressão colocada à empresa face ao tempo disponível para a tomada de decisão (Shimizu et al., 2004). O próprio processo de integração da empresa alvo na estrutura da empresa compradora em resultado de uma fusão e aquisição internacional é bastante mais delicado, pois é mais difícil integrar uma empresa estrangeira do que um alvo doméstico (Barmeyer & Mayrhofer, 2008; Dutta, Saadi & Zhu, 2013). As empresas intervenientes podem enfrentar problemas organizacionais, falhando os objetivos com os ganhos de eficiência esperados (Bertrand & Zuniga, 2006) tendo repercussões para a criação de valor, dado que a integração da empresa combinada se pode prolongar por vários anos, refletindo-se até na performance de longo prazo (Barbopoulos et al., 2012). Conklin (2005) e Barmeyer e Mayrhofer (2008) dizem que a elevada taxa de insucesso das fusões e aquisições observada por alguns estudos, são intensificadas quando estas são analisadas em termos internacionais e reforçadas pelos problemas culturais, de integração e alterações no ambiente económico dos países.

Os estudos empíricos relatam efeitos de criação de valor contraditórios entre si. Enquanto os estudos parecem encontrar evidência de que as fusões e aquisições domésticas geram rendibilidades positivas, a evidência em torno do *cross-border* não apresenta resultados consistentes (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2011). Rendibilidades positivas encontram-se associadas a ganhos com sinergias e com a diversificação geográfica (Seth, Song, & Pettit, 2002; Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2011). Enquanto a existência de problemas e assimetria de informação (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2011), o excesso de confiança do gestor (Seth et al., 2002) e a existência de legislações diferentes explicam os casos de destruição de valor.

Quando se fala em criação de valor em fusões e aquisições domésticas, considera-se ganhos que a empresa alcança através de melhores resultados operacionais, com mercados internacionais a criação de valor passa a estar associada a várias fontes de sinergias em resultado das fricções que existem entre os países (Seth et al., 2002). Se a principal razão para a aquisição partir da criação de sinergias, pode-se assumir que os gestores de ambas as empresas procuram maximizar o valor para os

acionistas, pelo que deve gerar efeitos positivos na criação de valor (Georgen & Renneboog, 2004).

## **2.2. Influência do ambiente jurídico e institucional sobre avaliação de fusões e aquisições transfronteiriças.**

A análise da influência da estrutura de propriedade na avaliação do mercado de F&A deve também ter em conta que as estruturas de propriedade diferem entre países e dependem do ambiente legal e institucional. Deste modo, é essencial que os gestores que pretendam maximizar os lucros dos acionistas considerem as disposições legais pertinentes à governação empresarial e à proteção dos investidores nos países das empresas alvo.

De acordo com La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998), os países sob influência inglesa (lei comum) caracterizam-se por uma maior proteção dos acionistas e por uma estrutura de propriedade mais dispersa, com problemas de agência resultantes, especialmente, de conflitos de interesses entre a gerência e os acionistas. Contudo, na Europa continental (lei civil), uma menor proteção legal dos acionistas determina estruturas de propriedade mais concentradas, de modo que os problemas de agência mais relevantes são os associados à possível expropriação de riqueza dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores.

Desde La Porta et al. (1998), muitos autores têm realizado estudos que analisam a relação entre o ambiente institucional e jurídico em que as empresas operam com as práticas financeiras empresariais e a avaliação de empresas.

Rossi e Volpin (2004) centram-se na influência do ambiente legal nas aquisições transfronteiriças. Verificam que os países com maior proteção dos acionistas têm uma maior atividade de F&A e que, nas F&A transfronteiriças, as empresas alvo encontram-se em países que oferecem menos proteção aos acionistas do que as dos compradores. Ser adquirido por uma empresa com maior proteção dos acionistas pode melhorar a eficiência das empresas alvo com ambientes legais e institucionais mais pobres, mas os benefícios não são tão claros para as empresas adquirentes. Assim, as características dos ambientes legais e institucionais nos países adquirentes e nos

países alvo podem explicar os diferentes efeitos na avaliação dos acionistas adquirentes em F&A transfronteiriços.

Empresas com melhor proteção dos acionistas tendem a adquirir empresas com proteção mais fraca, onde a empresa alvo obtém ganhos com a redução do custo do capital e aumento do seu valor no mercado, devido à melhor governação que passou a deter (Coffee, 1999; Rossi & Volpin, 2004; Bris et al., 2008; Erel et al., 2012;). Quanto maior a qualidade da governação da empresa compradora em relação à da empresa alvo, mais positivos serão os efeitos gerados nos acionistas da empresa compradora com a fusão e aquisição internacional (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2011). Martynova e Renneboog (2008) dizem que a empresa compradora tem resultados positivos conforme o alvo possua melhor, ou pior qualidade no sistema de governação. Por outro lado, Bris et al. (2008) encontram evidência de que quando as empresas compradoras possuem pior qualidade de governação que a empresa alvo, o valor de mercado da empresa alvo não diminui. Neste caso a empresa compradora enfrenta um risco, um custo de transação mais elevado e uma possível perda de valor com a fusão e aquisição, já que tem de pagar um preço mais elevado para compensar a empresa alvo pelo novo sistema de governação de menor qualidade (Kuipers et al., 2009; Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo; 2011).

A integração de uma empresa alvo adquirida na organização existente do adquirente é um dos maiores desafios para os gestores empresariais e tem implicações importantes na criação de valor. O processo de integração de um alvo estrangeiro pode ser mais complexo e dispendioso se o adquirente e o alvo operarem sob diferentes tradições legais e culturais (Bruner, 2005).

Barbopoulos et al. (2012) dizem que alguns estudos relatam que a diversificação tem um efeito negativo na criação de valor das empresas nas fusões e aquisições internacionais, enquanto Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2011) dizem que a literatura mostra resultados contraditórios, uma vez que a escolha do setor industrial da empresa alvo vai depender muito do tipo de estratégia que a empresa compradora procura implementar<sup>1</sup>. A diversificação aparece como fator motivador para as empresas entrarem em fusões e aquisições com empresas de diferentes países, de

---

<sup>1</sup> Uma empresa pode escolher adquirir outra no mesmo setor industrial se procurar sinergias operacionais, caso procure obter sinergias financeiras irá procurar um setor industrial diferente, ou seja, setores não relacionados (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2011).



forma a diversificar o risco geograficamente e melhorando a relação entre risco e rentabilidade<sup>2</sup> (Vasconcellos & Kish, 1998).

Também face ao método de pagamento a literatura não encontra consenso acerca da criação de valor. Dutta et al., (2013) encontram rentabilidades anormais positivas para as empresas compradoras internacionais associados ao pagamento por ações. A empresa compradora também irá preferir um pagamento em ações se acreditar que estas se encontram sobrevalorizadas no mercado (Feito-Ruiz e MenéndezRequejo, 2011; Fuller et al.,2002). Porém, o anúncio de uma fusão e aquisição com um pagamento de ações irá enviar um sinal negativo ao mercado, pelo que a transação entre as empresas será avaliada negativamente (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2011).

Por outro lado, para fusões e aquisições internacionais associa-se pagamento em dinheiro. Para além de evitar conflitos com os acionistas da empresa alvo (que não estão interessados em receber ações de empresas de outros países, nem estão dispostos a qualquer risco de expropriação) estão também associados a maior criação de valor (Rossi & Volpin, 2004). Os acionistas da empresa compradora também irão preferir este método de pagamento, uma vez que não estão interessados em perder o controlo nem diminuir a sua propriedade (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2011), evitando assim perder os benefícios privados com o controlo.

---

<sup>2</sup> Mesmo que seja no mesmo setor uma fusão e aquisição internacional permite reduzir o nível de risco sistemático, para um nível melhor que uma transação doméstica (Vasconcellos & Kish, 1998). A empresa deve escolher qual o nível de exposição ao risco que pretende, já que não o pode eliminar totalmente, apenas reduzi-lo, e escolher a melhor indústria e país que proporcione esse nível de exposição ao risco.

### 3. HIPÓTESES DE PESQUISA

**H1: Rendibilidades anormais mais elevadas quer para o alvo como para o comprador com a atividade em *cross-border* do que entre empresas no mercado doméstico**

A primeira hipótese de pesquisa desta dissertação vai ao encontro do principal objetivo de estudo, ou seja, analisar as diferenças na criação de valor entre fusões e aquisições domésticas e as realizadas no mercado internacional. Os resultados empíricos dos estudos relatados na literatura não são consensuais pelo que as conclusões acerca da criação ou não de valor são igualmente contraditórios.

**H2: Aquisições de alvos baseados em países de *common law* geram maiores ganhos para o comprador do que aquisições de alvos baseados em países de *civil law*.**

A diferença dos países perante ambientes legais distintos leva a que estejam perante, simultaneamente, níveis de proteção de acionistas e qualidades de governação também diferentes. Deste modo, de acordo com La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998), os países sob influência *common law*, caracteriza-se por uma maior proteção dos acionistas, contrariamente ao continente Europeu, caracterizado por *civil law*, onde ocorre uma menor proteção dos acionistas. Deste modo, é expectável que os compradores elejam países onde tenham uma maior proteção.

**H3: Rendibilidades anormais mais elevadas com pagamento realizado em dinheiro.**

As empresas precisam de escolher qual o método de pagamento que mais lhes convém para concluir o processo de fusão e aquisição (Dutta et al., 2013). A escolha por um método de pagamento em detrimento do outro vai depender tanto das características da empresa alvo, como da empresa compradora (Fuller, Netter & Stegemoler, 2002), afetando a criação de valor. A literatura associa fusões e aquisições internacionais com um pagamento em dinheiro.

**H4: As rendibilidades anormais dos compradores são mais elevadas em transações de empresas da mesma indústria do que entre empresas de indústrias diferentes.**

Caso as empresas pertençam ao mesmo setor industrial, o processo de integração da fusão ou aquisição é mais fácil, pelo que os ganhos com as sinergias devem ser

superiores (Barbopoulos et al., 2012) do que com a empresa a manter o foco na sua atividade.

## 4. METODOLOGIA

### 4.1. Estudo de Eventos e Rendibilidades Anormais Acumulados

Após definidas as hipóteses, nesta secção dedico-me ao estudo de evento para apurar a criação ou destruição de valor após a realização de uma F&A.

Mackinlay (1997) define estudo de evento como a metodologia mais comum para determinar se as fusões e aquisições criam ou não valor para os acionistas. Esta abordagem consiste em analisar as rendibilidades anormais das ações de várias empresas, (RAA – rendibilidades anormais acumuladas) antes, durante e após um determinado evento, que se traduz na chamada janela de eventos.

Para calcular as rendibilidades anormais é necessário recorrer a uma série de dados históricos que não estejam afetados pelo evento. Para tal recorre-se a uma janela de estimação onde o objetivo é analisar as rendibilidades ditas “normais” da empresa, para de seguida comparar com as rendibilidades anormais afetadas pelo anúncio da aquisição. Neste caso, o evento analisado será o anúncio da Fusão ou Aquisição. Para tal foi necessário recolher informação sobre as rendibilidades diárias das empresas e dos mercados onde estão inseridas.

Considerarei uma janela de estimação (-20 até -250 dias anteriores ao anúncio da aquisição), pois é usada como referência de MacKinlay (1997), uma vez que estes dados não estariam influenciados pelo anúncio da aquisição. Por outro lado, optei por analisar diversas janelas de eventos, com o intuito de detetar a reação gradual do mercado ao anúncio do evento. As janelas de evento utilizadas foram (-1, +1), (-2, +2), e (-5, +5). Todos os dados relativamente às rendibilidades das ações das empresas serão diários.

A estrutura do estudo de evento realizado neste trabalho é a recomendada por Campbell, Lo e Mackinlay (1997). A inferência econométrica das rendibilidades anormais segue o algoritmo descrito de seguida.

Para as rendibilidades normais utiliza-se o método conhecido como modelo de mercado. De acordo com MacKinlay (1997), trata-se de um modelo simples e que gera resultados semelhantes a modelos alternativos de precificação de ativos como CAPM, arbitragem e outros.

O modelo de mercado é então definido pela seguinte equação:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} , \quad (1)$$

Onde:

$R_{it}$  representa o rendimento diário da empresa  $i$  no momento  $t$ ;

$\alpha_i, \beta_i$  são parâmetros do modelo de mercado;

$R_{mt}$  é a rendibilidade para o período  $t$  da carteira de mercado;

$\varepsilon_{it}$  é o termo de perturbação de média igual a zero.

As rendibilidades anormais são obtidas da seguinte forma:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt} , \quad (2)$$

Onde:

$AR_{it}$  representa a rendibilidade anormal da empresa  $i$  no momento  $t$ ;

$R_{it}$  representa o rendimento diário da empresa  $i$ ;

$\hat{\alpha}_i$  mede a rendibilidade média não explicada pelo mercado;

$\hat{\beta}_i$  representa a sensibilidade da empresa  $i$  ao mercado;

$R_{mt}$  são os rendimentos diários do índice de mercado de cada país.

Após determinar as rendibilidades anormais, calcula-se as rendibilidades anormais acumuladas médias de todas as empresas no dia  $t$ , para posteriormente agregar as mesmas ao longo da janela de evento. O resultado deste somatório corresponde às rendibilidades anormais acumuladas, que representa o efeito total do evento para todas as empresas durante a janela de evento:

$$RAA_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} RA_{it} \quad (3)$$

$$\overline{RAA}_i(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RAA_i(t_1, t_2) \quad (4)$$

Onde:

$RAA_i$  representa as rendibilidades anormais acumuladas da empresa  $i$ ;

$\overline{RAA}_i$  representa a média das rendibilidades anormais acumulados;

N representa o número de eventos.

O objetivo passa por determinar se a transação, em termos absolutos, criou/destruiu valor na nova empresa constituída. Com a estimação das rendibilidades anormais acumulados das empresas alvo e compradoras para uma janela de evento de 3 dias, (-1, +1), procedeu-se a uma análise univariada e multivariada no sentido de estimar as diferenças entre as rendibilidades das empresas perante anúncios de fusões e aquisições domésticas e internacionais.

O impacto das transações transfronteiriças nas rendibilidades anormais acumuladas médias dos alvos e compradores são estimados de acordo com modelos de estudos anteriores (por exemplo, Alexandridis et al., 2010; Mateev & Andonov, 2016; Wang & Xie, 2009) usando a seguinte equação:

$$\begin{aligned} RAA_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Cash_i + \beta_2 Stock_i + \beta_3 Tcivil_i + \beta_4 PublicTarget_i + \beta_5 CrossBorder_i \\ & + \beta_6 SameIndustry_i + \beta_7 mb_i + \beta_8 Leverage_i + \lambda_c + \eta_j + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

O método de pagamento foi traduzido em duas variáveis dummy, a variável  $Cash_i$  que representa um pagamento efetuado exclusivamente em dinheiro e a variável  $Stock_i$  que identifica um pagamento somente em oferta de ações. Para representar a qualidade do sistema de governação empresarial do país da empresa alvo e a proteção dos acionistas, agrupou-se os países conforme a família e a história do seu sistema legal.

Através de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) atribui-se cada país a cada origem do seu sistema legal, podendo ser lei comum ou lei civil, onde lei comum representa os países de elevada qualidade de governação e lei civil fraca governação e proteção dos acionistas. Construiu-se uma variável dummy que assume o valor de 1 caso o país da empresa alvo possua um sistema lei civil, ou seja um sistema legal mais fraco e diferente da empresa compradora e assume o valor 0 caso pertença a um sistema lei comum, igual ao da empresa compradora. Neste caso,  $TCivil_i$  reflete a legislação onde o país está inserido, que é regido pela lei civil.

Fuller et al., (2002) apontam que as empresas compradoras conseguem melhores preços de aquisição com empresas privadas, já que estas não podem ser adquiridas tão facilmente como empresas públicas. Este efeito de liquidez relatado pelos autores torna o investimento em alvos privados mais atrativos. Por esta razão, alvos privados estão geralmente associados a resultados positivos para as empresas compradoras enquanto alvos públicos a ganhos negativos (Fuller et al., 2002; Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2011). A variável  $PublicTarget_i$  identifica o estatuto da empresa alvo, caso seja uma empresa pública assume valor de 1, e 0 no caso contrário.

A representação das empresas envolvidas em fusões e aquisições internacionais foi estabelecida através da variável  $CrossBorder_i$ . É uma variável dummy que assume o valor de 1 quando se verifica uma fusão e aquisição internacional e o valor de 0 quando as fusões e aquisições desenrolam-se no ambiente doméstico.

Além disso, a estratégia de diversificação estudada é através do mercado de Fusões e Aquisições (F&A). Deste modo, considerou-se uma variável  $SameIndustry_i$  que assume o valor 1 quando a empresa alvo é do mesmo sector que a empresa compradora e o valor de 0 quando se verifica setores diferentes, denominado cross-industry.

Além disso, criou-se a variável  $mb_i$  (market-to-book), definido como o rácio market-to-book da empresa adquirente (Dong et al., 2006; Martynova & Renneboog, 2008; Moeller et al., 2004). Um rácio mercado/livro mais elevado pode ter uma influência positiva sobre as RAAs, se for favorável às oportunidades de crescimento, mas negativa, se refletir a sobrevalorização da aquisição de ações da empresa. E  $Leverage_i$  é o rácio de alavancagem e é igual ao passivo total dividido pelo capital próprio comum.

Estas variáveis procuram controlar os efeitos sobre a variável dependente que decorrem de fatores específicos e que possam introduzir certos enviesamentos pelos critérios estabelecidos inicialmente para a definição da amostra. Logo, são incluídas variáveis dummies que controlam as variações entre os diferentes países da empresa alvo (uma dummy para cada país), as variações temporais dos diferentes anos (uma dummy por cada ano) e o controlo por setor industrial de cada empresa. Para o controlo do setor industrial procedeu-se à identificação de cada empresa na

classificação de Fama e French (1997), através da correspondência com os 4 algarismos dos códigos SIC de cada empresa.



## 5. Dados

A amostra primária para obtenção de informação sobre operações de Fusões e Aquisições é extraída da base de dados de Refinitiv Securities Data Company'S (SDC) Platinum Database.

Os critérios de seleção, ou filtros definidos para a seleção da amostra passam pelos seguintes:

- Data de anúncio de fusões e aquisições entre Janeiro de 2010 e até Dezembro de 2019;
- Apenas transações completas e com valores divulgados;
- Empresas públicas e privadas;
- Compradores com valores de aquisição superiores a 1 milhão de dólares.

O período foi escolhido no sentido de tentar ser o mais recente possível de forma a dar um conhecimento atual das características do mercado de fusões e aquisições.

A amostra será posteriormente correspondida a partir do código sedol de cada empresa, alvo e compradora, com os dados disponíveis na DataStream/Worldscope recolhendo informação diária dos índices de rendibilidade de cada empresa, bem como dos respetivos índices de rendibilidade de mercado do país<sup>3</sup> onde cada empresa é proveniente.

Depois de definida a amostra inicial, foram efetuados critérios de eliminação/limpeza, entre os quais:

- Definir os países que seguem a legislação *common law* e *civil law* (a lista de países está disposta no anexo);
- Eliminar as empresas em que os códigos sedol não existam em compradores e em alvos em simultâneo, de forma a excluir essas transações da base de dados;
- Eliminar aquisições de ações próprias;
- Eliminar as empresas alvo e compradoras para quais não existem dados disponíveis na DataStream/Worldscope;

---

<sup>3</sup> Por exemplo, o índice TOTMKUS Datastream é utilizado para os EUA. Deste modo, através de TOTMK\* consegui extrair o índice de todos os países do mundo e após a extração seleccionei apenas os que seriam do interesse para a amostra.

- Para mitigar o efeito de outliers, as variáveis contínuas foram winsorizados a 1% e 99%;

- Excluir privatizações, aquisições alavancadas, spin-offs, negócios pendentes e ofertas concorrentes;

O objetivo é então ficar com transações completas (informação do lado da empresa compradora e do lado da empresa alvo) ou pelo menos ter informação para a empresa alvo, ou para a compradora por cada fusão e aquisição registada na base de dados e eliminar as transações sem dados para alvos e compradores em simultâneo após os critérios de seleção e eliminação.

Da SDC Platinum retirou-se ainda informação relativa a data de anúncio e à data efetiva da fusão e aquisição, o nome, o setor industrial, o setor tecnológico, o país, o estatuto (empresa pública ou privada) de cada empresa, o número de advisors utilizados pela empresa alvo e compradora, o valor do negócio, a técnica de aquisição, a atitude perante a fusão e aquisição, o uso de medidas anti aquisição pela empresa alvo, a percentagem da empresa alvo adquirida pela empresa compradora, o método de pagamento escolhido e a percentagem desse pagamento realizado em ações e em dinheiro.

## 6. ANÁLISE DE RESULTADOS

### 6.1. Rendibilidades Anormais – F&A domésticas e internacionais

Como descrito no Capítulo 3, a primeira hipótese é testada para comparar o desempenho de Fusões e Aquisições tanto num ambiente doméstico como no mercado internacional.

Os resultados obtidos através dos estudos de eventos realizados com o intuito de observar a sua criação ou a destruição de valor estão expostos na tabela 1, onde apresenta as RAAs (rendibilidades anormais médias acumuladas) para as empresas em torno de 3, 5 e 11 dias à volta do dia de anúncio de fusão e aquisição e para 250 dias de janela de estimação com um intervalo de 20 dias antes do dia do anúncio para evitar enviesamentos no cálculo dos parâmetros com a proximidade do evento.

Os RAAs, da mesma forma que as restantes variáveis, foram sujeitos a um processo de winsorizing a 1% de forma a corrigir os resultados para possíveis valores extremos.

**TABELA 1 – RENDIBILIDADES ANORMAIS ACUMULADAS**

A tabela 1 apresenta os RAAs (rendibilidades anormais médias acumuladas) para as empresas alvo e compradoras da amostra internacional e doméstica. O cálculo dos RAAs foi efetuado através do modelo de mercado (consultar a secção 4) para a janela de estimação considerada e as várias janelas de eventos. A acumulação das rendibilidades anormais médias ocorreu para 3, 5 e 11 dias à volta do dia de anúncio da fusão e aquisição, criando janelas do tipo (-1, +1), (-2, +2) e (-5, +5). Os níveis de significância estatística estão representados por \*\*\*, \*\* e \* representando 1%, 5% e 10%, respetivamente. Na ausência de qualquer destes símbolos, os RAAs não possuem qualquer significância estatística.

Janelas de Evento	Janela de estimação (-250, -20)					
	Alvos domésticos	Alvos Internacionais	dif (t-statistic)	Compradores domésticos	Compradores internacionais	dif (t-statistic)
3 dias (-1, +1)	0.268***	0.314***	-0.046***	0.032***	0.038***	-0.006
mediana	0.194	0.242	-0.048***	0.012	0.014	-0.002
desvio padrão	0.313	0.323		0.161	0.157	
5 dias (-2, +2)	0.275***	0.324***	-0.049***	0.038***	0.045***	-0.007
mediana	0.206	0.248	-0.042***	0.012	0.017	-0.005
desvio padrão	0.319	0.331		0.183	0.179	
11 dias (-5, +5)	0.284***	0.331***	-0.047***	0.039***	0.046***	-0.007
mediana	0.212	0.248	-0.036***	0.015	0.018	-0.003
desvio padrão	0.333	0.341		0.263	0.241	
N = nr de observações	556	1 859		7 613	2 515	

Relativamente às empresas alvo as RAAs são todas estatisticamente significativas para um nível de significância de 1% e apesar das diferenças nas janelas de evento apresentadas, os resultados são muito próximos, andando à volta dos 31.4% e dos 33.1% para os alvos internacionais e entre os 26.8% e os 28.4% para as empresas alvo domésticas.

Por outro lado, para as empresas compradoras, também se obteve RAAs estatisticamente significativas a 1% para todas as janelas de eventos e de estimação, oscilando entre os 3.2% e os 3.9%, para as empresas compradoras domésticos e entre os 3.8% e 4.5% para os adquirentes internacionais.

Além disso, realizei testes de hipóteses para as diferenças entre os alvos domésticos e internacionais e para os compradores domésticos e internacionais. Os resultados mostram que quando sujeitos a este teste os resultados mostram uma significância para as rendibilidades anormais dos alvos comparativamente com as empresas compradoras que não são estatisticamente significativas.

As conclusões retiradas dos estudos do evento são consistentes com as encontradas na literatura. Em primeiro lugar, o ganho sinérgico das fusões e aquisições é maioritariamente atribuível ao alvo, tal como em estudos anteriores que analisaram o valor acionista na Europa ou na UE, tais como Campa & Hernando (2004), Goergen & Renneboog (2004) e Martynova & Renneboog (2006). Além disso, no caso das fusões e aquisições internacionais, as rendibilidades anormais dos compradores, embora sejam estatisticamente significativas, são valores muito próximos de zero, como no caso de Campa & Hernando (2004). Também consistente com as provas de Erel et al. (2012), a diferença entre o adquirente e as rendibilidades alvo são maior no caso de negócios transfronteiriços.

## **6.2. Análise Multivariada**

A análise multivariada aparece com o objetivo de testar as hipóteses e, ao mesmo tempo, apurar o poder explicativo das variáveis explicativas, de controlo e para os efeitos fixos em conjunto sobre as RAAs das empresas. As RAAs utilizadas como variável dependente foram calculadas para uma janela de evento de 3 dias e uma janela de estimação de 250 dias com um intervalo de 20 dias antes do anúncio de

fusão e aquisição. O conjunto de regressões foi realizado para as empresas alvo e para as empresas compradoras.

**Tabela 2 – Análise de regressão das rendibilidades acumuladas da empresa alvo**

A tabela 2 apresenta os resultados das regressões realizadas para os RAAs das empresas alvo (domésticas e internacionais). O cálculo dos RAAs foi efetuado através do modelo de mercado (consultar a secção 4) para a janela de estimação considerada e as várias janelas de eventos. Os coeficientes apresentam-se ao lado da variável e abaixo os erros padrões robustos corrigidos para a heteroscedasticidade pelo método de White. N representa o número de observações em cada modelo. Os níveis de significância encontram-se representados por \*\*\*, \*\* e \*, representando 1, 5 e 10%, respetivamente. Na ausência de qualquer destes símbolos os coeficientes não possuem qualquer significância estatística.

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Lei Civil	-0.1159*** (-4.51)	-0.0718 (-1.46)	-0.0669 (-1.48)	-0.0804* (-1.65)	-0.0768 (-1.57)	-0.1153* (-1.71)
Internacional	0.0282* (1.80)	0.0189 (1.15)	0.0181 (1.11)	0.0111 (0.70)	0.0110 (0.69)	0.0110 (0.69)
Dinheiro	0.0954*** (6.29)	0.0893*** (5.31)	0.0920*** (5.46)	0.0874*** (5.29)	0.0907*** (5.41)	0.0874*** (5.29)
Ações	-0.0540*** (-3.43)	-0.0658*** (-3.91)	-0.0677*** (-4.01)	-0.0616*** (-3.69)	-0.0626*** (-3.74)	-0.0643*** (-3.79)
Setor igual			0.0339** (2.25)	0.0355** (2.36)	0.0363*** (2.40)	0.0357** (2.37)
mb				0.0507* (1.74)	0.0547* (1.96)	0.0497* (1.67)
Valor_relativo				-0.1566 (-1.33)	-0.1779 (-1.46)	-0.1478 (-1.26)
Leverage				-0.0235 (-0.69)	-0.0230 (-0.68)	-0.0236 (-0.69)
Constante	0.2480*** (21.43)	0.1929*** (3.28)	0.1899*** (3.14)	0.2158** (2.26)	0.2132*** (15.02)	0.2155*** (15.02)
<b>Efeitos Fixos</b>						
Ano	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor Indust	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
País	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<b>Interações</b>						
	Lei Civil*				*Dinheiro	*Ações
					-0.0879* (-1.72)	-0.0519 (-0.91)
Observações	2 415	2 415	2 415	2 130	2 130	2 130
R <sup>2</sup>	0.051	0.113	0.115	0.126	0.055	0.055
R <sup>2</sup> Ajustado	0.0489	0.0773	0.0790	0.0843	0.0516	0.0516

A tabela 2 mostra a análise multivariada para as RAAs da empresa alvo. A regressão (1) calcula os coeficientes sem nenhum controlo para efeitos fixos por ano,

país e setor industrial, a regressão (2) introduz os efeitos fixos e as regressões (5) e (6) incluem as interações da forma de pagamento (Dinheiro ou Ações) com a variável que determina os alvos ter a legislação lei civil.

Segundo os resultados da tabela 2 os alvos em países que são regidos pela *Lei Civil* apresentam RAAs inferiores comparativamente a países que são regidos por lei comum.

A variável internacional, perde a sua significância estatística quando aplicados os efeitos fixos.

Relativamente ao método de pagamento associado, os rendibilidades acumulados das empresas alvo estão, em média, associados a um aumento entre 8,7% e os 9,5% se a empresa compradora optar por um pagamento em dinheiro para a transação, *ceteris paribus*. Este é um resultado que se mantém para um nível de significância de 1% para todas as regressões, com ou sem efeitos fixos. Se a empresa compradora escolher um pagamento exclusivamente em ações, os RAAs da empresa alvo mostram uma diminuição em cerca de 13% em média, quando se controlam os efeitos fixos nas regressões, a um nível de significância de 1%. Resultados que vão encontro da literatura tradicional que relaciona criação de valor adicional a um método de pagamento em dinheiro, em detrimento de um pagamento em ações (por exemplo, Martynova & Renneboog, 2006).

Quando ambas as empresas pertencem ao mesmo setor industrial, a empresa alvo observa um aumento em média entre os 1%, ao longo de todas as regressões para níveis de significância de 1% e 5%, mantendo tudo o resto constante. A mesma é consistente com a literatura, uma vez que quando se verifica uma empresa alvo da mesma indústria que a empresa compradora, esta é estatisticamente significativa e consequentemente terá maiores ganhos para o comprador. Podemos então, confirmar a veracidade da hipótese 4.

A variável representativa do *mb* (market-to-book) da empresa alvo está associada a uma boa influência sobre as RAAs, sendo estatisticamente significativa a 10%, esta variável mostra favoráveis oportunidades de crescimento.

Relativamente às variáveis de controlo *valor\_relativo* e *leverage* não apresentam valor estatisticamente significativo.

**Tabela 3 – Análise de regressão das rendibilidades acumuladas da empresa compradora**

A tabela 3 apresenta os resultados das regressões realizadas para os RAAs das empresas compradoras (domésticas e internacionais). O cálculo dos RAAs foi efetuado através do modelo de mercado (consultar a secção 4) para a janela de estimação considerada e as várias janelas de eventos. Os coeficientes apresentam-se ao lado da variável e abaixo os erros padrões robustos corrigidos para a heteroscedasticidade pelo método de White. N representa o número de observações em cada modelo. Os níveis de significância encontram-se representados por \*\*\*, \*\* e \*, representando 1, 5 e 10%, respetivamente. Na ausência de qualquer destes símbolos os coeficientes não possuem qualquer significância estatística.

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Lei civil	-0.0178*** (-4.73)	-0.0275*** (-5.09)	-0.0243*** (-4.49)	-0.0225*** (-4.05)	-0.0261*** (-4.08)	-0.0240*** (-4.29)
Internacional	0.0074** (1.97)	-0.0064 (-1.45)	-0.0061 (-1.38)	-0.0051 (-1.10)	-0.0056 (-1.19)	-0.0050 (-1.08)
Dinheiro	-0.0100*** (-3.05)	-0.0063* (-1.82)	0.0012 (0.35)	0.0015 (0.40)	0.0004 (0.11)	0.0015 (0.40)
Ações	-0.0295*** (-4.72)	-0.0193*** (-2.78)	-0.0055 (-0.76)	-0.0090 (-1.17)	-0.0089 (-1.16)	-0.0105 (-1.30)
Setor igual			-0.0029 (-0.72)	-0.0013 (-0.31)	-0.0012 (-0.30)	-0.0013 (-0.31)
mb				0.0296 (0.40)	0.0300 (0.40)	0.0293 (0.39)
Valor_relativo				0.0185 (0.59)	0.0185 (0.59)	0.0183 (0.59)
Leverage				0.0088 (0.92)	0.0088 (0.92)	0.0088 (0.92)
Pública			-0.0374*** (-8.75)	-0.0373*** (-8.40)	-0.0374*** (-8.41)	-0.0373*** (-8.41)
Constante	0.0389*** (17.38)	0.1470*** (2.00)	0.1417* (1.93)	0.2298*** (3.21)	0.2307*** (3.23)	0.2301*** (3.21)
<b>Efeitos Fixos</b>						
Ano	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor Indust	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
País	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<b>Interações</b>						
	Lei Civil*				*Dinheiro	*Ações
					0.0137 (1.62)	0.0206 (0.91)
Observações	10 128	10 128	10 128	8 940	8 940	8 940
R <sup>2</sup>	0.005	0.069	0.075	0.085	0.085	0.085
R <sup>2</sup> Ajustado	0.00419	0.0519	0.0582	0.0658	0.0658	0.0658

Na tabela 3 estão expostos os resultados da análise de regressão múltipla às RAAs das empresas compradoras.

Comparativamente ao que se identificou no conjunto de regressões para a empresa alvo, através da variável *Lei Civil* percebe-se que os compradores em países

que são regidos pela lei civil, tem maiores ganhos do que se estivessem em países de lei comum, sendo estatisticamente significativos a 1%. Estes resultados comprovam a segunda hipótese apresentada e são consistentes com a literatura existente uma vez que uma melhor proteção dos acionistas tende a adquirir empresas com proteção mais fraca. Quanto maior a qualidade da governação da empresa compradora em relação à da empresa alvo, mais positivos serão os efeitos gerados nos acionistas da empresa compradora.

Por outro lado, relativamente à variável *Internacional* a mesma volta a perder significância quando sujeita a efeitos fixos.

Quanto às variáveis de controlo e apesar do valor dos coeficientes bastante próximo de zero, o sinal positivo sugere que as RAAs aumentam ligeiramente com a escolha de um pagamento em dinheiro pela transação e o sinal negativo indica que diminuem com o aumento do seu valor de mercado e se pertence a um setor industrial da mesma indústria.

Foi introduzida uma variável *Pública* para este conjunto de regressões que é estatisticamente significativa a 1%. A mesma toma o valor de 1 quando a empresa alvo é pública e o valor de 0 quando esta é privada.

As variáveis *mb*, *leverage* e *valor\_relativo* foram incluídas para as últimas três regressões, no entanto, os resultados não são estatisticamente significativos.

Após efetuados os testes de hipóteses quer para as empresas alvo como para as empresas compradoras verificou-se que as provas corroboram os resultados dos testes estatísticos, uma vez que a variável fictícia "Internacional" nunca é significativa entre modelos, o que reflete o facto de nenhum dos resultados ser afetado pelo facto de o negócio ser doméstico ou transfronteiriço, contrariando assim a primeira Hipótese.

No entanto, no caso de empresas alvo (Tabela 2), os acordos parecem ser afetados pelo facto de o negócio ser completamente financiado com dinheiro, uma vez que estas empresas tendem a ter, em média, um CAR médio 10% superior quando comparado com outras combinações de financiamento, o que é consistente com a terceira hipótese proposta e com as provas encontradas na literatura (por exemplo, Martynova & Renneboog, 2006).



## 7. CONCLUSÃO

O objetivo de investigação desta dissertação é analisar as diferenças dos efeitos dos mercados de fusões e aquisições quer transfronteiriças como nacionais, sob a influência de diferentes ambientes com legislações diferentes.

O estudo focou-se em empresas que pertencessem a uma das legislações (lei civil ou lei comum) e na sua atividade no mercado doméstico e internacional ao longo de 10 anos, desde o início de 2010 até ao final do ano de 2019. As hipóteses de pesquisa foram desenvolvidas no sentido de incluírem as diferenças existentes entre os países e refletirem os seus efeitos nos resultados nas metodologias adotadas. Em primeiro lugar calcularam-se os RAAs para as empresas alvo e compradoras, em ambiente doméstico e internacional para várias janelas de eventos e de estimação. Com eles procedeu-se a uma análise multivariada com um conjunto de variáveis para controlar as diferenças entre países, características específicas da transação e das empresas e ainda para os efeitos fixos por ano, país e setor industrial.

Um ambiente legal que providencie uma proteção mais elevado dos direitos dos acionistas minoritários também contribui para uma maior criação de valor, uma vez que estes passam a utilizar o seu poder dentro da gestão, dificultando atos oportunistas ou em conflito com os interesses de todos os acionistas e assim facilitam a criação de sinergias entre as empresas. A variável criada para identificar as fusões e aquisições desenvolvidas em ambiente internacional não possui nenhuma significância estatística em nenhum conjunto de regressões.

Os resultados anteriores não são de todos consistentes com a análise univariada. As empresas alvo internacionais obtêm os RAAs positivos mais elevados e estatisticamente diferentes de zero (31.44%). Para as empresas compradoras a evidência é a favor do mercado doméstico (0.4%). Mantém-se, portanto, por esclarecer qual o verdadeiro impacto das fusões e aquisições internacionais nas empresas e nos agentes que as lideram. Contudo sabemos que são vários os fatores que impulsionam a entrada em mercados estrangeiros e a probabilidade é que o número destas transações continue no futuro, dadas as condições atuais.

Assim como todos os outros estudos, esta dissertação também, possui algumas limitações.

Em primeiro lugar passa pelos critérios de seleção da amostra final. Estes critérios, mesmo que essenciais para o desenrolar do estudo e para a aplicação das metodologias pode levar a problemas de representatividade da amostra.

Por fim, relativamente às sugestões de investigação futura seria interessante introduzir outras variáveis que refletissem as diferenças existentes entre os países, já que as utilizadas não revelaram grande significância estatística. Uma escolha de variáveis que permitissem uma análise mais cuidada às restrições de mobilidade de capitais, da origem do ambiente legal e das diferentes regulações entre os países poderia eventualmente ajudar na investigação da temática em questão. Uma diferença relatada em alguns estudos é que as fusões e aquisições internacionais não reduzem o número de empresas da indústria enquanto as domésticas permitem diminuir alguma da pressão competitiva do mercado (Horn & Persson, 2001; Brisley et al., 2011). Portanto seria igualmente interessante estudar o grau de concentração da indústria antes e depois das fusões e aquisições.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economics Perspectives*, 15(2), 103-120.

Aguilera, R. V., & Dencker, J. C. (2004). The role of human resource management in crossborder mergers and acquisitions. *The International Journal of Human Resource Management*, 15(8), 1355-1370.

Barbopoulos, L., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2012). Legal systems and gains from cross-border acquisitions. *Journal of Business Research*, 65, 1301-1312.

Barmeyer, C., & Mayrhofer, U. (2008). The contribution of intercultural management to the success of international mergers and acquisitions: An analysis of the EADS group. *International Business Review*, 17, 28-38.

Bebchuk, L. (1999). A rent-protection theory of corporate ownership and control [Working Paper N° 7203]. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Bertrand, O., & Zuniga, P. (2006). R&D and M&A: Are cross-border M&A different? Na investigation on OECD countries. *International Journal of Industrial Organization*, 24, 401-423.

Bjorvatn, K. (2004). Economic integration and the profitability of cross-border mergers and acquisitions. *European Economic Review*, 48, 1211-1226.

Bris, A., Brisley, N., & Cabolis, C. (2008). Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers. *Journal of Corporate Finance*, 14, 224-240.

Brisley, N., Bris, A., & Cabolis, C. (2011). A theory of optimal expropriation, mergers and industry competition. *Journal of Banking & Finance*, 35, 955-965.

Bruner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance*, 12(1), 48-68.

Bruner, R.F. (2005). *Deals from hell. M&A lessons that rise above the ashes*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Coffee, J. (1999). The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93, 641-708.

Conklin, D. W. (2005). Cross-border mergers and acquisitions: A response to environmental transformation. *Journal of World Business*, 40, 29-40.

Denis, D. J., & Denis, D. K. (1995). Performance changes following top management dismissals. *The Journal of Finance*, 50(4), 1029-1057.

di Giovanni, J. (2005). What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening. *Journal of International Economics*, 65, 127-149.

Dutta, S., Saadi, S., & Zhu, P. (2013). Does payment method matter in cross-border acquisitions? *International Review of Economics and Finance*, 25, 91-107.

Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 67(3), 1045-1082.

Fama, E. F., & French, K. R. (1997). Industry costs of equity. *Journal of Financial Economics*, 43, 153-193.

Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2011). Cross-border mergers and acquisitions in different legal environments. *International Review of Law and Economics*, 31, 169-187.

Francis, B. B., Hasan, I., & Sun, X. (2008). Financial market integration and the value of global diversification: Evidence for US acquirers in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 32, 1522-1540.

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*, 57(4), 1763-1793.

Gwartney, J., Lawson, R. & Hall, J. (2012). *Economic Freedom of the World: 2012 Annual Report*. Fraser Institute.

Georgen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids. *European Financial Management*, 10(1), 9-45.

Harris, R. S., & Ravenscraft, D. (1991). The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market. *The Journal of Finance*, 46(3), 825-844.

Hijzen, A., Gorg, H., & Manchin, M. (2008). Cross-border mergers and acquisitions and the role of trade costs. *European Economic Review*, 52, 849-866.

Horn, H., & Persson, L. (2001). The equilibrium ownership of an international oligopoly. *Journal of International Economics*, 53, 307-333.

Kuipers, D. R., Miller, D. P., & Patel, A. (2009). The legal environment and corporate valuation: Evidence from cross-border takeovers. *International Review of Economics and Finance*, 18, 552-567.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.

Martynova, M. & Renneboog, L. (2008). Spillover of corporate governance standards in crossborder mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 14, 200-223.

Moeller, S. B., & Schlingemann, F.P. (2005). Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 29, 533-564.

Marks, M. L., & Mirvis, P. (1985). Merger syndrome: Stress and uncertainty (part1). *Mergers and Acquisitions*, 20(2), 50.

Mukherji, A., Mukherji, J., Dibrell, C., & Francis, J. D. (2013). Overbidding in cross-border acquisitions: Misperceptions in assessing and valuing knowledge. *Journal of World Business*, 48, 39-46.

Neary, J. P. (2007). Cross-border mergers as instruments of comparative advantage. *The Review of Economic Studies*, 74(4), 1229-1257.

Nocke, V., & Yeaple, S. (2007). Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity. *Journal of International Economics*, 72, 336-365.

Owen, S., & Yawson, A. (2010). Human development and cross-border acquisitions. *Journal of Empirical Finance*, 17, 689-701.

Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197-216.

Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304.

Santos, M. B., Errunza, V., & Miller, D.P. (2008). Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*. 32, 2716-2724.

Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. R. (2002). Value creation and destruction in cross-border acquisitions: An empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms. *Strategic Management Journal*, 23(10), 921-940.

Shimizu, K., Hitt, M., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10, 307-353.

Sinkovics, R. R., Zagelmeyer, S., & Kusstatscher, V. (2011). Between merger and syndrome: The intermediary role of emotions in four cross-border M&As. *International Business Review*, 20, 27-47.

Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Culture, openness and finance. *Journal of Financial Economics*, 70, 313-349.

Tichy, G. (2001). What do we know about success and failure of mergers? *Journal of Industry, Competition and Trade*, 1(4), 347-394.

Vasconcellos, G. M., & Kish, R. J. (1998). Cross-border mergers and acquisitions: The European US experience. *Journal of Multinational Financial Management*, 8, 431-450.

Visic, J., & Peric, B. S. (2011). The determinants of value of incoming cross-border mergers & acquisitions in European transition countries. *Communist and Post-Communist Studies*, 44, 173-182.

## APÊNDICES

### Apêndice A – Distribuição dos países de acordo com a legislação que são regidos

País	Civil law	Common law
Alemanha	X	
Áustria	X	
Bélgica	X	
Canada		X
Chipre	X	
Eslováquia	X	
Eslovénia	X	
Espanha	X	
Estados Unidos		X
Unidos	X	
Finlândia	X	
França	X	
Grécia		X
Irlanda	X	
Itália	X	
Luxemburgo	X	
Malta	X	
Países Baixos	X	
Portugal		X
Reino Unido		

---

## Apêndice B - Definições e fontes das variáveis

Variável	Definição	Fonte
Common	=1 (0) se o alvo operar em um país sob o sistema jurídico comum (caso contrário).	La Porta et al. (2000)
Civil	=1 (0) se o alvo operar em um país sob o sistema direito civil (caso contrário).	La Porta et al. (2000)
Dívidas de Longo prazo	São dívidas que uma empresa deve a credores de terceiros que são pagáveis além de 12 meses. (Worldscope Código: WC03251)	Worldscope
Total da dívida	Soma os passivos ou dívidas de uma empresa, que são categorizados como dívidas de curto e longo prazo. (Worldscope Código: WC03255)	Worldscope
Valor de mercado	Representa o valor de uma empresa de acordo com o mercado de ações. (Worldscope Código: MV)	Worldscope
Capitalização de Mercado	Produto do preço de mercado pelo número de acções ordinárias em circulação. (Worldscope Código: WC08001)	Worldscope
Total dos Ativos	Soma de todos os ativos, ou seja, bens e direitos que uma empresa possui. (Worldscope Código: WC02999)	Worldscope
Common Equity	Investimento dos acionistas comuns numa empresa. (Worldscope Code: WC03501)	Worldscope
Leverage	Passivo Total dividido por Capital Próprio	Worldscope
Rácio Market-to-Book (mb)	Capitalização do Mercado dividida por Património Comum.	Worldscope
Tamanho do Deal	O logaritmo do valor da transação de F&A dividido pelo total dos ativos do adquirente medido no trimestre quando o anúncio da aquisição ocorreu.	SDC Platinum
Método de Pagamento (Cash)	Variável que é igual a uma se o negócio foi 100% financiado em dinheiro.	SDC Platinum
Público	=1 (0) se a empresa alvo for uma empresa pública (caso contrário).	SDC Platinum
Diversificação da indústria (same_industry)	Variável fictícia que é igual a um se o comprador e alvo pertencem à mesma indústria, uma vez que medidos pelos dois primeiros dígitos do seu código SIC, e zero caso contrário.	SDC Platinum