



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

Comparação do desempenho das empresas do ponto de vista da reestruturação empresarial

Solange da Ponte Ferreira

Leiria, outubro de 2013



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

Comparação do desempenho das empresas do ponto de vista da reestruturação empresarial

Solange da Ponte Ferreira

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação do Doutor Miguel Ângelo Duarte Neves Matias, Professor da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, outubro de 2013

Aos meus pais

**“As coisas valem aquilo que o comprador
está disposto a pagar por elas”**

Pblilius Syrus, século I A.C.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a todos aqueles que contribuíram para a conclusão deste Mestrado. Nomeadamente ao orientador professor Doutor Miguel Matias, pela ajuda, sugestões dadas para enriquecer o estudo e pela disponibilidade demonstrada ao longo deste ano.

Quero agradecer também à Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Leiria pelo material disponível para a realização deste estudo.

A todos os meus amigos que me incentivaram e motivaram para a conclusão desta etapa.

Um especial obrigado aos meus colegas Loïc Roda, Marta Fernandes e Eduardo Lavrador pela ajuda, motivação e disponibilidade demonstrada para o esclarecimento de dúvidas.

Ao Luís Silva pelo apoio e confiança depositada em mim, ao longo deste período.

À minha colega de trabalho Inês Botas pelo incentivo nesta fase final.

À minha família, pelo apoio e compreensão disponibilizada ao longo destes dois anos de mestrado.

Resumo

É evidente a existência de uma constante necessidade de atualização da atividade empresarial para que as empresas sejam e se mantenham competitivas. Desta forma muitas empresas recorrem à reestruturação de forma a obterem maior lucratividade. A reestruturação de empresas pode ocorrer de várias formas, pela transformação de um tipo de sociedade para outro, pela fusão, aquisição, incorporação e cisão. Esta dissertação tem como objetivo fazer uma análise comparativa do desempenho económico e financeiro das empresas antes e após a realização de processos de reestruturação.

Deste modo, na parte teórica serão apresentados os vários tipos de reestruturação de empresas, os motivos que levam as empresas a recorrerem à reestruturação, bem como as teorias explicativas destes processos. Para a parte empírica serão analisados vários indicadores, nomeadamente indicadores de estrutura financeira, indicadores de rentabilidade, indicadores de liquidez e por último indicadores de funcionamento.

Serão retirados os dados das demonstrações financeiras de 50 empresas para os anos 2009 e 2011, sendo que 2010 é o ano em que ocorre o processo de reestruturação. São analisadas duas amostras diferentes, Amostra 1: Empresas antes do processo de reestruturação e Amostra 2: As mesmas empresas após o processo de reestruturação. Através do teste estatístico não paramétrico de Wilcoxon é testado a hipótese analisando se existem melhorias nos indicadores económicos e financeiros das empresas no ano 2011 relativamente ao ano 2009, devido aos processos de reestruturação ocorridos em 2010.

O tema desta dissertação está relacionado com as áreas científicas das finanças e da contabilidade. Os resultados mostraram que para as variáveis em estudo não existe melhorias no desempenho económico e financeiro das empresas no ano 2011 relativamente ao ano 2009. Sendo assim os processos de reestruturação não alteraram a situação económica e financeira das empresas em estudo. Este estudo justifica-se por apresentar informações teóricas e empíricas que levam à melhor compreensão do processo de reestruturação de empresas em Portugal.

Palavras-chave: Reestruturação de empresas; Fusão; Cisão; Indicadores económicos e financeiros.

Abstract

The upgrade of a company's business activity, in order to provide it a path to remain competitive, is necessary. Therefore, many companies decide to restructure their business, aiming at achieving greater profitability. Corporate restructuring can occur by the transformation from one type of society to another, by merger, acquisition or spin-off. Our study aims at carrying out a comparative analysis of both the economic and financial performance of companies before and after the corporate restructuring process.

Throughout the literature review, we present the various category of corporate restructuring, the motivation behind this kind of decision, and the theoretical background that supports the mergers and acquisition research field. In the empirical analysis, we carry out a review on profitability, liquidity, functioning and financial structure indicators.

Our data panel is obtained from the financial statements of 50 companies, for the fiscal years 2009 and 2011, being 2010 the year of reference for the restructuring process. We analyze two distinct samples: Sample 1 – Companies before the corporate restructuring process; Sample 2 – The same companies after the corporate restructuring process. We use the Wilcoxon's nonparametric statistical analysis to test our hypotheses. Through this procedure, we aim at disclosing if whether the companies' economic and financial indicators improve in 2011, when compared with 2009, due to the restructuring process occurred in 2010.

Our results show that both the economic and financial performance of companies did not improve from 2009 to 2011. Therefore, the restructuring process undertaken by the companies from our sample did not enhance their economic and financial situation. Our study add value to the research field connected with corporate restructuring, by presenting both theoretical and empirical material that lead to better understanding of the Portuguese companies restructuring process.

Keywords: Corporate Restructuring; Merger; Demerger; Economic and Financial Indicators.

Índice de Figuras

Figura 1: Cisão simples de empresas.....	12
Figura 2: Cisão-dissolução de empresas.....	12
Figura 3: Cisão parcial – fusão total de empresas	13
Figura 4: Cisão total – fusão total de empresas	13
Figura 5: Sinergias.....	17

Índice de Quadros

Quadro 1: Setor de Atividade das Empresas	32
Quadro 2: Localização da Sede Social das Empresas	33
Quadro 3: Empresas por Faixa Etária.....	34
Quadro 4: Tipos de Reestruturação das Empresas em estudo	34
Quadro 5: Estatística Descritiva dos Rácios Económicos e Financeiros no ano 2009.....	43
Quadro 6: Estatística Descritiva dos Rácios Económicos e Financeiros no ano 2011.....	43
Quadro 7: Média da Estatística Descritiva dos Rácios Económicos e Financeiros para os 2 anos em análise.....	44
Quadro 8: Correlação entre os Rácios Económicos e Financeiros no ano 2009.....	45
Quadro 9: Correlação entre os Rácios Económicos e Financeiros no ano 2011.....	46
Quadro 10: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Autonomia Financeira	48
Quadro 11: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Autonomia Financeira	48
Quadro 12: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Autonomia Financeira	48
Quadro 13: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Rendibilidade do Capital Próprio.....	49
Quadro 14: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Rendibilidade do Capital Próprio.....	49
Quadro 15: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Rendibilidade do Capital Próprio	49
Quadro 16: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Rendibilidade do Ativo	50
Quadro 17: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Rendibilidade do Ativo	50
Quadro 18: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Rendibilidade do Ativo.....	50
Quadro 19: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Taxa de Margem Económica.....	51
Quadro 20: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Taxa de Margem Económica	51
Quadro 21: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Taxa de Margem Económica	51

Quadro 22: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Liquidez Reduzida	52
Quadro 23: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Liquidez Reduzida ..	52
Quadro 24: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Liquidez Reduzida	52
Quadro 25: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Prazo Médio de Pagamentos	53
Quadro 26: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Prazo Médio de Pagamentos	53
Quadro 27: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Prazo Médio de Pagamentos.	53
Quadro 28: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Prazo Médio de Recebimentos	54
Quadro 29: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Prazo Médio de Recebimentos	54
Quadro 30: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Prazo Médio de Recebimentos	54
Quadro 31: Correlação de Pearson entre as Variáveis em Estudo no ano 2009	64
Quadro 32: Correlação de Pearson entre as Variáveis em Estudo no ano 2011	64
Quadro 33: Teste de Normalidade do Rácio Autonomia Financeira no ano 2009	65
Quadro 34: Teste de Normalidade do Rácio Autonomia Financeira no ano 2011	66
Quadro 35: Teste de Normalidade do Rácio Rendibilidade do Capital Próprio no ano 2009	67
Quadro 36: Teste de Normalidade do Rácio Rendibilidade do Capital Próprio no ano 2011	68
Quadro 37: Teste de Normalidade do Rácio Rendibilidade do Ativo no ano 2009	69
Quadro 38: Teste de Normalidade do Rácio Rendibilidade do Ativo no ano 2011	70
Quadro 39: Teste de Normalidade do Rácio Taxa de Margem Económica no ano 2009 ...	71
Quadro 40: Teste de Normalidade do Rácio Taxa de Margem Económica no ano 2011 ...	72
Quadro 41: Teste de Normalidade do Rácio Liquidez Reduzida no ano 2009	73
Quadro 42: Teste de Normalidade do Rácio Liquidez Reduzida no ano 2011	74
Quadro 43: Teste de Normalidade do Rácio Prazo Médio de Pagamentos no ano 2009	75
Quadro 44: Teste de Normalidade do Rácio Prazo Médio de Pagamentos no ano 2011	76
Quadro 45: Teste de Normalidade do Rácio Prazo Médio de Recebimentos no ano 2009.	77
Quadro 46: Teste de Normalidade do Rácio Prazo Médio de Recebimentos no ano 2011.	78

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Q-Q Plot da variável Autonomia Financeira 2009.....	65
Gráfico 2: Q-Q Plot da variável Autonomia Financeira 2011	66
Gráfico 3: Q-Q Plot da variável Rendibilidade do Capital Próprio 2009.....	67
Gráfico 4: Q-Q Plot da variável Rendibilidade do Capital Próprio 2011.....	68
Gráfico 5: Q-Q Plot da variável Rendibilidade do Ativo 2009	69
Gráfico 6: Q-Q Plot da variável Rendibilidade do Ativo 2011	70
Gráfico 7: Q-Q Plot da variável Taxa de Margem Económica 2009	71
Gráfico 8: Q-Q Plot da variável Taxa de Margem Económica 2011	72
Gráfico 9: Q-Q Plot da variável Liquidez Reduzida 2009	73
Gráfico 10: Q-Q Plot da variável Liquidez Reduzida 2011	74
Gráfico 11: Q-Q Plot da variável Prazo Médio de Pagamentos 2009.....	75
Gráfico 12: Q-Q Plot da variável Prazo Médio de Pagamentos 2011	76
Gráfico 13: Q-Q Plot da variável Prazo Médio de Recebimentos 2009.....	77
Gráfico 14: Q-Q Plot da variável Prazo Médio de Recebimentos 2011.....	78

Lista de Siglas

AF: Autonomia Financeira.

CMVMC: Custo da Mercadoria Vendida e da Matéria Consumida.

CSC: Código das Sociedades Comerciais.

DC: Diretriz Contabilística.

EBITDA: *Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.*

EUA: Estados Unidos da América.

FASB: *Financial Accounting Standards Board.*

FSE: Fornecimento e Serviços Externos.

IAS: *International Accounting Standard.*

IASB: *International Accounting Standards Board.*

IASC: *International Accounting Standards Committee.*

SIC / IFRIC: *International Financial Reporting Interpretations Committee.*

IFRS: *International Financial Reporting Standards.*

I&D: Investigação e desenvolvimento.

NCRF: Norma Contabilística e de Relato Financeiro.

NIC: Norma Internacional de Contabilidade.

LR: Liquidez Reduzida.

PER: *Price to Earnings Ratio.*

POC: Plano Oficial de Contabilidade.

PMP: Prazo Médio de Pagamentos.

PMR: Prazo Médio de Recebimentos.

PS: Prestação de Serviços.

RCP: Rendibilidade do Capital Próprio.

ROA: Rendibilidade do Ativo.

SNC: Sistema de Normalização Contabilística.

TME: Taxa de Margem Económica.

V: Vendas.

Índice

Agradecimentos	v
Resumo	vii
Abstract.....	ix
Índice de Figuras	xi
Índice de Quadros	xiii
Índice de Gráficos.....	xv
Lista de Siglas.....	xvii
Índice	xix
I - Introdução	1
1.1 Definição do problema	2
1.2 Objetivos.....	2
1.3 Hipótese	3
1.4 Motivação do Tema	3
1.5 Estrutura da Dissertação	4
II - Reestruturação de empresas.....	5
2.1 Formas de Reestruturação de Empresas	5
2.1.1 Fusões e Aquisições	6
2.1.1.1 Aquisições	7
2.1.1.2 Fusões	9
2.1.2 Cisão	11
2.2 Motivos que Conduzem à Reestruturação de Empresas.....	13
III – Revisão de Literatura.....	17
3.1 Teorias explicativas dos processos de reestruturação de empresas.....	17
3.1.1 Teoria da Eficiência.....	17
3.1.2 Teoria da Diversificação.....	20
3.1.3 Teoria da Agência.....	20
3.1.4 Teoria da Informação.....	23
3.1.5 Teoria da Redistribuição.....	24
3.1.6 Outras Teorias:	26
3.2.Criação de Valor nos Processos de Reestruturação de Empresas	26
IV - Estudo Empírico.....	29
4.1 Objetivos e Hipótese.....	29
4.2 Metodologia.....	30
4.2.1 Amostra da Investigação	30

4.2.2 Depuração da Amostra	31
4.2.3 Caracterização das Empresas que Compõem a Amostra	32
4.2.4 Caracterização do Tipo de Reestruturação Analisada.....	34
4.3 Definição Operacional das Variáveis	34
4.4 Tratamento Estatístico dos Dados	38
4.5 Teste de Wilcoxon.....	39
V - Resultados	43
5.1 Estatística Descritiva	43
5.2 Análise Correlacional	44
5.3 Teste de Wilcoxon.....	47
VI - Conclusão.....	55
VII - Referências	57
VIII - Apêndices	59
Apêndice 1: Tratamento Contabilístico dos Processos de Reestruturação de Empresas	59
Apêndice 2: Tabelas de Correlações de Pearson entre as Variáveis	64
Apêndice 3: Teste de Normalidade	65

I - Introdução

Portugal é um país desenvolvido, encontrando-se integrado na União Europeia. Apresenta um alto índice de desenvolvimento humano (0,897) e, é um país com um grande desenvolvimento económico e uma grande transformação a partir do momento em que passou a fazer parte da União Europeia. Portugal apresenta uma economia bem diversificada, baseando-se nas empresas bem estruturadas desde grandes multinacionais às pequenas empresas.

Tendo em conta esta diversidade económica, as empresas sentem cada vez mais a necessidade de realizarem reestruturações de forma a manter a sua sustentabilidade no mercado, com vista a melhorar a qualidade dos seus produtos e serviços mantendo a lucratividade da empresa. Existem várias formas de reestruturação de empresas tais como a transformação de um tipo de sociedade para outro, a fusão, a aquisição, a incorporação e a cisão.

Para proceder à reestruturação de empresas, é necessário pesquisar informações das várias empresas envolvidas, permitindo desta forma aos gestores apreenderem conhecimentos da sua situação económica, financeira e operacional. Só com uma análise rigorosa desta informação é que os gestores poderão estudar os possíveis riscos bem como os resultados esperados das operações de reestruturação de empresas.

Reestruturação de empresas provém do termo inglês *Corporate Restructuring*. É o processo pelo qual uma empresa ganha posse total ou parcial de outra empresa. Em Portugal, o termo *Corporate Restructuring* refere-se às concentrações ou reestruturações de empresas. As fusões e aquisições pertencem às atividades de expansão de empresas, enquanto as alienações, reformulações e cisões pertencem às atividades de reestruturação de empresas (Ferreira, 2002).

Com este estudo pretende-se analisar o impacto das formas de reestruturação de empresas no desempenho das empresas portuguesas. Assim, numa perspetiva teórica, apresentar-se-á os vários tipos de reestruturação de empresas, os motivos que levam as empresas a recorrerem a estes processos, e os efeitos daí decorrentes, em particular no seu

desempenho económico e financeiro. Do ponto de vista prático proceder-se-á à comparação dos indicadores económicos e financeiros das empresas antes e após os processos de reestruturação.

1.1 Definição do problema

Várias empresas realizam reestruturações ao longo da sua vida produtiva, tendo implícitos vários objetivos, tais como, sustentabilidade dos seus negócios, maior liquidez, obtenção de sinergias, crescimentos de faturação e quota de mercado, diminuição de gastos, aumento da qualidade dos seus produtos/serviços, expansão tecnológica, vantagens fiscais, entre outros. No entanto, suscita a dúvida de se as empresas obtêm melhores desempenhos financeiros e económicos após a realização de processos de reestruturação.

Deste modo, ao longo deste trabalho, pretende-se dar respostas às seguintes questões problema:

1. Existem diferenças estatísticas significativas entre os indicadores económicos e financeiros das empresas antes e após a reestruturação?
2. A reestruturação tem impacto no desempenho económico e financeiro da empresa?
3. As empresas conseguem obter um melhor desempenho económico e financeiro após a passagem por um processo de reestruturação?

1.2 Objetivos

O objetivo geral deste estudo prende-se essencialmente em efetuar a análise comparativa do desempenho económico e financeiro das empresas portuguesas antes e após os processos de reestruturação.

Como objetivos específicos podemos definir os seguintes:

- Analisar o desempenho económico e financeiro das empresas através dos indicadores económicos e financeiros;
- Identificar os motivos que levam as empresas a optarem pela reestruturação.

1.3 Hipótese

Tendo em conta a problemática em questão e os objetivos enunciados supra, formulou-se a seguinte hipótese de investigação:

H: Existe melhoria nos indicadores económicos e financeiros das empresas após a reestruturação.

Esta hipótese será posteriormente testada através do teste estatístico não paramétrico de Wilcoxon, dado que as variáveis em análise não seguem uma distribuição normal.

1.4 Motivação do Tema

Não sendo consensuais as conclusões a que chegam os principais estudos, sobre os efeitos positivos no desempenho económico e financeiros das empresas envolvidas em processos de reestruturação empresarial, a motivação surgiu da necessidade de conhecer, no caso português, as alterações ocorridas no desempenho económico e financeiro das empresas envolvidas em processos de reestruturação empresarial.

Com a crise económica de 2008 houve uma recessão destes processos, ocorrendo posteriormente uma recuperação a nível mundial em 2010. As empresas sentem cada vez mais a necessidade de aumentar o retorno das suas operações recorrendo à reestruturação para atingir esse objetivo.

É de esperar que as empresas, ao optarem por este tipo de estratégias de reestruturação, melhorem a sua situação financeira e económica em relação aos anos anteriores. Existe alguma perplexidade sobre o facto de as empresas recorrerem a estes processos para obter melhores resultados. Deste modo, torna-se imperativo o estudo deste tema e de comparar os indicadores económicos e financeiros das empresas antes e após a reestruturação. Só desta forma se poderá tirar conclusões acerca do tema em análise.

Esta pesquisa contribui para os aspetos teóricos, práticos e sociais. Com este trabalho, serão enunciadas todas as formas de reestruturação de empresas bem como os motivos que levam à sua realização. Será igualmente efetuada uma análise comparativa dos indicadores económicos e financeiros de ambas as amostras, de forma a determinar o melhor desempenho financeiro entre as mesmas.

A dissertação apresenta um tema que se encontra relacionado com a área de Finanças Empresariais e da Contabilidade inseridas no programa do Mestrado em Finanças Empresariais da Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Leiria - Instituto Politécnico de Leiria.

1.5 Estrutura da Dissertação

Este trabalho está dividido em oito capítulos. Inicialmente, no capítulo 1 é apresentada a introdução do trabalho onde se apresenta a temática em estudo, as questões problema, os objetivos, a hipótese bem como os motivos que levaram à escolha do tema. Segue-se o segundo capítulo com a reestruturação de empresas, onde será abordado, através de estudos anteriores, as várias formas de reestruturação de empresas e os motivos que levam as empresas a recorrer às diferentes formas de reestruturação.

No terceiro capítulo vem a revisão de literatura onde se enuncia as teorias explicativas dos processos de reestruturação de empresas bem como os estudos empíricos da criação de valor dos processos de reestruturação empresarial. No quarto capítulo são definidas e caracterizadas as amostras em estudo, identificam-se as variáveis e, faz-se uma explicação teórica do teste estatístico não paramétrico de Wilcoxon. Os resultados obtidos no estudo são apresentados no capítulo cinco.

Posteriormente, no capítulo seis são expostas as conclusões do estudo bem como as limitações encontradas para a realização do mesmo. E ainda são enunciadas sugestões para investigações futuras. No capítulo sete enunciam-se as referências utilizadas. Por fim, seguem-se os apêndices no capítulo oito.

II - Reestruturação de empresas

Neste tópico iremos desenvolver as diferentes formas de reestruturação de empresas. Identificando ainda os motivos pelas quais as empresas recorrem aos vários processos de reestruturação empresarial.

2.1 Formas de Reestruturação de Empresas

O meio envolvente encontra-se em constante mudança, pelo que é necessário flexibilidade para que se possa ter sempre uma posição proativa na impossibilidade de prever com segurança os comportamentos futuros. A globalização do mercado e da economia bem como o avanço da tecnologia obrigou as empresas a expandirem-se geograficamente e a crescerem para manter a continuação dos seus negócios no mercado. Desta forma as empresas optam por realizar reestruturações, sendo estas uma alternativa à organização interna das empresas. Iniciaram-se nos EUA e depois passou para o resto do mundo, sendo uma das mais relevantes estratégias empresariais.

A evolução da empresa capitalista caracteriza-se por quatro fatores: o desenvolvimento da empresa societária, a modificação da sua dimensão, a sua diversificação, e a tendência para o agrupamento. Deu-se o nome de concentração à modificação da dimensão da empresa que se expressa pelo volume dos capitais movimentados, pelo pessoal empregado e pelas quantidades produzidas (Carreira, 1992).

As empresas apresentam vários objetivos ao longo da sua vida, tais como: posição competitiva no mercado, inovação de produção, produtividade, racionalização do consumo dos recursos físicos e financeiros, obtenção de boas quotas de mercado, maximização dos resultados, qualidade da equipa de gestão e responsabilidade pública e social da empresa. Quanto aos objetivos de médio e longo prazo temos a minimização dos riscos de negócio, responsabilidade social, liquidez / solvabilidade / rendibilidade, ganhos de capital e flexibilidade patrimonial. A concentração de empresas é uma operação ou ato que provoca a formação de unidades económicas de maior dimensão (Carreira, 1992).

Segundo Ferreira (2002, p. 33) o conceito de reestruturação de empresas “incorpora uma grande variedade de alterações e mudanças na estratégia, nos ativos, nas operações e nas

finanças, com o objetivo de melhorar o desempenho conjunto no seu interior e conduzir à criação de valor. De uma forma mais simples, reestruturar consiste em olhar para uma organização de forma realista e decidir o que pode ser feito para obtenção de melhorias de forma continuada”. Ou seja, as reformulações de empresas correspondem a processos ou decisões estratégicas tomadas pelas empresas com o intuito de obter um melhor desempenho futuro. As reestruturações de empresas podem ser voluntárias quando são iniciadas internamente e em antecipação ou como resposta a pressões exteriores, sem que sejam verificadas quaisquer ameaças à independência ou sobrevivência da empresa. Ou forçadas quando surgem em resposta a ameaças implícitas ou explícitas à condução e ao controlo da empresa, ou ainda como resultado de tentativa de aquisição por terceiros.

A eliminação de barreiras nacionais de negócios conduz ao aumento da dimensão dos mercados, implicando desta forma, um crescimento da dinâmica e do nível competitivo dos mercados.

2.1.1 Fusões e Aquisições

As empresas têm a necessidade de identificar a natureza das características das suas linhas de produtos e dos mercados onde atuam. De forma a assegurar um crescimento contínuo e uma rentabilidade económica e financeira desejável, é necessário definir uma estratégia de desenvolvimento que poderá compreender uma operação de fusão com outra(s) empresa(s) ou a sua aquisição. As fusões e as aquisições são um fenómeno de crescente popularidade pois proporcionam um caminho mais rápido e mais seguro para atingir os objetivos de crescimento e diversificação das empresas.

De acordo com estudos elaborados por analistas das principais praças financeiras mundiais há a ocorrência de ganhos entre 10 a 20% no *market value* das empresas após fusão ou aquisição, e ainda há um fortalecimento financeiro das empresas; um melhor índice de liquidez e autonomia financeira, a complementaridade dos recursos utilizados que permite a racionalização do seu consumo, uma maior capacidade de endividamento a médio e longo prazo, mais verbas para a I&D e melhor utilização da estrutura organizacional de *marketing* das companhias (Bastardo, 1991).

2.1.1.1 Aquisições

Do ponto de vista jurídico existem dois tipos de combinações de empresas: fusões e aquisições. Em termos contabilísticos, a aquisição corresponde à compra de uma empresa, normalmente de menor dimensão, onde é pago um preço de acordo com o seu valor contabilístico, real ou de mercado. Enquanto a fusão é uma operação em que as empresas envolvidas apresentam atividades e mercados similares ou complementares, sendo possível a sua avaliação de modo a concretizar a absorção de uma empresa pela outra. Normalmente, as empresas encontram maiores facilidades de financiamento para a realização de fusões e aquisições, do que para o financiamento da expansão das suas atividades presentes.

A decisão de aquisição tem implícito o objetivo de controlar total ou parcialmente uma empresa. Este controlo pode ser assegurado por vários tipos de decisões, nomeadamente, a compra de ações, a compra de ativos livres de ónus e sem assumir os passivos, ou a eleição de representantes nos órgãos decisores. Esta operação de aquisição pode ser feita a dinheiro ou por troca de ações. Deste modo é necessário efetuar a avaliação de ambas as empresas envolvidas no processo, a empresa adquirida e a empresa compradora. Ou seja, a aquisição pode ser efetuada por meio de compras tradicionais de quotas ou ações, ou através de ofertas públicas de aquisição.

Ferreira (2002, p.98) diz que “uma das características mais relevantes das aquisições diz respeito à versatilidade”. Ou seja, as aquisições “ajudam a preencher insuficiências nas linhas de produtos ou serviços oferecidos, incorporam novas tecnologias e novos produtos, fortificam capacidades de administração, permitem a expansão geográfica e a entrada em novos segmentos nos mercados já existentes”

Ferreira (2002) defende que numa operação de aquisição existem dois tipos de efeitos, os efeitos diretos, como:

- Redução ou fuga aos riscos associados à pesquisa e ao desenvolvimento interno: os processos de reestruturação empresarial tornam-se arriscados devido a maior ou menor probabilidade de sucesso na pesquisa e na inovação e na aceitação dos seus resultados pelo mercado. O tempo necessário para que os novos produtos originem

resultados e a fluxos de tesouraria sustentáveis é outra razão que leva a considerar a reestruturação empresarial um processo ariscado;

- Tempo e energia que os processos de aquisição absorvem aos gestores: os gestores despendem uma grande parte do seu tempo na avaliação destes processos, desviando a sua atenção de outras tarefas que possam ser importantes;
- Aumento do endividamento para financiar as aquisições: o recurso ao endividamento é um dos meios utilizados para financiar estes processos de aquisições. A troca de ações também pode ser usada como forma de pagamento mas não é tao desejada por parte dos gestores e decisores pois estes não têm interesse em se manterem ligados à empresa combinada. Desta forma assiste-se a um fenómeno de efeitos opostos em que a diversificação reduz o risco operacional mas a dívida aumenta o risco financeiro.

E os efeitos indiretos:

- Dimensão das organizações: as empresas que recorrem a este tipo de processos tornam-se maiores;
- Grau de diversificação: com a aquisição as empresas diversificam-se;
- Sistemas de controlo organizacional: implementam-se sistema de controlo organizacional com a aquisição. Estes sistemas tendem a alterar-se pois perde-se o controlo das atividades por parte dos responsáveis. O crescimento por aquisições obriga a implementar sistemas de controlo mais formais e burocratizados.

Várias razões poderão levar as empresas a optarem pelas aquisições, Ferreira (2002) aponta as seguintes:

- Rapidez de entrada em novos negócios, principalmente em processos de evolução rápida e com ciclos de vida reduzidos;
- Escassez de conhecimentos ou recursos para o desenvolvimento de processos no interior da organização: é necessário adquirir *know-how* externo para se desenvolver um novo negócio para o qual não existem competências dentro da empresa;

- Situação concorrencial ou competitiva: a aquisição de uma empresa ou negócio já posicionada no mercado será a melhor escolha pois neste caso a reação dos concorrentes pode ser mínima ou não desfavorável;
- Aumentos de quota de mercado ou redução de alguma capacidade instalada na indústria: a ocorrência de fusões e aquisições melhora o ambiente competitivo reduzindo a capacidade das empresas terem *pricing power*;
- Razões de ordem financeira: empresas com valor de ações elevados e PER (*Price/Earnings ratio*) também elevado tendem a adquirir empresas com o valor de mercado inferior ao justo valor ou empresas que apresentam um PER (*Price/Earnings ratio*) baixo;
- Divisão de ativos ou de negócios (*asset stripping*): algumas empresas optam por aquisições agressivas de empresas para desta forma implementar uma gestão rígida, vendendo posteriormente estas empresas. Com este tipo de estratégia as empresas conseguem, por vezes, recuperar o valor de aquisição com a venda de partes das empresas;
- Eficiência na gestão dos custos: obtenção de custos mais baixos através de aquisições ou de fusões.

2.1.1.2 Fusões

De acordo com Bastardo (1991 p. 12), fusão é “uma operação que compreende a absorção de uma sociedade por outra, recebendo a empresa absorvente um conjunto de créditos (direitos sobre terceiros e bens ativos) e de débitos (responsabilidades para com terceiros) da empresa absorvida.” As fusões são operações entre duas empresas que torna possível aumentar a dimensão de uma delas e tem como aspeto negativo o desaparecimento da outra. É uma operação muito complexa e frágil. Neste tipo de operações todos os intervenientes têm de estar muito empenhados na realização da mesma.

Bastardo (1991, p. 12) acrescenta ainda que “uma fusão pode revestir diversas formas: a tomada de controlo de uma empresa, pode ser uma fusão sinérgica e tendencialmente paritária ou pode constituir apenas uma mera reestruturação.” Ou seja, as empresas podem optar pela realização de uma operação de fusão para ter controlo sobre outra empresa ou até mesmo para obtenção de potenciais sinergias que poderão advir desta operação.

Sendo assim as fusões são ações voluntárias de organizações com vários objetivos, tais como: o aumento da dimensão e da massa crítica e a obtenção de sinergias, para tomada de posições face a mudanças no exterior que possa colocar em perigo as organizações individualmente consideradas ou ainda para reestruturação de organizações após decisões importantes de aquisições. As fusões puras levam à criação de uma nova entidade e ao desaparecimento de empresas que lhe deram origem ou à sua transformação em subsidiárias ou divisões.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) consideram existir três tipos principais de fusões e aquisições:

- Concentração simples ou horizontal: ambas as empresas exercem a mesma atividade ou indústria. Este tipo de fusões e aquisições tornam-se um instrumento de decisão dominante nas estratégias de crescimento em todo o mundo dos negócios. As fusões e aquisições horizontais reduzem o número de empresas no setor de atividade e podem originar posições de excessiva concentração de poder, conduzindo a práticas de abuso de posição dominante contrariando ou ferindo os princípios da sã concorrência;
- Combinação vertical: as empresas contratantes exploram atividades afins ou complementares situadas em estádios diferentes no interior da mesma indústria. Razões como a obtenção de economias de ordem tecnológica; eliminação ou redução de custos de pesquisa, publicidade, comunicação, coordenação da produção, de cobrança e outros custos de transação; melhoria no planeamento de inventários e de produção devido a fluxos de informação mais eficientes no seio de uma só entidade; redução do perigo de falhas no mercado com influência na empresa; atuação em estádios com maior valor acrescentado e maior proximidade dos verdadeiros clientes, podem conduzir à preferência por este tipo de combinação por parte das empresas;
- Agregações ou conglomerados: as empresas compradoras exploram atividades com objetos diferentes ou estão posicionadas em indústrias diferentes das adquiridas. Os conglomerados apresentam vantagens como o aproveitamento de oportunidade (a forma de conglomerado permite adquirir empresas situadas em setores ou em mercados em crescimento ou com níveis de exploração competitivos, ou ainda com

potencial de melhorias consideráveis), flexibilidade e versatilidade (os conglomerados desenvolvem várias atividades, no entanto nem todos os tipos de conglomerados se comportam do mesmo modo em relação à flexibilidade e versatilidade), segurança (quanto mais empresas forem adquiridas maior dimensão alcançarão, dificultando assim as aquisições hostis por parte de terceiros) e gestão do risco (os conglomerados minimizam os riscos, diversificando-os);

Weston e Brigham (2000) introduzem um novo tipo de fusão e aquisição:

- Concentração concêntrica: as empresas situam-se em unidades de negócio diferentes mas relacionadas, de forma mais ou menos profunda, em particular, pelo mercado ou pela tecnologia.

Ferreira (2002) aponta ainda uma outra abordagem diferente, relacionada com o património das empresas outorgantes:

- Fusão-concentração ou consolidação: os patrimónios das empresas são transferidos para uma nova entidade a constituir. Em princípio nenhuma das empresas contratantes sobrevive;
- Fusão-integração, fusão por incorporação ou aquisição: o património de uma ou mais empresas é transferido para uma outra empresa compradora ou incorporante.

Estas operações de fusão e aquisição têm vantagens que se repercutem nos acionistas e nos investidores em geral, através da valorização de ações, e nas empresas por meio da obtenção de um maior grau de desenvolvimento, de economias de escala e da maximização dos recursos e resultados.

2.1.2 Cisão

Ao contrário da fusão e aquisição, a cisão é o processo de divisão de empresas. Uma vez que o objetivo das cisões também se prende com a obtenção de melhorias na situação financeira e económica das empresas, vamos então considera-las neste estudo. A cisão é a operação pela qual uma sociedade separa do seu património alguns ou a totalidade dos seus elementos ativos e ou passivos, para os integrar no património de outra ou outras sociedades, já constituídas ou a constituir.

Carreira (1992) afirma que a cisão de sociedade é considerada um ato de concentração se o destacamento da parte do património em que ela consiste contribuir para o crescimento da empresa em que se vai integrar. A cisão de empresas encontra-se prevista nos artigos 118º a 129º do Código das Sociedades Comerciais, e nos artigos 73º a 77º do Código do Imposto sobre o Rendimento Coletivo.

De acordo com o artigo 118º do CSC, cisão ocorre quando uma empresa destaca parte do seu património constituindo uma nova sociedade, ou quando uma empresa divide o seu património originando duas novas sociedades, ou ainda quando destaca parte do seu património ou se dissolve, dividindo o seu património em duas ou mais partes, fundindo-as com sociedades já existentes ou com partes do património de outras sociedades separadas por processos idênticos e com igual finalidade. As sociedades resultantes do processo de cisão podem ser de tipo diferente da sociedade cindida. (artigo 118º, nº2 CSC).

São definidos três tipos de cisão:

- Cisão simples: onde a empresa A divide o seu património pela mesma empresa A e por uma nova sociedade, empresa B. Neste tipo não há a extinção da empresa A.

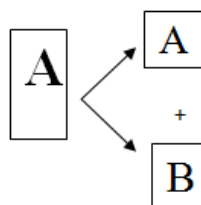


Figura 1: Cisão simples de empresas

- Cisão-dissolução: acontece quando a empresa A se extingue dividindo o seu património por duas novas empresas, empresa B e C;

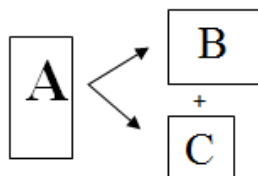


Figura 2: Cisão-dissolução de empresas

- Cisão- fusão: neste caso também esta se divide em dois tipos:
 - Cisão parcial – fusão total: perante acordo entre os sócios e/ou acionistas. Neste tipo temos duas empresas A e B, em que A vai retirar parte do seu património originando uma empresa A mais pequena e continuando a empresa B a existir ou cria-se uma nova, empresa C;

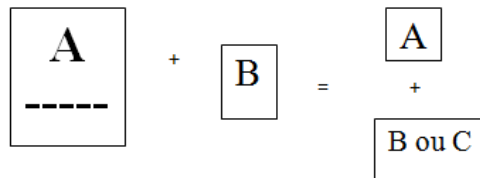


Figura 3: Cisão parcial – fusão total de empresas

- Cisão total – fusão total: A extingue-se dando o seu património a B e C, e estas incorporam B e C ou constituem D e E.

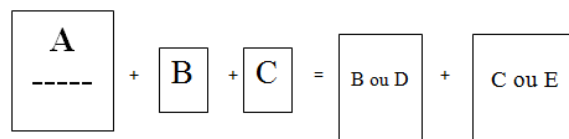


Figura 4: Cisão total – fusão total de empresas

2.2 Motivos que Conduzem à Reestruturação de Empresas

O fenómeno da reestruturação de empresas dá-se por diversos motivos. Por vezes, motivos como a expansão internacional de sociedades que se encontram sediadas em países altamente desenvolvidos com interesses em investimento nos países menos desenvolvidos. Outro motivo eminente na estratégia de reestruturação é extração de vantagens decorrentes de regimes legais e fiscais favoráveis. Carreira (1992, p. 26) afirma que existem causas típicas incentivadoras do movimento da reestruturação de empresas: “procura da atenuação ou da extinção do risco constituído pela concorrência; introdução de racionalização no processo produtivo e distributivo; consecução do controlo económico; e motivações de índole financeira.”

Ou seja, de acordo com este autor motivos como a eliminação ou a redução de riscos provenientes da concorrência, eficiência nos processos de produção e distribuição, controlo económico e até mesmo motivos financeiros levam à constante procura de processos de reestruturação por parte das empresas. As reestruturações de empresas acontecem sempre que estas não são capazes de proporcionar os valores esperados pelo mercado e pelos seus responsáveis.

Segundo Ferreira (2002) várias razões podem justificar as reestruturações, tais como:

- Problemas de agência: conflitos entre administradores/gestores e os proprietários. As concentrações de empresas tendem a resolver em favor dos acionistas o conflito entre estes e os gestores. A reestruturação de empresas é a última solução para estes conflitos pois pode conduzir à substituição dos gestores. Os problemas de agência são cada vez mais frequentes nas empresas de grande dimensão e com relevantes dispersões de capital. De certo modo, os gestores possuem pequenas participações no capital das empresas e perseguem objetivos que estão mais ligados aos seus interesses do que aos dos outros acionistas. E ainda têm tendência a apresentar excessivos níveis de gastos e de regalias. Devido à sua grande dispersão, os acionistas não conseguem controlar estas situações, pelo que as aquisições tendem a ser um fator de correção de distorções e uma redução na atuação dos gestores que se excedem;
- Como medida de correção de decisões tomadas pelos responsáveis que na altura procuravam criar valor para a empresa e para os acionistas, mas que vieram a revelar o contrário;
- Quando no interior de um grupo empresarial existe uma subsidiária com potencial de crescimento muito superior às restantes componentes do grupo ou, no caso contrário quando apresenta níveis inferiores às restantes do grupo;
- Aumento de flexibilidade para futuras transações de fusões, aquisições ou alianças estratégicas;
- Redução de dívidas ou obtenção de fundos para investir ou para distribuir;
- Processo de reestruturação contínuo como resposta ao meio envolvente e competitivo, justificado pela preparação do futuro e não pelos resultados atuais;

- Melhoria do desempenho e dos resultados, não por problemas de subotimização na utilização dos recursos, mas por mudanças no interior do setor ou da indústria;
- Como medida preventiva, curativa ou cirúrgica, sempre que as organizações enfrentam problemas económicos ou financeiros, cujas origens não são os problemas de agência, mas são resultantes de decisões tomadas pelos seus decisores, de forma consciente e convicta de que seriam as melhores para a criação de valor das organizações e dos seus acionistas.
- Exploração de diferenciais de eficiência entre empresas: se entre duas empresas, A e B, A é mais eficiente do que B, então o objetivo será elevar a eficiência de B sem que A reduza o seu nível, conduzindo a um acréscimo de valor no conjunto;
- Aumento do poder de mercado e crescimento: as combinações entre empresas podem conduzir a maiores vendas por pressão sobre os mercados, quer por aumento dos preços, quer por maiores quantidades vendidas. O crescimento pode também concretizar-se por extensão da linha dos produtos vendidos e por expansão geográfica;
- Vantagens fiscais: em termos gerais, podem estar em jogo ganhos fiscais ou de capital, a dupla tributação dos lucros das empresas ou ao nível dos acionistas, os resultados negativos transitados ou ainda impostos de sucessão;
- Avaliação do mercado: existem situações em que as empresas podem estar subavaliadas pelo mercado. Essa diferença verifica-se sempre que os gestores ou algum potencial comprador possuam informação sobre o verdadeiro valor da empresa e que tal não seja acessível a outros intervenientes no mercado. A este fenómeno dá-se o nome de assimetria de informação e conduz a aquisições por preços que podem ser superiores aos do mercado, mas inferiores ao valor real;
- Redistribuição ou reaplicação estratégica de recursos ou de meios: algumas empresas atingem um estágio crítico no seu ciclo de vida e decidem iniciar uma estratégia de reestruturação dos seus ativos, reconduzindo-os para fins ou tarefas diferentes. Uma dessas decisões é a diversificação na procura de empresas subavaliadas para venda posterior ou para qualquer outro fim. A concentração num menor número de produtos, para obtenção de maior especialização ou para exploração e aprofundamento de capacidades específicas, reflete situações de reaplicação de recursos. Deslocação de ativos ou de meios de posição menos rentáveis para outras empresas onde a sua atuação pode ser mais efetiva;

III – Revisão de Literatura

3.1 Teorias explicativas dos processos de reestruturação de empresas

Várias teorias foram estudadas ao longo dos anos para explicar os processos de reestruturação empresarial. Berkovitch e Narayanan (1993) afirmam que os principais motivos para a realização de reestruturação de empresas são: a eficiência ou sinergias, agência e *hubris*. No entanto estes processos também podem ser motivados pela diversificação, redistribuição, informação e ainda poder de mercado. Neste ponto serão descritas as várias teorias que levam à realização destes processos.

3.1.1 Teoria da Eficiência

As empresas recorrem a processos reestruturação fundamentalmente para melhorar a sua eficiência. A qual pode ser obtida através de sinergias. Os aumentos de eficiência podem resultar de combinações de empresas com capacidades de gestão diferente, ou seja, uma empresa relativamente eficiente pode adquirir uma empresa ineficiente realizando ganhos, melhorando assim a sua eficiência. A eficiência diferencial é mais provável em combinações de empresas de indústrias relacionadas pois nestas a necessidade de melhoria poderá ser mais facilmente identificada.

Sinergias

$$1+1 = 3 \quad \text{ou} \quad 2+2 = 5$$

Figura 5: Sinergias

Existe sinergia quando um conjunto de atividades, negócios ou empresas, quando exploradas ou geridas em conjunto, apresentam um valor superior ao da soma de cada uma delas consideradas isoladamente. Ou seja, sinergia é o valor adicional potencial de combinar duas ou mais empresas. É uma medida de efeitos conjuntos. Surgem por reduções de custos, aumento de proveitos ou os dois em conjunto.

Porter (1985) afirmou que a gestão e o domínio das relações entre negócios/atividades no interior das organizações são a essência da estratégia empresarial e da obtenção de sinergias. A obtenção de sinergias terá de estar sempre orientada para o mercado e exige

também um enquadramento organizacional adequado entre as estruturas organizacionais, os sistemas de informação e de comunicação, os mecanismos de coordenação e de controlo e as culturas. Um enquadramento organizacional flexível mas rigoroso quanto aos objetivos fundamentais, cooperante, motivador e compensador contribui mais facilmente para a obtenção de sinergias.

As sinergias podem ser representadas pelo acréscimo nos fluxos de tesouraria ou por reduções nos riscos relativos a esses fluxos. Uma fusão tanto pode melhorar o desempenho de uma empresa como pode produzir uma nova empresa mais eficiente, devido à obtenção de determinada sinergia. Os gestores das duas empresas optam pelas aquisições com obtenção de sinergias para desta forma maximizar a riqueza dos acionistas. O ganho da empresa adquirida aumenta com o ganho global do processo de combinação se a empresa adquirida tiver poder de negociação ou no caso de haver concorrência na compra dessa empresa.

De uma forma geral, as sinergias podem se subdividir em quatro tipos consoante os objetivos da fusão e aquisição:

- Operacionais: são aquelas que permitem o aumento do lucro operacional das empresas e/ou o crescimento das mesmas; surgem através da utilização de recursos. Segundo Ferreira (2002) estas sinergias são os tipos de recursos, capacidades, competências e outros ativos que conduzem a eficiências no aprovisionamento, na produção, na distribuição e nas funções gerais e administrativas.

As sinergias operacionais podem ser classificadas em quatro tipos:

- Economias de escala: num processo de combinação de empresas podem resultar economias de escala tornando a empresa combinada mais eficiente em custos e lucrativa. Economias de escala ocorrem quando as empresas combinadas apresentam menores custos unitários à medida que aumenta o volume de atividade. Esta redução acontece uma vez que os custos fixos serão repartidos por um maior volume de atividades;
- Maior poder na política de preços: a combinação de duas empresas pode levar à diminuição da concorrência e a uma maior participação no mercado que podem levar a lucros operacionais mais altos;

- Combinação de diferentes forças: um problema existente na combinação de empresas prende-se com a questão de como combinar as partes boas e eliminar as más de ambas as empresas. Ou seja, por exemplo a empresa A é boa no departamento de investigação e desenvolvimento mas má no departamento de marketing, enquanto B é boa no departamento de marketing e má no departamento de investigação e desenvolvimento. Neste caso a fusão destas duas empresas leva a que estas empresas se complementem;
- Crescimento mais alto em mercados novos e existentes: acontece quando, por exemplo, uma empresa de produtos de consumo norte-americana adquire uma empresa num mercado emergente com rede de distribuição estabelecida e reconhecimento de marca, usando esses pontos fortes para aumentar a venda dos seus produtos.
- Gestão: neste tipo de sinergias os gerentes procuram a obtenção de vantagens competitivas através das fusões e aquisições. Segundo Ansoff (1965) as sinergias de gestão consistem na teoria da eficiência diferencial, em que se a gestão de A é mais eficiente do que a de B, então A adquire B tornando desta forma a gestão de B tão eficiente como a de A. Estas sinergias ocorrem quando os gestores de empresas eficientes proporcionarem um desempenho mais eficiente em empresas menos eficientes.
- Financeiras: Ferreira (2002) afirma que este tipo de sinergias conduzirá a efeitos de redução de capital, ou seja, visam a maior eficiência da estrutura de capital e menor custo de capital. É o tipo de sinergias que irá afetar o resultado financeiro das empresas envolvidas nos processos de fusão e aquisição. Uma fonte das sinergias financeiras é a redução dos custos de financiamento internos da adquirente em relação ao financiamento externo. Neste tipo de sinergias a fusão de empresas complementa as mesmas em oportunidades de investimento e em *cash flows* internos, por exemplo, empresa adquirente tem excesso de fundos por aplicar e poucas oportunidades internas no entanto a empresa adquirida apresenta escassez de fundos e oportunidades de crescimento orgânico.
- Realinhamento estratégico: visa a capacidade de obtenção de novas competências de gestão na empresa adquirente de forma a aumentar a possibilidade de entrar em novas áreas de negócio ou para atender às ameaças competitivas. O

desenvolvimento interno destas capacidades pode ser demorado e difícil. Assim as fusões e aquisições podem tornar mais fácil e rápido o desenvolvimento destas capacidades.

Segundo Ferreira (2002) a obtenção de sinergias tem alguns custos associados, tais como:

1. Custos de processamento e de distribuição da informação necessária com a gestão e com o controlo da repartição e informação necessária à utilização comum dos recursos das empresas;
2. Custos de coordenação e de integração de recursos e atividades, sendo estes o tempo e as despesas dos gestores afetos ao processo, às alterações e à implementação dos sistemas de organização.

Estes custos podem atingir proporções elevadas levando à redução ou até mesmo eliminação dos ganhos esperados.

3.1.2 Teoria da Diversificação

A diversificação pode ser pedida pelos gestores ou por outros funcionários da empresa de forma a prevenir a mesma e para obtenção de vantagens fiscais e financeiras. Através da diversificação é possível diminuir o risco nos investimentos, aumentar a rentabilidade e a capacidade de endividamento das empresas (Fama & Jensen, 1985).

A diversificação pode ser conseguida através de fusões e também de crescimento interno. No entanto as fusões e aquisições podem permitir maior rapidez e facilidade de diversificação do que as oportunidades internas de investimento. Através da diversificação é assegurada a continuidade de um negócio no caso de liquidação da empresa (Weston, Chung, & Siu, 1998).

3.1.3 Teoria da Agência

Surge quando os gerentes e os proprietários da empresa não são a mesma pessoa, uma vez que podem surgir conflitos de interesses entre eles. Estes conflitos podem ser relativos ao tamanho ideal da empresa e/ou ao pagamento do *free cash flow* aos acionistas. Como resultado destes conflitos surgem os problemas de agência, que podem ser entre acionistas e gestores ou entre acionistas e detentores de dívida. Jensen e Meckling (1976) formulam

as implicações dos problemas de agência. Estes autores defendem que existem conflitos entre o principal (acionista) e o agente (gestor) devido a divergências de atuações. O agente tende a atuar segundo as suas preferências e o seu bem-estar não se preocupando com os interesses do principal. Para o agente quanto menos esforço, menos trabalho e mais lazer melhor ou seja, os gestores são incentivados a apropriarem-se dos recursos da empresa e a exercer um esforço inferior ao desejável pelos acionistas.

Os problemas de agência surgem basicamente porque os contratos entre o principal e o agente não podem ser escritos e executados sem custos, resultando assim os chamados custos de agência. Estes custos incluem os custos de escrituração do contrato, os custos de monitoramento e de controlo do comportamento do agente pelo principal, os custos de ligação para garantir que o agente tome as melhores decisões tendo em conta o bem-estar do principal e, a perda residual sendo esta a perda de bem-estar por parte do principal proveniente das divergências entre o principal e o agente. Esta perda surge quando os custos totais da aplicação do contrato excedem os benefícios do mesmo.

A teoria da agência defende a existência de uma relação titular-agente onde o titular delega responsabilidades ao agente através de um contrato. O titular deve assegurar que o agente irá atuar de forma a satisfazer as suas necessidades maximizando o seu bem-estar. Esta relação titular-agente tem implícitas algumas características, (1) o agente tem vários comportamentos possíveis de serem adotados, (2) as ações do agente afetam o bem-estar de ambas as partes e, (3) o titular tem dificuldades em prever as ações do agente devido à assimetria de informação. Pois nesta relação as duas partes não possuem a mesma informação tornando uma das partes em desvantagem em relação à outra. Desta forma o principal nunca pode estar completamente certo de qual comportamento o agente vai tomar.

Jensen & Ruback (1983) afirmam que a reestruturação empresarial pode surgir com uma tentativa de alinhar as atitudes dos gerentes aos objetivos dos proprietários reduzindo assim os problemas e os custos de agência.

- ❖ Aquisições como a solução para os problemas de agência: de acordo com Jensen e Meckling (1976), existem alguns mecanismos para controlar os problemas de agência, tornando desta forma os interesses do agente e do principal coincidentes.

Existem mecanismos organizacionais, nomeadamente a elaboração de contratos de incentivos que podem ser positivos (prémios) ou negativos (penalizações contratuais). Assim, o agente irá agir com o intuito de obter prémios indo de encontro com os objetivos do principal. Outro mecanismo consiste em submeter o agente à disciplina do mercado de capitais. Se o mercado de capitais for eficiente as decisões administrativas da empresa serão refletidas no preço da cotação. Se estes dois mecanismos se mostrarem ineficientes na resolução dos problemas de agência recorre-se à reestruturação empresarial como disciplina em último recurso.

- ❖ Managerialism: esta teoria defende que os processos de reestruturação empresarial são uma manifestação dos problemas de agência em vez de serem a solução para estes. Segundo esta teoria, os gestores recorrem à reestruturação apenas para aumentar o tamanho da empresa. Mueller (1969) defende que os gestores são motivados pelo aumento do tamanho da empresa, afirmando que a compensação destes é função do tamanho da mesma.

No entanto, Lewellen e Huntsman (1970) afirmam que a compensação dos gestores está significativamente correlacionada com a taxa de lucro das empresas e não com o nível de vendas, refutando a teoria de Mueller (1969). Segundo a teoria moderna da empresa o mercado é imperfeito, ou seja, existem economias de escala (surge de invisibilidades), custos de informação e custos de transação. A reestruturação empresarial permite uma redistribuição mais facilitada dos recursos entre as empresas, minimizando os custos de transação e preservando os valores das empresas envolvidas.

- ❖ Hipótese do *Free Cash Flow*: Jensen (1986) define *free cash flow* como sendo o fluxo de caixa superior ao necessário para financiar todos os projetos com valor atual líquido (VAL) positivo quando descontados o custo de capital. Esta hipótese defende que a reestruturação empresarial é feita devido aos conflitos entre os interesses dos acionistas e gestores relativos ao pagamento do *free cash flow*. Estes conflitos de interesse são especialmente graves quando a empresa gera *free cash flows* substanciais. O motivo subjacente a estes conflitos prende-se com a dificuldade de fazer com que os gestores paguem este dinheiro aos acionistas em

vez de o investirem sem necessidade e abaixo do custo de capital. Tendo em conta esta hipótese deve ser pago aos acionistas o *free cash flow*, reduzindo desta forma o poder dos gestores e submetendo-os à disciplina do mercados de capitais. Os gestores são incentivados a usar o *free cash flow* para aumentar o tamanho da empresa, pois desta forma aumentam o seu poder.

A maior causa das reestruturações empresariais é a existência de custos de agência associados aos conflitos de interesse entre agente e principal sobre o pagamento dos *free cash flows* (Jensen, 1986). Ou seja, quando os acionistas e gestores discordam sobre as escolhas estratégicas da empresa resultam custos de agência que poderão ser minimizados através da reestruturação empresarial. De acordo com esta hipótese os processos de reestruturação empresarial são mais propensos a destruir do que a criar valor, ou seja, a reestruturação tanto é uma evidência dos conflitos de interesse entre principal e agente como uma solução para este problema. As aquisições são um meio dos gestores gastarem dinheiro em vez de o distribuir aos acionistas.

3.1.4 Teoria da Informação

Esta teoria tem como base a geração de novas informações e consequente reavaliação permanente das ações da empresa alvo durante um processo de oferta pública de aquisição. Por exemplo, a oferta pública transmite informações ao mercado de que as ações da empresa alvo estão subvalorizadas e ainda dá informações à gestão da empresa alvo de modo a que esta implemente estratégias de negócio mais eficientes. As ações da empresa alvo são então reavaliadas devido à geração de novas informações durante os processos de oferta pública de aquisição.

Bradley, Desai e Kim (1983) afirmam que o aumento do valor das ações da empresa-alvo numa oferta pública de aquisição sem sucesso está relacionado com a especulação de que a empresa-alvo irá ser adquirida por outra empresa. Segundo estes autores o preço das ações da empresa-alvo sobem com as ofertas posteriores e, neste caso a hipótese da informação não é válida. De acordo com eles, a reavaliação das ações ocorre quando os recursos de ambas as empresas (alvo e adquirente) se combinam ou quando o controlo dos recursos da empresa alvo são transferidos para a empresa adquirente.

Estes autores concluíram que as ofertas públicas de aquisição são tentativas por parte das empresas adquirentes de explorarem potenciais sinergias. Segundo eles as ofertas públicas de aquisição não surgem apenas para as empresas adquirentes recolherem informações sobre o verdadeiro valor das empresas-alvo. De acordo com os mesmos autores existem evidências empíricas de que este tipo de aquisição gera retornos anormais positivos para ambas as empresas envolvidas no processo. No entanto Roll (1987) afirma que o surgimento de ofertas rivais aumenta a probabilidade de existência de informação positiva não pública sobre as empresa-alvo, sendo consistente dessa forma com a hipótese da informação.

3.1.5 Teoria da Redistribuição

Segundo esta teoria, os ganhos obtidos pelos acionistas nos processos de reestruturação empresarial são conseguidos à custa de outras partes interessadas na empresa, tais como clientes, trabalhadores, credores e estado. Esta teoria defende que os ganhos fiscais podem ser importantes nos processos de reestruturação, uma vez que as empresas envolvidas nestes processos podem beneficiar de vantagens fiscais. No entanto, não são a principal razão para a ocorrência destes mesmos processos.

Em relação à redistribuição dos obrigacionistas, a maioria dos estudos realizados não encontrou evidências de que os ganhos dos acionistas nos processos de reestruturação são realizados à custa dos obrigacionistas (Asquith & Kim, 1982; Dennis & McConnell, 1986; Kim & McConnell, 1977). No entanto, segundo Jensen e Meckling (1976) os acionistas das empresas alavancadas são incentivados a realizar projetos de investimento que aumentem o grau de risco da empresa. Desta forma os acionistas irão expropriar a riqueza dos obrigacionistas. Nas aquisições alavancadas, principalmente no momento do seu anúncio, os obrigacionistas apresentam perdas significativas da riqueza (Warga & Welch, 1993).

Os processos de reestruturação irão aumentar a variabilidade dos fluxos de caixa da empresa. Sendo assim os acionistas são incentivados a adquirir outras empresas, pois desta forma conseguem obter retornos anormais positivos (mesmo não havendo sinergias) em detrimento dos obrigacionistas, uma vez que aumentam o risco da empresa através da fusão. Estes retornos anormais positivos representam uma transferência da riqueza dos

obrigacionistas para os acionistas. Os obrigacionistas perdem por causa do aumento de incumprimento das obrigações existentes. No entanto, de acordo com Higgins e Schall (1975), Galai e Masulis (1976), Kim e McConnell (1977) as fusões diminuem o risco de incumprimento das empresas. Esta diminuição irá aumentar o valor de mercado da dívida das empresas que, por conseguinte, leva à redução no valor de mercado do capital próprio das mesmas. Estes autores concluíram que as fusões têm um efeito de diversificação ao nível da empresa, ou seja, cria transferências de riqueza dos acionistas para os obrigacionistas.

Retornos positivos nos acionistas não significam necessariamente retornos negativos nos obrigacionistas, uma vez que a transferência de riqueza não é a única consequência das fusões e aquisições. Por exemplo, num caso de uma fusão com realização de sinergias irá gerar retornos positivos para os acionistas mas não irá impor qualquer perda de riqueza dos obrigacionistas.

Esta teoria da redistribuição defende que a reversão dos fundos de pensão são vistos como uma fonte de ganhos dos processos de reestruturação empresarial. Pontiff, Shleifer e Weisback (1990) concluíram, através do seu estudo com uma amostra de 413 aquisições entre março de 1981 a maio de 1983, que os fundos de pensão foram revertidos nos dois anos seguintes às aquisições em 15,1% dos adquirentes em aquisições hostis e 8,4% em aquisições amigáveis. Shleifer e Summers (1988) preveem que a quebra de um contrato implícito, como a obrigação de pensão, é mais provável em aquisições hostis do que em aquisições amigáveis.

As reversões após aquisições tendem a ocorrer em planos de unidade benefício que produzem as transferências mais elevadas dos empregados. Estes planos são revertidos mais frequentemente do que os planos de benefícios fixos. A reversão dos fundos de pensão pode explicar cerca de 11% do prémio de aquisição. No entanto não podem ser considerados como a única fonte ou fonte dominante dos ganhos provenientes dos processos de reestruturação empresarial.

Estes processos podem originar aumentos no custo de trabalho bem como nos salários dos trabalhadores levando assim a aumentos dos preços de compra para os clientes (Shleifer &

Summers, 1988). Os mesmos autores afirmam ainda que com estes processos podem ocorrer subidas nos preços das ações originando ganhos para os acionistas e para os clientes que beneficiarão de preços mais baixos.

A reestruturação empresarial pode ocorrer devido à ineficiência da gestão em negociar de forma eficaz com os trabalhadores. Desta forma as empresas adquirem empresas mais eficientes, que consigam originar retornos para os acionistas, trabalhadores e clientes.

3.1.6 Outras Teorias:

- ❖ Poder de mercado: um dos motivos para a ocorrência de reestruturações empresariais pode ser o aumento do poder de mercado da empresa após estes processos. Segundo esta teoria os ganhos nestes processos resultam do aumento da concentração, devido à concorrência ativa e intensa entre as empresas.

- ❖ Hubris: baseia-se na arrogância e excessiva autoconfiança por parte das empresas licitantes. Os gestores da empresa licitante estão dispostos a pagar um prémio pela empresa-alvo, pois têm excesso de otimismo na criação de sinergias, e assim sobreavaliam a empresa-alvo. Ou seja, as empresas de licitação irão pagar muito pelas suas empresas-alvo pois acreditam que as suas avaliações são corretas. Roll (1986) afirma que os gestores cometem erros de excesso de otimismo na avaliação das oportunidades de fusão devido à arrogância destes. Esta teoria é consistente com um mercado eficiente na forma forte, onde os preços dos ativos refletem toda a informação sobre as empresas.

Tendo em conta o estudo conduzido por Rangel (2005) a principal motivação para a ocorrência de desinvestimentos, nomeadamente a cisão prende-se com a Teoria da Refocalização. Muitas empresas recorrem a cisões, vendendo parte dos seus ativos para se focarem nos ativos onde tem maior competências e que se encontram mais relacionados com a sua atividade.

3.2.Criação de Valor nos Processos de Reestruturação de Empresas

É fundamental a otimização de resultados que levem à criação de valor, conceito que deve estar sempre presente na mente de qualquer gestor. Desta forma os gestores sentem a

necessidade de procurar alternativas que permitam crescer ou obter ganhos de eficiência. Para tal, muitas empresas recorrem aos diferentes tipos de reestruturação de empresas de modo a obterem os tais ganhos de eficiência através de sinergias.

Ferreira (2002, p. 23 e 24) diz que a criação de valor e de riqueza “constitui um dos objetivos primordiais na gestão de qualquer empresa e deve ser preocupação dos seus responsáveis, qualquer que seja o nível hierárquico em que se situem e as tarefas que desempenham” e, ainda que “ a criação de valor acionista ou na ótica do acionista tem conduzido a maior valorização das empresas e das cotações das suas ações, a melhores condições de financiamento, a maior motivação e melhor compensação do capital humano, constituindo-se ainda como um meio de defesa contra tentativas de aquisição hostis ou tomadas de controlo por terceiros não desejados”.

Desta forma, as decisões no interior das organizações concentram-se nas fontes geradoras de valor para delas retirar os benefícios mais elevados. Assim, de acordo com Ferreira (2002) as decisões dos gestores que conduzem à criação de valor podem englobar-se em três categorias:

- Crescimento ou expansão, sempre que os investimentos efetuados originem rendimentos superiores ao custo do capital. As aquisições surgem como uma alternativa ao crescimento interno para suportar decisões de expansão;
- Ganhos de eficiência e de escala em atividades que criem valor e contribuam para acréscimos dos resultados operacionais ou de reduções no custo do capital;
- Reestruturações quando as empresas não originam os valores esperados pelo mercado e/ou pelos seus decisores responsáveis e sempre que os rendimentos não sejam suficientes para cobrir o custo do capital.

Segundo o estudo de Camargos & Barbosa (2008) as fusões e aquisições estudadas originaram sinergias operacionais, maximização do valor de mercado das empresas e consequentemente maximização da riqueza dos acionistas. Segundo estes os processos de fusão e aquisição permitem às empresas uma expansão mais rápida, conquista de novos mercados, maior racionalização produtiva, economias de escala, entre outros. No entanto também apontam pontos fracos, nomeadamente elevado grau de complexidade, risco e incerteza, e ausência de um consenso sobre ganhos de sinergias e criação de valor.

Jensen & Ruback (1983) formularam que as fusões e aquisições criam valor para os acionistas apenas se as empresas explorarem as oportunidades de usarem recursos, os quais seriam obtidos através de fusões e aquisições. Barney (1988) e Chatterjee (1986) também defendem a criação de valor mas apenas quando as empresas duplicam as suas sinergias.

Napier (1989) vem contradizer esta formulação, afirmando que 30% das fusões e aquisições acabam em fracassos e que mais de 50% não alcançam totalmente os objetivos pretendidos, sendo consideradas como insucessos. Hausman (2005) no seu estudo concluiu que os processos de reestruturação não criaram qualquer valor para as empresas e/ou acionistas, uma vez que não houve alterações significativas no desempenho de empresas que realizaram reestruturação empresarial relativamente às empresas que não realizaram reestruturação.

Este estudo teve como objetivo comparar o desempenho económico e financeiro das empresas brasileiras reestruturadas em 2002 com as não reestruturadas no mesmo ano. Analisou-se vários indicadores económicos e financeiros, os quais posteriormente foram testados com recurso ao teste paramétrico T. Concluiu-se que não existiam diferenças estatísticas relevantes entre os indicadores económicos e financeiros das empresas brasileiras que fizeram a reestruturação de empresas e as que não fizeram reestruturação de empresas (Hausman, 2005).

No estudo de Rangel (2005) são apontadas duas razões para a criação de valor através de desinvestimentos. Estas são a eliminação de sinergias negativas resultantes, por exemplo, de casos em que os ativos das empresas não se encontram relacionados com a atividade desta impedindo desta forma a focalização da empresa nas suas área de competência. A segunda razão para a criação de valor prende-se com a teoria da agência, através dos desinvestimentos as empresas obtém capital proveniente de custos de assimetrias de informação e de custos de agência.

IV - Estudo Empírico

Tendo em conta a revisão da literatura realizada anteriormente segue-se agora para a parte empírica do trabalho, onde se explica mais detalhadamente em que consiste o trabalho. Inicialmente serão apresentados e explicados os objetivos, a hipótese de investigação e, posteriormente, a amostra, os indicadores usados, e o tratamento estatísticos dos dados. Por fim far-se-á uma breve explicação do teste estatístico a usar. Os dados serão analisados através do *software IBM SPSS Statistics 19*.

4.1 Objetivos e Hipótese

A reestruturação de empresas pode originar ganhos ou, em alguns casos, redução de lucro. Neste estudo, pretende-se essencialmente analisar os indicadores económicos e financeiros das empresas que realizaram estes processos.

De modo a chegar à conclusão sobre obtenção de ganhos ou redução de lucros nas empresas em estudo recorrentes dos processos de reestruturação definiram-se alguns objetivos, tendo como:

- Objetivo genérico: a realização de uma análise comparativa do desempenho económico e financeiro das empresas portuguesas antes e após os processos de reestruturação.
- Objetivos específicos: analisar o desempenho económico e financeiro das empresas através dos indicadores económicos e financeiros e identificar os motivos que levam as empresas a optarem pela reestruturação.

Tendo em conta os objetivos supra definiu-se a seguinte hipótese de investigação:

H: Existe melhoria nos indicadores económicos e financeiros das empresas após a reestruturação.

As empresas recorrem à reestruturação com o intuito de obter melhorias económicas e financeiras nas suas empresas e até mesmo com o objetivo de tornar as suas empresas mais eficientes. De acordo com os estudos conduzidos por vários autores enunciados na revisão de literatura, nomeadamente, Camargos & Barbosa (2008), Jensen & Ruback (1983),

Barney (1988) e Chatterjee (1986) os processos de reestruturação de empresas originam sinergias operacionais, maximização do valor de mercado das empresas e maximização da riqueza dos acionistas.

O estudo de Haussman (2005), na sua comparação de 14 empresas brasileiras reestruturadas com 14 empresas brasileiras não reestruturadas vem contradizer os autores supra, afirmando que não existem diferenças estatísticas relevantes entre os indicadores económicos e financeiros das empresas brasileiras que fizeram a reestruturação e as que não fizeram reestruturação.

Neste estudo pretende-se testar a veracidade desta hipótese através do teste estatístico não paramétrico de Wilcoxon de forma a saber se a reestruturação implicou melhorias no desempenho das empresas em estudo ou, se tal como no estudo de Haussman (2005), não houve alterações significativas.

4.2 Metodologia

4.2.1 Amostra da Investigação

Considera-se como população em estudo neste trabalho as empresas portuguesas que passaram por um processo de reestruturação de empresas. De acordo com Hall, Neves, & Pereira (2011), define-se como população a coleção de unidades individuais, que podem ser pessoas ou resultados experimentais, com uma ou mais características comuns, que se pretendem estudar. Os mesmos autores definem amostra como sendo um conjunto de dados ou observações, recolhidos a partir de um subconjunto da população, que se estuda com o objetivo de tirar conclusões para a população de onde foi recolhida. Desta forma temos duas amostras em estudo:

- ✓ Amostra 1: 50 empresas portuguesas antes da reestruturação empresarial, ano de 2009;
- ✓ Amostra 2: as mesmas 50 empresas portuguesas após a reestruturação empresarial, ano de 2011.

Sendo o ano 2010 o ano da ocorrência dos processos de reestruturação de empresas. Desta forma, optou-se por não analisar o desempenho para este ano, considerando apenas interessante analisar o ano antes (2009) e após (2011) a reestruturação de empresas.

4.2.2 Depuração da Amostra

Para a obtenção da amostra de 50 empresas, foi fornecido pela COFACE¹ uma base de dados com as demonstrações financeiras de 1303 empresas portuguesas que tinham realizado operações de reestruturação de empresas nos últimos três anos. Numa fase inicial, das 1303 empresas, foram selecionadas apenas 68, uma vez que eram as únicas que tinham as demonstrações financeiras para os três anos necessários à comparação (2009, 2010 e 2011). As restantes apresentavam 3 anos de análise, mas o ano de transformação não coincidia com o intermédio. Dessa forma, não permitiria fazer o estudo em questão, pelo que após eliminação dessas empresas apurou-se uma amostra de apenas 68 empresas.

Posteriormente, foram eliminadas 18 empresas por não apresentarem valores nas rúbricas necessárias ao cálculo dos indicadores económicos e financeiros. Nestas 18 empresas, alguns indicadores ficavam sem significado para análise, pois eram compostos por rubricas nas quais não havia valor para estas empresas. Por esse motivo, e para evitar uma amostra com indicadores sem significado, estas empresas foram eliminadas. Após estas restrições, obteve-se uma amostra de 50 empresas, as quais irão ser analisadas quanto ao desempenho económico e financeiro antes e após os vários processos de reestruturação empresarial.

Uma vez que se encontram em estudo duas amostras, que incidem sobre as mesmas 50 empresas, no entanto com registo das mesmas variáveis antes e após os processos de reestruturação, diz-se que estas são amostras emparelhadas. Howell (2004) define amostras emparelhadas como dependentes, relacionadas, de medidas repetidas ou dentro dos sujeitos (*withinsubjects*). Estas consistem em pares ordenados cujos termos medem a mesma grandeza, isto é, as mesmas empresas fornecem dados em duas medidas (neste caso, antes e após os processos de reestruturação). O teste estatístico baseia-se na correlação entre os resultados antes e depois.

¹ A COFACE tem sede em Paris, fazendo parte de um dos maiores grupos financeiros de França – Grupo Natixis Banques Populaires. A sucursal COFACE em Portugal tem sede em Lisboa e proporciona às empresas apoio na análise e gestão de risco proporcionando às empresas uma cobertura de seguro de crédito personalizada.

As vantagens das amostras emparelhadas são:

- Elimina a variabilidade de sujeito para sujeito (sendo o mesmo sujeito);
- Controla as variáveis estranhas;
- Necessita de menos sujeitos.

No entanto, este tipo de amostras também apresenta desvantagens, tais como:

- Efeitos de Ordem;
- Efeitos de “arrastamento” (*Carryover*);
- Sujeitos deixam de ser “ingênuos”;
- A mudança pode ser apenas função do tempo.

4.2.3 Caracterização das Empresas que Compõem a Amostra

Na tabela seguinte, subdivide-se a amostra pelos setores de atividades a que pertencem.

CAE_DESCRICA0	Nº de empresas
Atividades imobiliarias	3
Artes, entretenimento e lazer	1
Atividades administrativas e dos serviços de apoio	1
Atividades de publicação, audiovisual e radiodifusão	1
Atividades profissionais, científicas e técnicas	9
Comércio	18
Construção	2
Eletricidade	1
Indústria	7
Serviços de alojamento e restauração	2
Serviços de saúde humana	3
Transporte de mercadorias	2
Total de empresas	50

Quadro 1: Setor de Atividade das Empresas

Pode-se observar que o setor com mais empresas é o do comércio, com 18 empresas, seguindo-se o das atividades profissionais, técnicas e científicas, como as atividades veterinárias e de engenharias, com 9 empresas. Com sete empresas vem o setor da indústria. Os restantes setores apresentam menos empresas sendo o das artes, serviços de publicação, eletricidade e atividades administrativas compostos apenas por uma empresa cada. As atividades imobiliárias e os serviços de saúde humana têm três empresas cada.

Tendo apenas duas empresas os setores da construção, dos transportes de mercadorias e dos serviços de alojamento e restauração.

Segue-se agora a divisão das 50 empresas pelos distritos da sede social.

DISTRITO	Nº de empresas
Aveiro	3
Braga	2
Castelo Branco	3
Évora	2
Faro	2
Funchal	1
Guarda	1
Leiria	3
Lisboa	21
Ponta Delgada	1
Porto	5
Santarém	1
Viana do Castelo	2
Viseu	3
Total de empresas	50

Quadro 2: Localização da Sede Social das Empresas

Sendo que o distrito com maior número de empresas é Lisboa com 21. As restantes empresas encontram-se distribuídas de forma mais equiparada pelos restantes distritos. Aveiro, Castelo Banco, Leiria e Viseu têm 3 empresas cada. Tendo duas empresas os distritos de Braga, Évora, Faro e Viana do Castelo. Finalmente com uma empresa por distrito tem-se Funchal, Guarda, Ponta delgada e Santarém.

Dividiu-se também a amostra por idades, calculando-se através da diferença da data atual (2013) e da data de constituição. Observando o quadro abaixo, onde se apresenta as 50 empresas divididas por faixa etária, conclui-se que até aos 10 anos há 14 empresas, havendo 15 empresas entre os 11 e 20 anos. Entre os 21 e 30 anos existem 12 empresas. E acima dos 30 anos 9 empresas. A empresa mais nova tem 4 anos e a empresa mais velha tem 70 anos de existência.

Faixa Etária	Nº de empresas
Até 10 anos	14
Entre 11 e 20 anos	15
Entre 21 e 30 anos	12
Acima de 30 anos	9
Total de Empresas	50

Quadro 3: Empresas por Faixa Etária

4.2.4 Caracterização do Tipo de Reestruturação Analisada

As 50 empresas em análise estão divididas, como se pode ver pela tabela seguinte, por 4 tipos de alteração:

ALTERAÇÃO	Nº de empresas
Alteração por incorporação	36
Alteração por cisão	6
Alteração por fusão	2
Alteração por cisão / fusão	6
Total de empresas	50

Quadro 4: Tipos de Reestruturação das Empresas em estudo

A maior percentagem de alterações prende-se na reestruturação por incorporação com 36 empresas, sendo a menor percentagem para a fusão, apenas com 2 empresas. Para a reestruturação por cisão e por cisão / fusão tem-se 6 empresas para cada um dos tipos de alteração.

4.3 Definição Operacional das Variáveis

As características da população são estudadas observando-se uma amostragem dos seus elementos, definindo-se para isso várias variáveis. As variáveis em estudo são quantitativas e contínuas, uma vez que são numeráveis podendo assumir qualquer valor dentro de um determinado intervalo de números reais. Estas são os indicadores económicos e financeiros que serão apresentados de seguida. Através destes permite-se calcular o desempenho das empresas antes e após a realização dos processos de reestruturação.

A análise económica e financeira irá ser realizada através da utilização de rácios, que não são mais do que o quociente entre duas grandezas (Moreira, 1997).

Martins (2004) afirma que a medição do desempenho é um aspeto essencial da atividade de gestão, uma vez que esta proporciona a informação necessária para a tomada de decisões. Desta forma serão apresentados de seguida os indicadores económicos e financeiros que melhor permitem avaliar o desempenho económico e financeiro das empresas em estudo. Estes encontram-se divididos em quatro dimensões de análise:

1. Estrutura financeira: utiliza rácios que medem apenas aspetos financeiros (Neves, 2011).
 - a. Autonomia financeira: é o indicador mais utilizado como medida da estrutura financeira, fornecendo a percentagem de capital próprio que financia o ativo da empresa. Pode ser visto como um indício de solidez da empresa, sendo que quanto mais elevado for o rácio mais solidez a empresa apresenta (Moreira, 1997 e Martins, 2004).

$$AF = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Ativo}}$$

2. Rendibilidade: é a dimensão de análise mais importante para avaliar o desempenho da empresa, expressando a capacidade de uma empresa para gerar lucros seja através das vendas, do ativo ou do capital próprio. Os rácios seguintes são construídos através da conjugação da demonstração de resultados e do balanço (Moreira, 1997; Carvalho & Magalhães, 2002; Neves, 2011 e Nabais, 2011).
 - a. Rendibilidade dos capitais próprios: é o rácio mais utilizado para medir a rendibilidade de uma empresa, apresentando o retorno gerado pela empresa ao fim de um período. É a medida de eficiência privilegiada pelos acionistas e investidores. Este rácio relaciona o nível de resultados líquidos gerados em função do montante investido pelos sócios e pelos resultados gerados pela própria empresa. Ou seja, representa a relação entre o resultado líquido num dado exercício e o capital próprio afetado ao financiamento da

empresa. Do ponto de vista dos acionistas quanto maior o valor do rácio melhor (Moreira, 1997; Carvalho & Magalhães, 2002; Martins, 2004; Nabais, 2011; e Higgins, 2007).

$$RCP = \frac{\text{Resultado Líquido do Período}}{\text{Capital Próprio}}$$

- b. Rendibilidade do Ativo: é uma medida básica da eficiência com que a empresa gere os seus ativos. Este rácio avalia o desempenho dos capitais totais investidos na empresa, independentemente da sua origem (próprios ou alheios) (Neves, 2011 e Higgins, 2007).

$$ROA = \frac{\text{Resultado Operacional} + \text{Juros e Rendimentos Similares Obtidos}}{\text{Ativo}}$$

- c. Taxa de Margem Económica: dá-nos a capacidade de retorno da atividade operacional da empresa.

$$TME = \frac{EBITDA}{V + PS + \text{Subsídios à Exploração} + \Delta \text{ Inventários} + \text{Outros Rendimentos}}$$

3. Liquidez: mede a capacidade da empresa de liquidar os seus compromissos de curto prazo. Quanto maior o valor obtido maior será a probabilidade da empresa reembolsar o crédito obtido dos fornecedores e de outros credores a curto prazo (Moreira, 1997; Carvalho & Magalhães, 2002 e Nabais, 2011).

- a. Liquidez reduzida: ou *quick ratio* permite medir a capacidade da empresa liquidar as suas dívidas de curto prazo com recurso ao ativo corrente, no entanto é-lhe retirado o valor dos inventários, pois estes são considerados a parte do ativo corrente com menor liquidez. Neves (2011) afirma que os inventários não poderão ser imediatamente transformados em dinheiro ou essa conversão será realizado a um preço inferior ao custo de inventário.

Quanto maior o valor obtido, maior a liquidez da empresa e consequentemente maior a probabilidade do credor ser reembolsado pelo crédito concedido a curto prazo (Carvalho & Magalhães, 2002). Nabais (2011) afirma que o nível médio aceitável é de 1,1. De acordo com este autor, este nível dependerá dos seguintes fatores:

- Setor de atividade (o nível médio sobe para empresas com stocks altos);
- Política de vendas da empresa (para aumentar a quota de mercado aumenta o crédito a clientes);
- Caráter de sazonalidade da atividade.

$$LR = \frac{\textit{Ativo Corrente} - \textit{Inventários} + \textit{Ativos Biológicos Correntes}}{\textit{Passivo Corrente}}$$

4. Funcionamento: servem para avaliar a eficiência com que a empresa gere os seus ativos, ajudando a explicar os impactos financeiros da gestão ao nível do ciclo de exploração (Moreira, 1997; Martins, 2004 e Neves, 2011).

a. Prazo Médio de Pagamentos: mede a prontidão com que a empresa paga as suas dívidas aos fornecedores. Quanto mais baixo for o valor do rácio menor é o grau de financiamento que os fornecedores fazem à exploração. No entanto, um valor muito elevado pode indicar dificuldades da empresa em satisfazer as suas obrigações (Neves, 2011).

$$PMP = \frac{\textit{Fornecedores}}{\textit{CMVMC} + \textit{FSE}} * 365$$

b. Prazo Médio de Recebimentos: mede o tempo que os clientes demoram a pagar as suas dívidas. Este rácio elevado torna-se desfavorável em termos financeiros, pois demonstra falta de eficiência por parte do departamento de cobranças ou pouco poder negocial das empresas perante os seus clientes (Neves, 2011).

$$\text{PMR} = \frac{\text{Clientes}}{\text{Vendas} + \text{Prestação de Serviços}} * 365$$

Cada um destes indicadores foi calculado com base nas demonstrações financeiras dos anos 2009 e 2011 das 50 empresas em estudo. No ano 2009 encontrava-se em vigor o plano de contabilidade POC – Plano Oficial de Contas, desta forma as demonstrações financeiras disponibilizadas vinham de acordo com este plano de contabilidade. Uma vez que no ano de 2011 já se encontrava em vigor o SNC – Sistema de Normalização Contabilística, vindo as demonstrações financeiras em SNC. De forma a tornar as comparações equiparáveis e de forma a determinar os indicadores, para o ano 2009 estes foram calculados juntando várias rubricas das demonstrações financeiras.

Por exemplo: para determinar a liquidez reduzida no ano 2009, com a fórmula:

$$\text{LR} = \frac{\text{Ativo Corrente} - \text{Inventários} + \text{Ativos Biológicos Correntes}}{\text{Passivo Corrente}}$$

Foi necessário, numa primeira base, determinar o valor do ativo e do passivo corrente. Só depois estaria apta para determinar o valor do indicador financeiro da empresa. Para o ativo corrente foi considerado a soma do ativo circulante e dos acréscimos e diferimentos. Sendo que para o passivo corrente considerou-se as dívidas de terceiros a curto prazo, os acréscimos de custos, os proveitos diferidos e ainda os passivos por impostos diferidos.

Para o ano 2011 como as demonstrações já se encontravam em SNC os dados para a determinação dos indicadores foram retirados de forma direta sem necessários ajustes.

4.4 Tratamento Estatístico dos Dados

O presente trabalho consiste em analisar os indicadores económicos e financeiros de 50 empresas para os anos 2009 e 2011, de forma a responder aos objetivos estabelecidos. Esta análise será feita através da utilização do teste estatístico não paramétrico de Wilcoxon para determinar a veracidade de uma da hipótese supra citadas.

A distribuição das variáveis analisadas é não normal, pelo que ter-se-á que optar por um teste não paramétrico de Wilcoxon em vez do teste T para a comparação das médias.

4.5 Teste de Wilcoxon

De acordo com Hall, Neves, & Pereira (2011) os testes não paramétricos são aqueles onde não se especifica a família de distribuições em estudo mas em vez disso escolhe-se um parâmetro que exista para qualquer distribuição servindo de base para a inferência. Neste tipo de testes substitui-se a média pela mediana.

Estes testes aplicam-se quando:

- a) A hipótese de normalidade não pode ser assumida;
- b) A amostra é de reduzida dimensão e a descrição do problema não permite assumir população normal;
- c) Os dados estão definidos numa escala ordinal.

Neste tipo de testes, os testes de hipóteses são os mesmos, o que altera é a medida de localização utilizada. Nestes testes usa-se a mediana da população.

De acordo com Hall, Neves, & Pereira (2011), as vantagens destes testes são:

- Na presença de amostras de dimensão pequena, pode não haver outra alternativa à não utilização dos testes não paramétricos, a não ser que se conheça a distribuição exata da população;
- Estes testes requerem poucos pressupostos relativamente aos dados e podem tornar-se mais relevantes para algumas situações práticas;
- Aplicam-se a amostras provenientes de um conjunto alargado de populações;
- Podem ser aplicados a variáveis qualitativas que são medidas em escala nominal;
- Existem testes não paramétricos adequados para amostras provenientes de diversas populações.

Quanto às desvantagens Hall, Neves, & Pereira (2011) apontam as seguintes:

- Os testes paramétricos são preferíveis aos testes não paramétricos, uma vez que são mais potentes. Nos casos em que os todos os pressupostos dos testes paramétricos são satisfeitos e no caso das hipóteses puderem ser testadas através destes, estes testes serão preferíveis ao invés dos não paramétricos;

- Os testes não paramétricos derivam de propriedades empíricas, ao contrário dos paramétricos, em que se afirma que os testes diferentes são uma variação de um tema central.

Os testes não paramétricos devem ser usados preferencialmente aos testes paramétricos quando:

- Os dados estão no nível ordinal de medida;
- Se os dados são de intervalo ou razão, mas estão anormalmente distribuídos (por exemplo, severamente assimétricos);
- Se os dados são de intervalo ou razão, mas as variâncias das duas amostras não satisfazem o pressuposto do teste de igualdade das variâncias.

O teste não paramétrico a utilizar para testar a hipótese de investigação será o teste de Wilcoxon, sendo este teste equivalente ao teste T para amostras dependentes. É usado para dados obtidos a partir de medidas repetidas e de desenhos com dados emparelhados. A medida de localização será a mediana, ao contrário do teste T que usa a média.

Neste teste, analisa-se a distância entre cada observação e o valor da mediana especificado na hipótese nula.

De acordo com Hall, Neves, & Pereira (2011) os pressupostos do teste de Wilcoxon são:

- Os dados para análise constituem uma amostra aleatória;
- A variável de interesse é medida numa escala, pelo menos, ordinal;
- A função distribuição F da população X é contínua e simétrica relativamente à mediana.

Pretende-se estudar a veracidade das duas hipóteses, a hipótese nula que postula a igualdade da mediana contra a hipótese alternativa unilateral ou bilateral, sendo o par de hipóteses a utilizar o seguinte:

$$H_0: \mu = \mu_0 \text{ vs } H_1: \mu \neq \mu_0;$$

$$H_0: \mu = \mu_0 \text{ vs } H_1: \mu < \mu_0;$$

$$H_0: \mu = \mu_0 \text{ vs } H_1: \mu > \mu_0$$

Onde μ representa a mediana da população.

A estatística de teste T^+ ($n > 20$) é a seguinte:

$$Z = \frac{T^+ - \frac{n(n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}} \sim N(0,1)$$

Sendo a região crítica associada à estatística Z a seguinte:

Se $H_1: x_p \neq x_0$, $RC \alpha = \{t: |t| > z_{1-\alpha/2}\}$;

Se $H_1: x_p < x_0$, $RC \alpha = \{t: |t| < z_\alpha\}$;

Se $H_1: x_p > x_0$, $RC \alpha = \{t: |t| > z_{1-\alpha}\}$;

E as regras de decisão são:

- Não rejeitar H_0 se $\frac{sig}{2} > \alpha = 0,05$;
- Não rejeitar H_0 se $\frac{sig}{2} \leq \alpha = 0,05$ e $MRK_{\text{dos Ranks Positivos}} > MRK_{\text{dos Ranks Negativos}}$;
- Rejeitar H_0 se $\frac{sig}{2} \leq \alpha = 0,05$ e $MRK_{\text{dos Ranks Positivos}} < MRK_{\text{dos Ranks Negativos}}$;

V - Resultados

Neste ponto são apresentadas as estatísticas descritivas bem como as correlações entre as variáveis em estudo. Por fim discriminam-se os resultados do teste de Wilcoxon.

5.1 Estatística Descritiva

As estatísticas descritivas das variáveis para o ano 2009 e 2011 são apresentadas nos quadros que se seguem.

- Para o ano 2009;

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Standard Deviation	Percentile 05	Percentile 25	Percentile 75	Percentile 95
Autonomia Financeira 2009	,3523	,3375	-,6294	,9992	,3527	-,0333	,1284	,5840	,9360
Rendibilidade do Capital Próprio 2009	,1221	,0540	-9,3023	5,0762	1,6355	-,2626	,0166	,2151	2,2845
Rendibilidade do Ativo 2009	,0451	,0297	-,2079	,3129	,0970	-,1457	,0036	,0896	,2349
Taxa de Margem Económica 2009	,1104	,0793	-,7869	,8012	,2299	-,1782	,0282	,2051	,4986
Liquidez Reduzida 2009	20,4347	1,0261	,0273	915,6281	129,2202	,0424	,6669	2,2536	10,0454
Prazo Médio de Pagamento 2009	89,6525	64,6055	,0000	368,4571	84,1301	2,3862	30,4744	122,8758	267,2552
Prazo Médio de Recebimentos 2009	87,6464	73,6091	,0000	392,9118	91,6985	,0000	12,4283	126,8084	270,9102

Quadro 5: Estatística Descritiva dos Rácios Económicos e Financeiros no ano 2009

No ano 2009, o indicador com maior mediana é o PMR, com 73,61, isto significa que a observação central /intermédia deste indicador das 50 empresas apresenta o valor 73,61. A Rendibilidade do Ativo é o indicador com menor valor de mediana, 0,0297. Relativamente à média, o prazo médio de pagamentos tem o maior valor, enquanto a rendibilidade do ativo tem mais uma vez o menor valor.

- Para o ano 2011;

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Standard Deviation	Percentile 05	Percentile 25	Percentile 75	Percentile 95
Autonomia Financeira 2011	,3540	,3425	-,5150	,9979	,3481	-,2193	,1491	,6372	,9335
Rendibilidade do Capital Próprio 2011	,8328	,0456	-33,9918	77,1579	12,0461	-2,0401	-,0280	,1273	1,5336
Rendibilidade do Ativo 2011	,0150	,0346	-,6936	,4446	,1567	-,2330	-,0126	,0759	,2296
Taxa de Margem Económica 2011	5,3828	,1052	-1,2021	262,4103	37,0930	-,3968	,0317	,1798	1,1478
Liquidez Reduzida 2011	6,9063	1,1719	-1,9456	139,5422	26,5020	,0746	,6218	2,3761	10,4146
Prazo Médio de Pagamento 2011	179,3003	114,0245	,0000	1103,5175	217,1877	,3071	50,4515	203,8803	694,1943
Prazo Médio de Recebimentos 2011	123,5973	69,1720	-303,3766	1062,7656	207,6539	,0000	18,2363	151,4914	482,8381

Quadro 6: Estatística Descritiva dos Rácios Económicos e Financeiros no ano 2011

No ano 2011 o prazo médio de pagamentos continua com a maior média, tendo também neste ano o valor mais alto da mediana. A rentabilidade do ativo apresenta, tal como no ano 2009, os menores valores de média e mediana entre os 7 indicadores em estudo.

	2009					2011				
	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão
AF	,3523	,3375	-,6294	,9992	,3527	,3540	,3425	-,5150	,9979	,3481
RCP	,1221	,0540	-9,3023	5,0762	1,6355	,8328	,0456	-33,9918	77,1579	12,0461
ROA	,0451	,0297	-,2079	,3129	,0970	,0150	,0346	-,6936	,4446	,1567
TME	,1104	,0793	-,7869	,8012	,2299	5,3828	,1052	-1,2021	262,4103	37,0930
LR	20,4347	1,0261	,0273	915,6281	129,2202	6,9063	1,1719	-1,9456	139,5422	26,5020
PMP	89,6525	64,6055	,0000	368,4571	84,1301	179,3003	114,0245	,0000	1103,5175	217,1877
PMR	87,6464	73,6091	,0000	392,9118	91,6985	123,5973	69,1720	-303,3766	1062,7656	207,6539

Quadro 7: Média da Estatística Descritiva dos Rácios Económicos e Financeiros para os 2 anos em análise

De uma forma geral, constata-se que, em média, houve melhoria nos indicadores, uma vez que os mesmos se encontram com valores mais elevados no ano 2011 relativamente a 2009, como se pode observar pelo quadro supra. Não se pode concluir com 100% de certeza, uma vez que pode existir um valor muito alto ou muito baixo, que faça estas alterações quando na verdade pode não haver melhorias, antes pelo contrário poderia haver mais prejuízos.

A estrutura financeira das empresas, medida pelo rácio da autonomia financeira, não sofreu grandes alterações com os processos de reestruturação de empresas.

Relativamente aos rácios de rentabilidade, também não sofreram grandes alterações em termos médios, mas pode-se observar um ligeiro aumento na rentabilidade dos capitais próprios e na taxa de margem económica em 2011, enquanto a rentabilidade do ativo piorou em média em relação a 2009.

A liquidez da empresa apresenta médias mais elevadas em 2009 do que em 2011. Conclui-se, que em média, os rácios de funcionamento melhoraram em 2011 relativamente ao ano de 2009.

5.2 Análise Correlacional

Neste ponto apresenta-se, através do quadro abaixo, as correlações entre as variáveis em estudo. Estas correlações analisaram-se recorrendo à correlação de Pearson.

A correlação entre as variáveis varia entre -1 e 1. Sendo que existe forte correlação linear entre as variáveis quando apresentam valores próximos de um. E fraca correlação linear para valores próximos de 0.

Nos casos em que a correlação das variáveis é positiva significa que as variáveis variam no mesmo sentido, variando em sentidos opostos para valores negativos.

2009	AF	RCP	ROA	TME	LR	PMP	PMR
AF	X	-0,04	0,476**	0,402**	0,273	-0,276	-0,06
RCP	-0,04	X	0,208	0,069	-0,01	0,073	0,121
ROA	0,476**	0,208	X	0,567**	-0,05	-0,204	-0,096
TME	0,402**	0,069	0,567**	X	*-0,281	-0,044	0,111
LR	0,273	-0,01	-0,05	*-0,281	X	-0,154	-0,134
PMP	-0,276	0,073	-0,204	-0,044	-0,154	X	0,587**
PMR	-0,06	0,121	-0,096	0,111	-0,134	0,587**	X

** correlação é significativa a um nível de significância 0,01

* correlação é significativa a um nível de significância 0,05

Quadro 8: Correlação entre os Rácios Económicos e Financeiros no ano 2009

No ano 2009, a autonomia financeira apresenta maior correlação com a rendibilidade do ativo, ou seja, ambas as variáveis variam no mesmo sentido. Tendo menor correlação com o prazo médio de pagamentos, sendo esta negativa, indicando que os indicadores variam em sentidos opostos. Para o prazo médio de pagamentos a maior correlação é com o prazo médio de recebimentos sendo a menor com autonomia financeira. Tal como no anterior o prazo médio de recebimentos tem maior correlação com prazo médio de pagamentos tendo menor com a liquidez reduzida.

A Rendibilidade do capital próprio tem maior correlação com a rendibilidade do ativo, variando no mesmo sentido e, menor correlação com a autonomia financeira, variando em sentidos opostos. A Rendibilidade do ativo tem maior correlação com a taxa de margem económica, sendo esta positiva e, menor correlação com o prazo médio de pagamento, variando ambas as variáveis em sentidos opostos. A taxa de margem económica varia no mesmo sentido com a rendibilidade do ativo e em sentido oposto com a liquidez reduzida.

A liquidez reduzida tem maior correlação com a autonomia financeira e menor correlação com a taxa de margem económica.

Podemos afirmar que não existem problemas de multicolinearidade, uma vez que as correlações entre as variáveis não são superiores a 0,75 (Maroco, 2007).

2011	AF	RCP	ROA	TME	LR	PMP	PMR
AF	X	-0,075	0,413**	0,196	0,407**	*-0,292	0,082
RCP	-0,075	X	0,096	-0,008	-0,002	-0,085	-0,021
ROA	0,413**	0,096	X	-0,046	0	-0,033	-0,015
TME	0,196	-0,008	-0,046	X	-0,027	-0,11	-0,07
LR	0,407**	-0,002	0	-0,027	X	-0,174	0,385*
PMP	*-0,292	-0,085	-0,033	-0,11	-0,174	X	0,508**
PMR	0,082	-0,021	-0,015	-0,07	0,385*	0,508**	X

** correlação é significativa a um nível de significância 0,01

* correlação é significativa a um nível de significância 0,05

Quadro 9: Correlação entre os Rácios Económicos e Financeiros no ano 2011

Através deste quadro, observa-se que a maior parte das correlações são mais baixas relativamente a 2009. Sendo que as variáveis com maior correlação são o prazo médio de recebimentos com o prazo médio de pagamentos. E as variáveis com menor correlação são o prazo médio de pagamentos com a autonomia financeira.

De forma detalhada temos:

A rentabilidade do capital próprio tem maior correlação com a rentabilidade do ativo e menor com o prazo médio de pagamentos. A rentabilidade do ativo varia no mesmo sentido com a autonomia financeira e em sentidos opostos com a taxa de margem económica. A taxa de margem económica apresenta maior correlação com autonomia financeira e menor com o prazo médio de pagamentos.

A liquidez reduzida, tal como em 2009, tem maior correlação com a autonomia financeira mas ao contrário de 2009 tem menor correlação com o prazo médio de pagamentos. Quanto ao Prazo médio de pagamentos as conclusões são as mesmas que em 2009, maior correlação com prazo médio de recebimentos e menor com autonomia financeira. A autonomia financeira apresenta maior correlação com a rentabilidade do ativo e menor correlação com o prazo médio de pagamentos.

Para o prazo médio de recebimentos a maior correlação é com o prazo médio de pagamentos e a menor com taxa de margem económica.

Tal como em 2009, também podemos afirmar que não existe problemas de multicolinearidade para o ano de 2011, uma vez que as variáveis não se encontram fortemente correlacionadas entre si (Maroco, 2007).

5.3 Teste de Wilcoxon

Pretende-se com este estudo analisar se existe diferenças nos indicadores económicos e financeiros das empresas no ano 2011 relativamente ao ano 2009, devido aos processos de reestruturação empresarial ocorridos no ano 2010.

Uma vez que os indicadores são variáveis quantitativas e contínuas, sendo numeráveis e podendo assumir qualquer valor dentro de um intervalo de valores reais. Ou seja, sendo estas variáveis quantitativas e anormalmente distribuídas justifica-se a utilização do teste de Wilcoxon para determinar se existe melhorias nas empresas após os processos de reestruturação.

As amostras em estudo são emparelhadas, uma vez que para o mesmo conjunto de 50 empresas, são estudados os mesmos indicadores económicos e financeiros no entanto para os anos pré e pós fusão, 2009 e 2011 respetivamente.

Esta metodologia surge na linha dos estudos realizados por Megginson, Nash & Randenborgh (1994), Pinheiro (1996) para as empresas privatizadas e, Rocha, Iotty & Ferraz (2001) para o estudo de empresas que recorreram à reestruturação empresarial.

Autonomia Financeira

Teste:

1. H_0 : A mediana da AF 2009 é igual à mediana da AF 2011.

H_1 : A mediana da AF 2009 é inferior à mediana da AF 2011.

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
AF 2011 - AF 2009	Negative Ranks	23 ^a	27,61	635,00
	Positive Ranks	27 ^b	23,70	640,00
	Ties	0 ^c		
	Total	50		

a. AF 2011 < AF 2009
 b. AF 2011 > AF 2009
 c. AF 2011 = AF 2009

Quadro 10: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Autonomia Financeira

Test Statistics ^b	
	AF 2011 - AF 2009
Z	-,024 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,981

a. Based on negative ranks.
 b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Quadro 11: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Autonomia Financeira

	2009					2011				
	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão
AF	,3523	,3375	-,6294	,9992	,3527	,3540	,3425	-,5150	,9979	,3481

Quadro 12: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Autonomia Financeira

O p-value do teste de Wilcoxon é 0,981.

Para um nível de significância de 5%, temos: $\frac{0,981}{2} = 0,495 > 0,05$, logo não rejeito H_0 , pelo que não existe evidência estatística suficiente para afirmar que a mediana de AF 2009 é inferior à mediana de AF 2011.

Rendibilidade do Capital Próprio

Teste:

1. H_0 : A mediana da RCP 2009 é igual à mediana da RCP 2011.
 H_1 : A mediana da RCP 2009 é inferior à mediana da RCP 2011.

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Rendibilidade do Capital Próprio 2011 - Rendibilidade do Capital Próprio 2009	Negative Ranks	29 ^a	27,14	787,00
	Positive Ranks	21 ^b	23,24	488,00
	Ties	0 ^c		
	Total	50		

- a. Rendibilidade do Capital Próprio 2011 < Rendibilidade do Capital Próprio 2009
b. Rendibilidade do Capital Próprio 2011 > Rendibilidade do Capital Próprio 2009
c. Rendibilidade do Capital Próprio 2011 = Rendibilidade do Capital Próprio 2009

Quadro 13: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Rendibilidade do Capital Próprio

	Rendibilidade do Capital Próprio 2011 - Rendibilidade do Capital Próprio 2009
Z	-1,443 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,149

- a. Based on positive ranks.
b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Quadro 14: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Rendibilidade do Capital Próprio

	2009					2011				
	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão
RCP	,1221	,0540	-9,3023	5,0762	1,6355	,8328	,0456	-33,9918	77,1579	12,0461

Quadro 15: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Rendibilidade do Capital Próprio

O p-value do teste de Wilcoxon é 0,149.

Para um nível de significância de 5%, temos: $\frac{0,149}{2} = 0,0745 > 0,05$, logo não rejeito H_0 , pelo que não existe evidência estatística suficiente para afirmar que a mediana de RCP 2009 é inferior à mediana de RCP 2011.

Rendibilidade do Ativo

Teste:

1. H_0 : A mediana da ROA 2009 é igual à mediana da ROA 2011.

H_1 : A mediana da ROA 2009 é inferior à mediana da ROA 2011.

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Rendibilidade do Ativo 2011 - Rendibilidade do Ativo 2009	Negative Ranks	29 ^a	25,34	735,00
	Positive Ranks	21 ^b	25,71	540,00
	Ties	0 ^c		
	Total	50		

a. Rendibilidade do Ativo 2011 < Rendibilidade do Ativo 2009

b. Rendibilidade do Ativo 2011 > Rendibilidade do Ativo 2009

c. Rendibilidade do Ativo 2011 = Rendibilidade do Ativo 2009

Quadro 16: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Rendibilidade do Ativo

	Rendibilidade do Ativo 2011 - Rendibilidade do Ativo 2009
Z	-,941 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,347

a. Based on positive ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Quadro 17: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Rendibilidade do Ativo

	2009					2011				
	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão
ROA	,0451	,0297	-,2079	,3129	,0970	,0150	,0346	-,6936	,4446	,1567

Quadro 18: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Rendibilidade do Ativo

O p-value do teste de Wilcoxon é 0,347.

Para um nível de significância de 5%, temos: $\frac{0,347}{2} = 0,1735 > 0,05$, logo não rejeito H_0 ,

pelo que não existe evidência estatística suficiente para afirmar que a mediana de ROA 2009 é inferior à mediana de ROA 2011.

Taxa de Margem Económica

Teste:

1. H_0 : A mediana da TME 2009 é igual à mediana da TME 2011.
 H_1 : A mediana da TME 2009 é inferior à mediana da TME 2011.

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Taxa de Margem Económica 2011 - Taxa de Margem Económica 2009	Negative Ranks	29 ^a	24,07	698,00
	Positive Ranks	21 ^b	27,48	577,00
	Ties	0 ^c		
	Total	50		

a. Taxa de Margem Económica 2011 < Taxa de Margem Económica 2009
b. Taxa de Margem Económica 2011 > Taxa de Margem Económica 2009
c. Taxa de Margem Económica 2011 = Taxa de Margem Económica 2009

Quadro 19: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Taxa de Margem Económica

Test Statistics ^b	
Z	-,584 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,559

a. Based on positive ranks.
b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Quadro 20: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Taxa de Margem Económica

	2009					2011				
	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão
TME	,1104	,0793	-,7869	,8012	,2299	5,3828	,1052	-1,2021	262,4103	37,0930

Quadro 21: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Taxa de Margem Económica

O p-value do teste de Wilcoxon é 0,559.

Para um nível de significância de 5%, temos: $\frac{0,559}{2} = 0,2795 > 0,05$, logo não rejeito H_0 , pelo que não existe evidência estatística suficiente para afirmar que a mediana de TME 2009 é inferior à mediana de TME 2011.

Liquidez Reduzida

Teste:

1. H_0 : A mediana da LR 2009 é igual à mediana da LR 2011.

H_1 : A mediana da LR 2009 é inferior à mediana da LR 2011.

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Liquidez Reduzida 2011 - Liquidez Reduzida 2009	Negative Ranks	23 ^a	28,17	648,00
	Positive Ranks	27 ^b	23,22	627,00
	Ties	0 ^c		
	Total	50		

a. Liquidez Reduzida 2011 < Liquidez Reduzida 2009

b. Liquidez Reduzida 2011 > Liquidez Reduzida 2009

c. Liquidez Reduzida 2011 = Liquidez Reduzida 2009

Quadro 22: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Liquidez Reduzida

Test Statistics ^b	
	Liquidez Reduzida 2011 - Liquidez Reduzida 2009
Z	-,101 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,919

a. Based on positive ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Quadro 23: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Liquidez Reduzida

	2009					2011				
	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão
LR	20,4347	1,0261	,0273	915,6281	129,2202	6,9063	1,1719	-1,9456	139,5422	26,5020

Quadro 24: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Liquidez Reduzida

O p-value do teste de Wilcoxon é 0,919.

Para um nível de significância de 5%, temos: $\frac{0,919}{2} = 0,4595 > 0,05$, logo não rejeito H_0 , pelo que não existe evidência estatística suficiente para afirmar que a mediana de LR 2009 é inferior à mediana de LR 2011.

Prazo Médio de Pagamentos

Teste:

1. H_0 : A mediana da PMP 2009 é igual à mediana da PMP 2011.

H_1 : A mediana da PMP 2009 é inferior à mediana da PMP 2011.

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Prazo Médio de Pagamento 2011 - Prazo Médio de Pagamento 2009	Negative Ranks	8 ^a	21,38	171,00
	Positive Ranks	42 ^b	26,29	1104,00
	Ties	0 ^c		
	Total	50		

a. Prazo Médio de Pagamento 2011 < Prazo Médio de Pagamento 2009
 b. Prazo Médio de Pagamento 2011 > Prazo Médio de Pagamento 2009
 c. Prazo Médio de Pagamento 2011 = Prazo Médio de Pagamento 2009

Quadro 25: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Prazo Médio de Pagamentos

Test Statistics ^b	
	Prazo Médio de Pagamento 2011 - Prazo Médio de Pagamento 2009
Z	-4,503 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

a. Based on negative ranks.
 b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Quadro 26: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Prazo Médio de Pagamentos

	2009					2011				
	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão
PMP	89,6525	64,6055	,0000	368,4571	84,1301	179,3003	114,0245	,0000	1103,5175	217,1877

Quadro 27: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Prazo Médio de Pagamentos

O p-value do teste de Wilcoxon é 0.

Para um nível de significância de 5%, temos: $\frac{0}{2} = 0 < 0,05$, logo rejeito H_0 , pelo que existe evidência estatística suficiente para afirmar que a mediana de PMP 2009 é inferior à mediana de PMP 2011. O prazo médio de pagamentos melhorou em 2011 relativamente a

2009, o que também se pode observar pelo quadro 27 que em 2011 este rácio apresenta maiores valores para todas as medidas indicadas relativamente a 2009.

Prazo Médio de Recebimentos

Teste:

1. H_0 : A mediana da PMR 2009 é igual à mediana da PMR 2011.

H_1 : A mediana da PMR 2009 é inferior à mediana da PMR 2011.

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Prazo Médio de Recebimentos 2011 - Prazo Médio de Recebimentos 2009	Negative Ranks	25 ^a	21,28	532,00
	Positive Ranks	23 ^b	28,00	644,00
	Ties	2 ^c		
	Total	50		

a. Prazo Médio de Recebimentos 2011 < Prazo Médio de Recebimentos 2009
 b. Prazo Médio de Recebimentos 2011 > Prazo Médio de Recebimentos 2009
 c. Prazo Médio de Recebimentos 2011 = Prazo Médio de Recebimentos 2009

Quadro 28: Ranks Positivos e Negativos do Teste de Wilcoxon para o Rácio Prazo Médio de Recebimentos

	Prazo Médio de Recebimentos 2011 - Prazo Médio de Recebimentos 2009
Z	-,574 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,566

a. Based on negative ranks.
 b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Quadro 29: Estatística de Teste do Teste de Wilcoxon para o Rácio Prazo Médio de Recebimentos

	2009					2011				
	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão	Média	Mediana	Mínimo	Maximo	Desvio Padrão
PMR	87,6464	73,6091	,0000	392,9118	91,6985	123,5973	69,1720	-303,3766	1062,7656	207,6539

Quadro 30: Medidas de Estatística Descritiva para o Rácio Prazo Médio de Recebimentos

O p-value do teste de Wilcoxon é 0,566.

Para um nível de significância de 5%, temos: $\frac{0,566}{2} = 0,283 > 0,05$, logo não rejeito H_0 , pelo que não existe evidência estatística suficiente para afirmar que a mediana de PMR 2009 é inferior à mediana de PMR 2011.

VI - Conclusão

Discussão dos Resultados

Tendo em conta os resultados obtidos com o teste de Wilcoxon, não existem diferenças significativas entre os indicadores económicos e financeiros para os anos em estudo. Ou seja, conclui-se que não existem melhorias nos indicadores para o ano 2011 em relação aos mesmos para o ano 2009. Desta forma a reestruturação não alterou o desempenho económico e financeiro das empresas em estudo.

Estes resultados não se encontram de acordo com a literatura analisada. Pois, tendo em conta a mesma, nos estudos enunciados concluiu-se que houve melhorias no desempenho económico e financeiro das empresas com a reestruturação de empresas, nomeadamente obtenção de sinergias, maximização do valor das empresas e do valor para os acionistas (Camargos & Barbosa, 2008). Switzer (1996) afirma que o desempenho das empresas melhorou após a reestruturação de empresas, o mesmo não se pode concluir com este estudo, o qual demonstra que apenas o Prazo Médio de Pagamentos teve melhorias após os processos de reestruturação.

Uma vez que não se pode afirmar pelo aumento de desempenho também não se pode concluir o aumento de lucros para as empresas analisadas neste estudo. Asquith (1983) e Mandelker (1974) concluem nos seus estudos que os processos de reestruturação originam aumento de lucros para as empresas envolvidas, aumentando a riqueza das empresas envolvidas nos processos (Kummer & Hoffmeister, 1978).

Os resultados obtidos neste estudo vão ao encontro, no entanto, do estudo conduzido por Haussam (2005). Este autor concluiu no seu estudo que não existiam diferenças estatísticas relevantes entre os indicadores económicos e financeiros das empresas brasileiras que fizeram a reestruturação de empresas e as que não fizeram reestruturação de empresas.

Limitações

Foram identificados alguns entraves à elaboração de um estudo desta natureza, que se sentiram desde logo na fase inicial de recolha dos dados. A inexistência de uma base de dados à escala nacional que agrupe as empresas envolvidas em processos de fusão e cisão tornou o processo de pesquisa de dados e de empresas mais demorado.

Outra limitação prende-se com o horizonte temporal dos dados analisados. A base de dados fornecida pela COFACE apenas abrange 3 exercícios económicos, reduzindo consideravelmente o horizonte temporal em análise. Desta forma, é de admitir que as alterações dos processos de reestruturação no prazo de 1 ano sejam de difícil apreensão.

Pista para Investigação Futura

Para trabalhos futuros, sugere-se a obtenção de informação económico financeira referente a um horizonte temporal mais alargado entre os anos pré e pós fusão. De forma a nos apercebermos com maior rigor, com alguma estabilidade e imunidade as evoluções conjunturais da situação económica e financeira das empresas. Outra sugestão de melhoria a este estudo prende-se com a obtenção de um maior conjunto de empresas para estudo, analisando as empresas a nível europeu e não apenas só em Portugal.

VII - Referências

- Ansoff, H. I. (1965). *Corporate strategy*, McGraw-Hill. New York.
- Asquith, P. (1983). Merger bids, uncertainty and stockholder returns. *Journal of Financial Economics*, 11, 51-83.
- Asquith, P., & Kim, E. H. (1982). The impact of merger bids on the participating firms' security holders. *Journal of Finance*, 37, 1209-1228.
- Barney, J. (1988). Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis. *Strategic Management Journal*, 9, 71-78.
- Bastardo, C. (1991). *Fusões e aquisições : uma abordagem de avaliação de empresas*. texto editora.
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, 347-362.
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. (1983). The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy? *Journal of Financial Economics*, 11, 183-206.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2008). Fusões e aquisições de empresas: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49, 206-220.
- Carreira, M. (1992). *Concentração de empresas e grupos de sociedades : aspectos histórico-económicos e jurídicos*. Edições ASA.
- Carvalho, C., & Magalhães, G. (2002). *Análise económico-financeira de empresas*. Universidade Católica Editora.
- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal*, 7, 119-139.
- Dennis, Debra, K., & McConnell, J. J. (1986). Corporate mergers and security returns. *Journal of Financial Economics*, 16, 143-187.
- Fama, E., & Jensen, M. (1985). Organizational forms and investment decisions. *Journal of Financial Economics*, 14, 101-119.
- Ferreira, D. (2002). *fusões, aquisições e reestruturações de empresas* (Vol. 1). Edições Sílabo, Lda.
- Galai, D., & Masulis, R. (1976). The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of Financial Economics*, 3, 53-81.
- Hall, A., Neves, C., & Pereira, A. (2011). *Grande maratona de estatística no SPSS*. Escolar Editora.
- Hausman, D. (2005). *Análise comparativa da performance económico-financeira de empresas do ponto de vista da reestruturação societária*. Dissertação de Mestrado, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau.
- Higgins, R. (2007). *Análise para administração financeira*. Editor McGraw-Hill.
- Higgins, R. C., & Schall, L. D. (1975). Corporate bankruptcy and conglomerate merger. *Journal of Finance*, 30, 93-114.
- Howell, D. (2004). *Statistical methods for psychology*. Duxbury Press.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control - the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Kim, E. H., & McConnell, J. (1977). Corporate merger and the coinsurance of corporate debt. *Journal of Finance*, 32, 349-465.

- Kummer, D., & Hoffmeister, J. R. (1978). Valuation consequences of cash tender offers. *The Journal of Finance*, 33, 515-516.
- Lewellen, W. G., & Huntsman, B. (1970). Managerial pay and corporate performance. *American Economic Review*, 60, 710-720.
- Mandelker, G. (1974). Risk and return: the case of merging firms. *Journal of Political Economy*, 1, 303-335.
- Maroco, J. (2007). *Análise estatística - com utilização do spss* (3ª Edição ed.). Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- Martins, A. (2004). *Introdução à análise financeira de empresas*. Porto: Editora Vida Económica.
- Meginsson, W. L., Nash, R. C., & Randenborg, M. (1994). The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis. *The Journal of Finance*, 49, 391-399.
- Moreira, J. (1997). *Análise financeira de empresas : da teoria à prática*. Porto: Associação da Bolsa de Derivados do Porto; BVLP - Bolsa de Valores de Lisboa e Porto.
- Mueller, D. (1969). A theory of conglomerate mergers. *Quarterly Journal of Economics*, 83, 643-659.
- Nabais, C. (2011). *Prática financeira I : análise económica & financeira* (6ª Edição ed.). Lisboa: Editora Lidel.
- Napier, N. K. (1989). Mergers and acquisitions, human resources issues and outcomes: a review and suggested typology. *Journal of Management Studies*, 26, 271-286.
- Neves, J. (2011). *Análise e relato financeiro*. Lisboa: Texto Editora.
- Pinheiro, A. C. (1996). *Impactos microeconômicos da privatização no Brasil*. Rio de Janeiro.
- Pontiff, J., Shleifer, A., & Weisbach, M. S. (1990). Reversions of excess pension assets after takeovers. *RAND Journal of Economics*, 21, 600-613.
- Porter, M. (1985). Competitive advantage. *The Free Press*.
- Rangel, A. (2005). Desinvestimentos - causas e efeitos em Portugal. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, 22, 121-138.
- Rocha, F., Iooty, M., & Ferraz, J. C. (2001). Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. *Revista de Economia Contemporânea*, 5, 69-102.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59, 197-216.
- Roll, R. (1987). Empirical evidence on takeover activity and shareholder wealth. In *Modern Finance & Industrial Economics* (pp. 74-91).
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (1995). *Administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- Shleifer, A., & Summers, L. W. (1988). Breach of trust in hostile takeovers. In *Corporate takeovers: causes and consequences*. University of Chicago Press.
- Switzer, J. (1996). Evidence on real gains in corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 48, 443-460.
- Warga, A., & Welch, I. (1993). Bondholder losses in leveraged buyouts. *Review of Financial Studies*, 6, 959-982.
- Weston, J. F., & Brigham, E. F. (2000). *Fundamentos da administração financeira* (10ª ed.). São Paulo: Makron Books.
- Weston, J., Chung, & Siu, J. (1998). Theories of mergers and tender offers. In *Takeovers, restructuring and corporate governance*. Prentice Hall.

VIII - Apêndices

Apêndice 1: Tratamento Contabilístico dos Processos de Reestruturação de Empresas

Para o tratamento contabilístico das concentrações de atividades, foram constituídos, ao longo dos anos, vários organismos contabilísticos, os quais aprovaram normas com o objetivo de prescrever o tratamento contabilísticos destes mesmos processos.

Inicialmente foi fundado em junho de 1973 o IASC – *International Accounting Standard Committee*, que mais tarde foi substituído pelo IASB - *International Accounting Standards Board* em abril de 2001.

O IASC, em novembro de 1983, aprovou a IAS 22 (*International Accounting Standard*). De acordo com esta norma internacional os processos de concentração de empresas podem ser contabilizados por um dos dois métodos: o método da compra ou o método da comunhão de interesses.

Mais tarde, foi aprovada a IFRS 3 (*International Financial Reporting Standards*) pelo IASB, segundo a qual, todos os processos de concentração de atividades devem ser contabilizados pelo método da compra, ou seja, a empresa adquirente reconhece todos os ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da empresa adquirida pelos seus justos valores à data de aquisição, reconhecendo também o *goodwill* que posteriormente é submetido a um teste de imparidade, não sendo amortizado.

A IFRS 3 define concentração de atividades como sendo a operação de junção de empresas ou atividades empresariais separadas numa única empresa que relata. Estas operações têm como resultado a obtenção de controlo por parte da empresa adquirente sobre a empresa adquirida.

Estas operações podem realizar-se através de fusões, compras de partes de capital próprio de outra entidade, aquisição de ativos líquidos de outra entidade, assunção de passivos de outra entidade, ou a aquisição de ativos líquidos de outra entidade que em conjunto formem uma ou mais atividades empresariais.

Em Portugal também foram criadas leis para a regulamentação das concentrações de atividades empresariais. Atualmente, estes processos regulam-se pela NCRF 14 (Norma Contabilística de Relato Financeiro). Esta norma foi criada com base na norma internacional – IFRS 3 pelo SNC (Sistema de Normalização Contabilística), sendo este aprovado pelo Decreto – Lei n.º 158/2009, de 13 de julho.

O SNC veio substituir o POC - Plano Oficial de Contas e entrou em vigor em 1 de janeiro de 2010. De acordo com o POC e a DC 1 (Diretriz Contabilística), a contabilização destes processos poderia ser feita por um dos dois métodos, o método da compra ou o método de comunhão de interesses. Esta diretriz afirma que o método da compra é o método de aplicação generalizada uma vez que a maioria das concentrações de atividades dá-se pela forma de aquisições. Segundo este método a empresa regista todos os ativos e passivos pelos seus justos valores à data de aquisição, havendo reconhecimento do *goodwill*.

O método da comunhão de interesses é definido, por esta diretriz, como sendo o método da fusão. De acordo com esta, ocorre a junção dos ativos, passivos, reservas e resultados, de ambas as empresas no processo, pelas quantias escrituradas de cada uma delas.

Com a aprovação do SNC, criado tendo por base as orientações das IAS/IFRS, apenas o método da compra se tornou o método utilizado para a contabilização destes processos. A norma contabilística que trata do tratamento contabilístico das concentrações de atividades empresariais em Portugal é a NCRF 14 – Concentrações de atividades empresariais.

Tendo em conta o parágrafo 14 do anexo ao Decreto – Lei n.º 158/2009, sempre que o SNC não responda a aspetos particulares das transações em termos de contabilização ou de relato financeiro, ou que esta falta de resposta torne a impossibilidade da empresa transmitir a informação de forma verdadeira e apropriada, a posição financeira numa certa data e o desempenho para o período abrangido, pode se recorrer por esta ordem às normas internacionais de contabilidade (NIC) adotadas ao abrigo do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho e, as normas internacionais de contabilidade - IAS e IFRS emitidas pelo IASB, e respetivas interpretações – SIC/IFRIC.

Métodos Contabilísticos

Na prática, a contabilização das fusões e das aquisições são feitas por dois métodos contabilísticos distintos, o método da compra ou aquisição e o método da comunhão de interesses.

Durante anos, a comunidade contabilística debateu-se sobre a temática do melhor tratamento contabilístico destas operações. O FASB – *Financial Accounting Standards Board*, em julho de 2001 aprovou o método da compra como método contabilístico das operações de fusões e aquisições.

1.1 Método da Compra

Este método é o mais antigo e tradicional. Segundo este método a compra de uma empresa ou da maioria do seu capital é uma transação de natureza financeira e a empresa compradora só começa a auferir os resultados da aquisição a partir da data da transação.

Ferreira (2002) aponta seis características deste método:

1. Os resultados da empresa adquirida só são considerados como distribuíveis e incluídos nas contas consolidadas após a data da transação;
2. Os dividendos recebidos da empresa subsidiária (adquirida) pela empresa-mãe (compradora) só são incluídos nas contas desta se disserem respeito a resultados após a aquisição;
3. Numa aquisição devem ser considerados os justos valores de cada um dos ativos claramente identificáveis e das dívidas a pagar. O valor líquido da empresa subsidiária deve ser determinado na data de aquisição e, é representado pelos vários ativos e passivos incorporados na empresa-mãe;
4. O princípio da determinação do justo valor deverá respeitar as normas vigentes em cada país;
5. A diferença ente o valor pago pela aquisição e o valor líquido da empresa, determinado tendo em conta dois termos anteriores, representa o *goodwill* da aquisição;
6. Sempre que a aquisição for paga total ou parcialmente através da emissão de ações da empresa compradora, a diferença entre o justo valor e o valor nominal dessas

ações deverá ser apresentado no balanço consolidado como uma reserva de capital (normalmente como prêmio de emissão de ações).

Os ativos e passivos concentrados são mensurados pelo seu justo valor, podendo haver reconhecimento do *trespasse* (*goodwill*)

Goodwill

Lord Plender diz que o “*Goodwill should be valued but never priced*”.

O *goodwill* é um ativo intangível mas não fictício, ou seja, é um ativo real e com valor mas difícil de avaliar. Existem dois tipos de *goodwill*, inerente e por aquisição.

Enquanto o *goodwill* inerente está ligado as capacidades e competências do interior das organizações, não sendo reconhecido nas demonstrações financeiras, o *goodwill* por aquisição é a diferença entre o valor pago pela empresa e o somatório dos justos valores dos ativos e passivos devidamente identificados.

1.2 Método da Comunhão de Interesses

Este método baseia-se no conceito de uma simples união entre empresas e os respetivos acionistas. Deste modo, a nova organização é meramente uma combinação entre essas empresas em que nenhuma das empresas adquire a outra ou outras e não haverá uma posição dominante por parte das empresas envolvidas.

Ferreira (2002) aponta quatro características para este método:

1. Todos os resultados da nova subsidiária, incluindo os do período anterior à combinação são incluídos nas contas consolidadas e estão disponíveis para distribuição;
2. Os dividendos recebidos pela empresa-mãe da nova subsidiária são livremente distribuíveis pelos acionistas da empresa-mãe;
3. Os ativos e passivos são transferidos para a nova organização pelos valores líquidos contabilísticos não sendo necessário calcular o justo valor dos mesmos;
4. O preço pago é registado ao valor nominal correspondente ao valor das ações emitidas. As ações são emitidas ao par e não existe necessidade de prêmio de emissão.

Não há reconhecimento de trespasse sendo os ativos e passivos escriturados na entidade concentrada pelas quantias porque estavam escriturados anteriormente. A diferença, a existir, entre as quantias do capital emitidos e o património líquido integrado é ajustada nos capitais próprios como reserva ou designação similar.

Apêndice 2: Tabelas de Correlações de Pearson entre as Variáveis

		Correlations						
		Autonomia Financeira 2009	Rendibilidade do Capital Próprio 2009	Rendibilidade do Ativo 2009	Taxa de Margem Econômica 2009	Liquidez Reduzida 2009	Prazo Médio de Pagamento 2009	Prazo Médio de Recebimentos 2009
Autonomia Financeira 2009	Pearson Correlation	1	-,040	,476**	,402**	,273	-,276	-,060
	Sig. (2-tailed)		,783	,000	,004	,055	,053	,681
	N	50	50	50	50	50	50	50
Rendibilidade do Capital Próprio 2009	Pearson Correlation	-,040	1	,208	,069	-,010	,073	,121
	Sig. (2-tailed)	,783		,148	,635	,947	,613	,405
	N	50	50	50	50	50	50	50
Rendibilidade do Ativo 2009	Pearson Correlation	,476**	,208	1	,567**	-,050	-,204	-,096
	Sig. (2-tailed)	,000	,148		,000	,730	,155	,508
	N	50	50	50	50	50	50	50
Taxa de Margem Econômica 2009	Pearson Correlation	,402**	,069	,567**	1	-,281*	-,044	,111
	Sig. (2-tailed)	,004	,635	,000		,048	,760	,444
	N	50	50	50	50	50	50	50
Liquidez Reduzida 2009	Pearson Correlation	,273	-,010	-,050	-,281*	1	-,154	-,134
	Sig. (2-tailed)	,055	,947	,730	,048		,286	,353
	N	50	50	50	50	50	50	50
Prazo Médio de Pagamento 2009	Pearson Correlation	-,276	,073	-,204	-,044	-,154	1	,587**
	Sig. (2-tailed)	,053	,613	,155	,760	,286		,000
	N	50	50	50	50	50	50	50
Prazo Médio de Recebimentos 2009	Pearson Correlation	-,060	,121	-,096	,111	-,134	,587**	1
	Sig. (2-tailed)	,681	,405	,508	,444	,353	,000	
	N	50	50	50	50	50	50	50

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Quadro 31: Correlação de Pearson entre as Variáveis em Estudo no ano 2009

		Correlations						
		Autonomia Financeira 2011	Rendibilidade do Capital Próprio 2011	Rendibilidade do Ativo 2011	Taxa de Margem Econômica 2011	Liquidez Reduzida 2011	Prazo Médio de Pagamento 2011	Prazo Médio de Recebimentos 2011
Autonomia Financeira 2011	Pearson Correlation	1	-,075	,413**	,196	,407**	-,292*	,082
	Sig. (2-tailed)		,606	,003	,173	,003	,040	,573
	N	50	50	50	50	50	50	50
Rendibilidade do Capital Próprio 2011	Pearson Correlation	-,075	1	,096	-,008	-,002	-,085	-,021
	Sig. (2-tailed)	,606		,506	,956	,988	,557	,886
	N	50	50	50	50	50	50	50
Rendibilidade do Ativo 2011	Pearson Correlation	,413**	,096	1	-,046	,000	-,033	-,015
	Sig. (2-tailed)	,003	,506		,751	1,000	,820	,919
	N	50	50	50	50	50	50	50
Taxa de Margem Econômica 2011	Pearson Correlation	,196	-,008	-,046	1	-,027	-,110	-,070
	Sig. (2-tailed)	,173	,956	,751		,851	,449	,627
	N	50	50	50	50	50	50	50
Liquidez Reduzida 2011	Pearson Correlation	,407**	-,002	,000	-,027	1	-,174	,385**
	Sig. (2-tailed)	,003	,988	1,000	,851		,228	,006
	N	50	50	50	50	50	50	50
Prazo Médio de Pagamento 2011	Pearson Correlation	-,292*	-,085	-,033	-,110	-,174	1	,508**
	Sig. (2-tailed)	,040	,557	,820	,449	,228		,000
	N	50	50	50	50	50	50	50
Prazo Médio de Recebimentos 2011	Pearson Correlation	,082	-,021	-,015	-,070	,385**	,508**	1
	Sig. (2-tailed)	,573	,886	,919	,627	,006	,000	
	N	50	50	50	50	50	50	50

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Quadro 32: Correlação de Pearson entre as Variáveis em Estudo no ano 2011

Apêndice 3: Teste de Normalidade

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
AF 2009	,129	50	,038	,943	50	,018

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 33: Teste de Normalidade do Rácio Autonomia Financeira no ano 2009

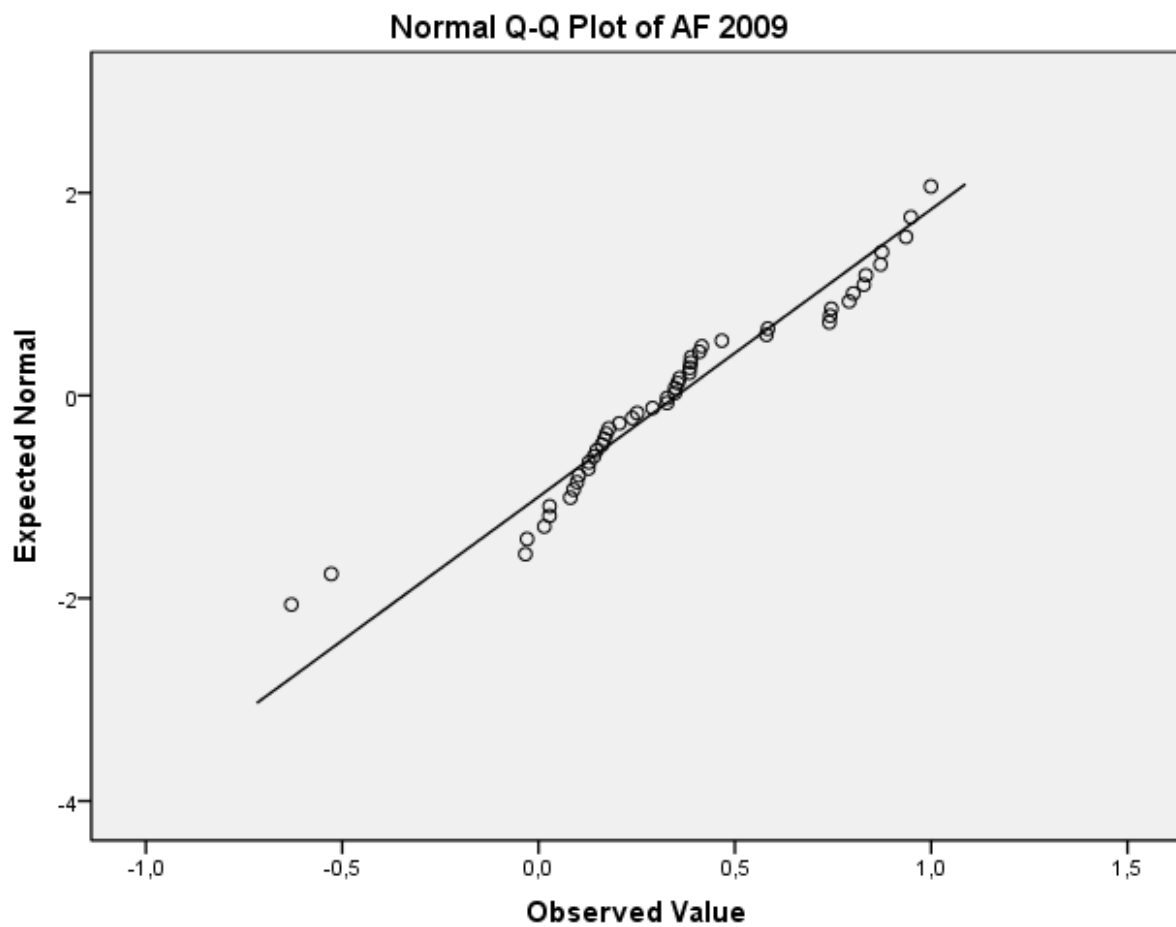


Gráfico 1: Q-Q Plot da variável Autonomia Financeira 2009

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
AF 2011	,086	50	,200*	,978	50	,473

a. Lilliefors Significance Correction

*. This is a lower bound of the true significance.

Quadro 34: Teste de Normalidade do Rácio Autonomia Financeira no ano 2011

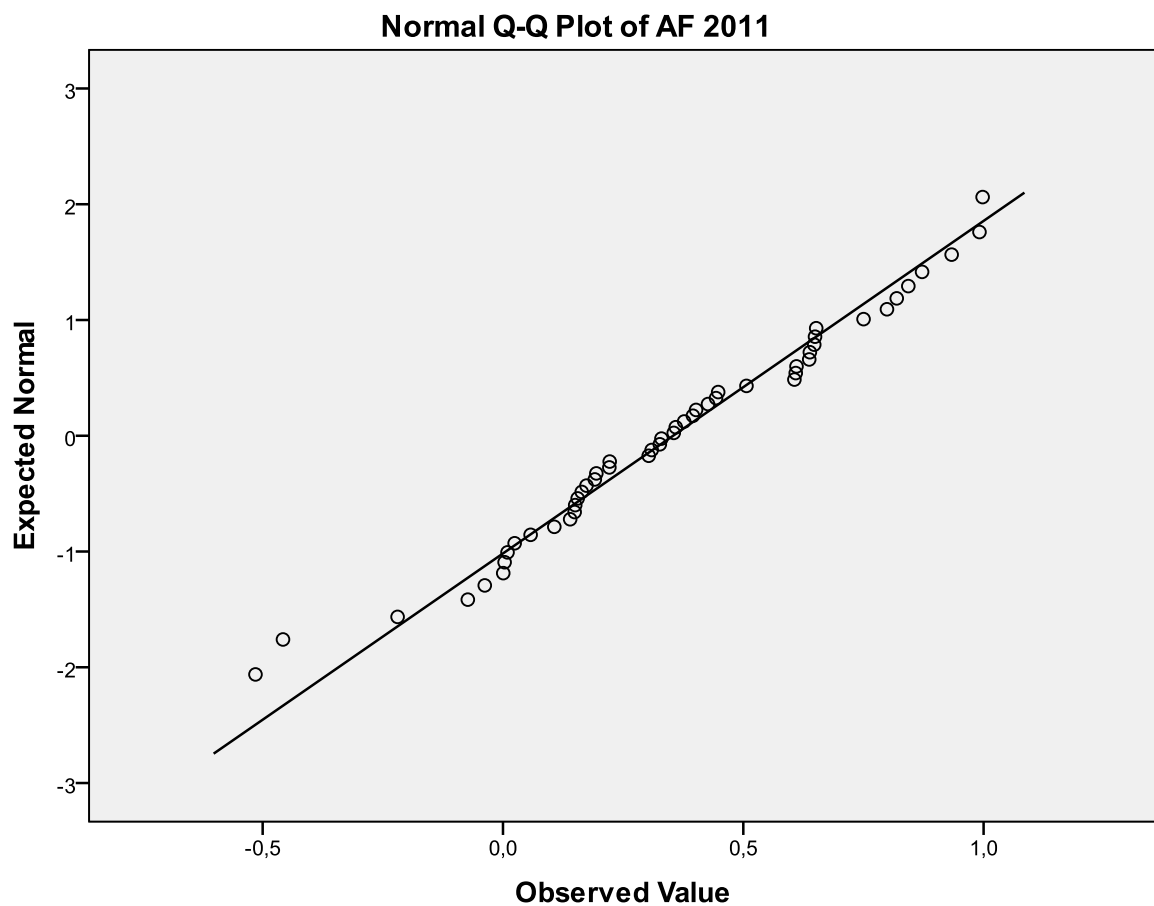


Gráfico 2: Q-Q Plot da variável Autonomia Financeira 2011

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
RCP 2009	,383	50	,000	,416	50	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 35: Teste de Normalidade do Rácio Rendibilidade do Capital Próprio no ano 2009

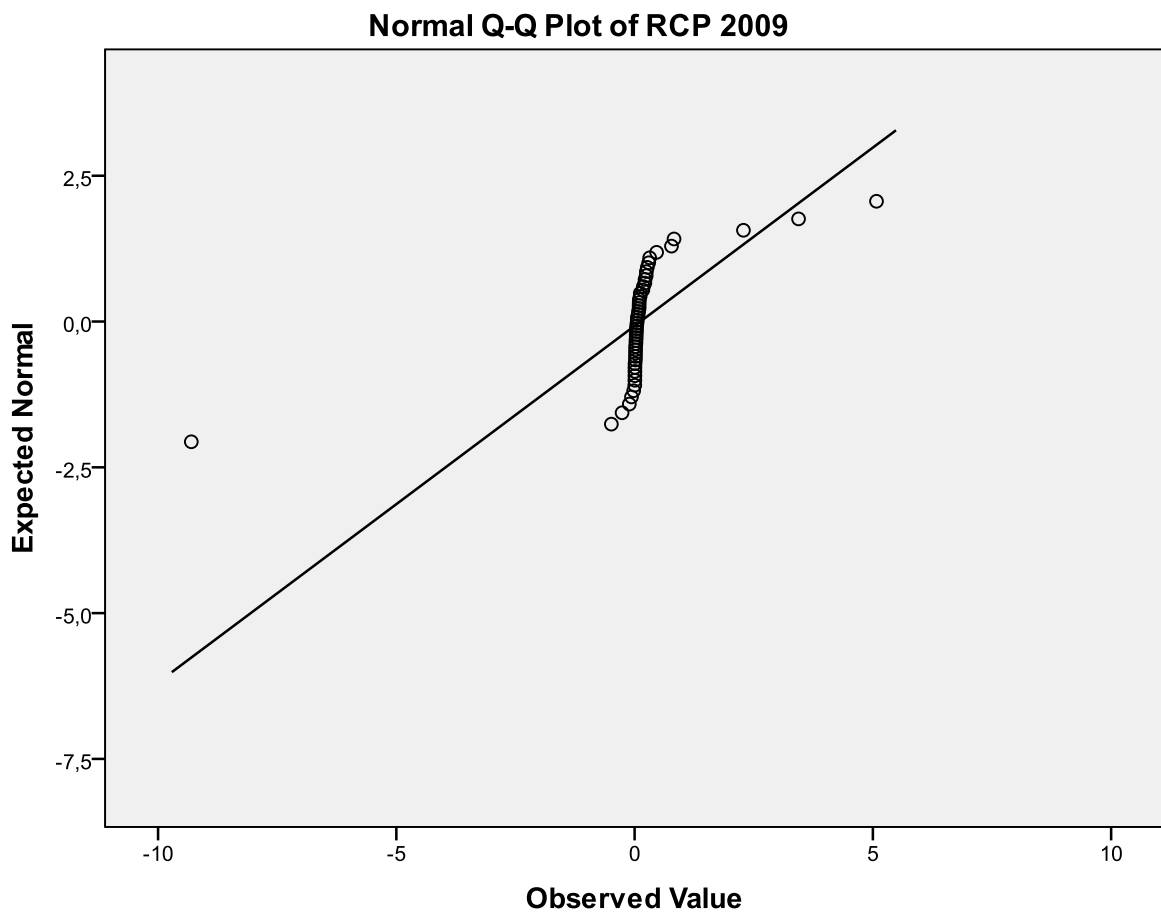


Gráfico 3: Q-Q Plot da variável Rendibilidade do Capital Próprio 2009

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
RCP 2011	,437	50	,000	,260	50	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 36: Teste de Normalidade do Rácio Rendibilidade do Capital Próprio no ano 2011

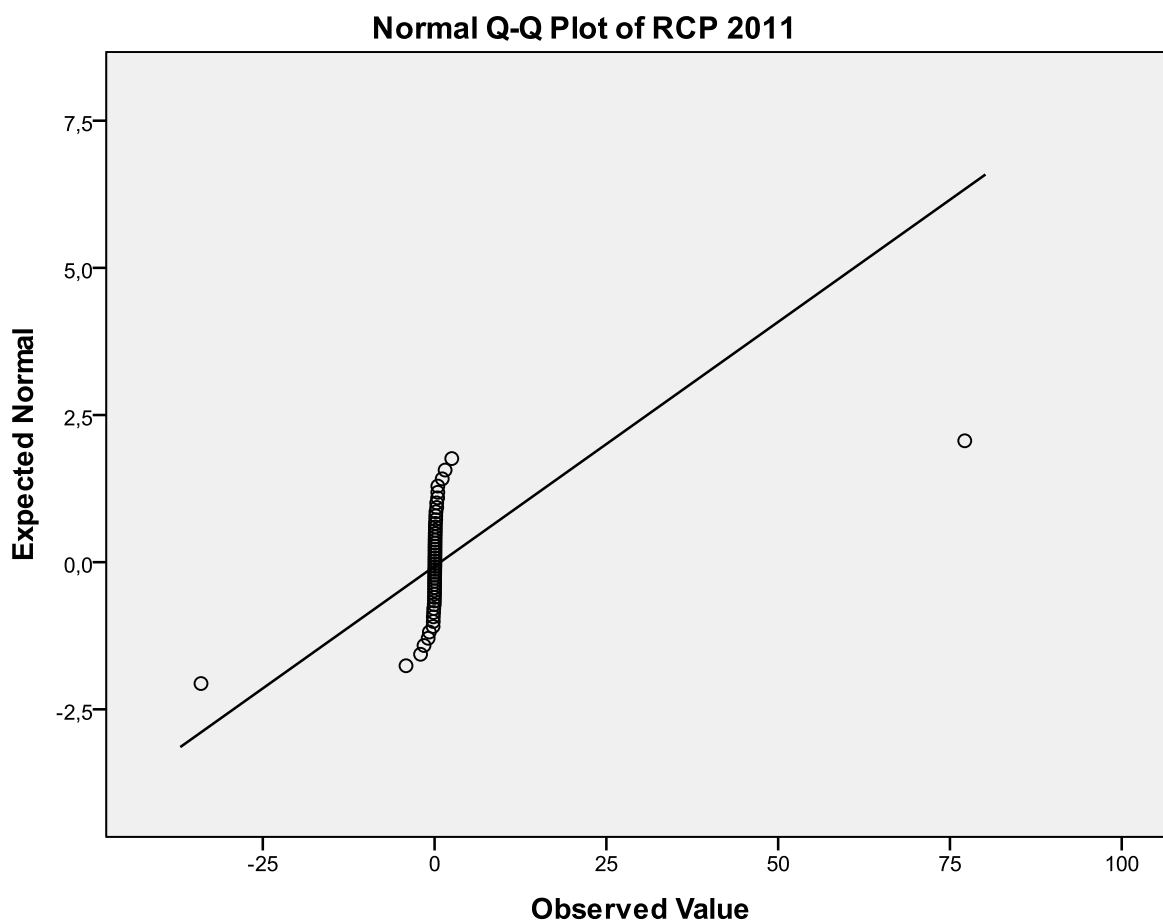


Gráfico 4: Q-Q Plot da variável Rendibilidade do Capital Próprio 2011

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
ROA 2009	,136	50	,021	,929	50	,005

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 37: Teste de Normalidade do Rácio Rendibilidade do Ativo no ano 2009

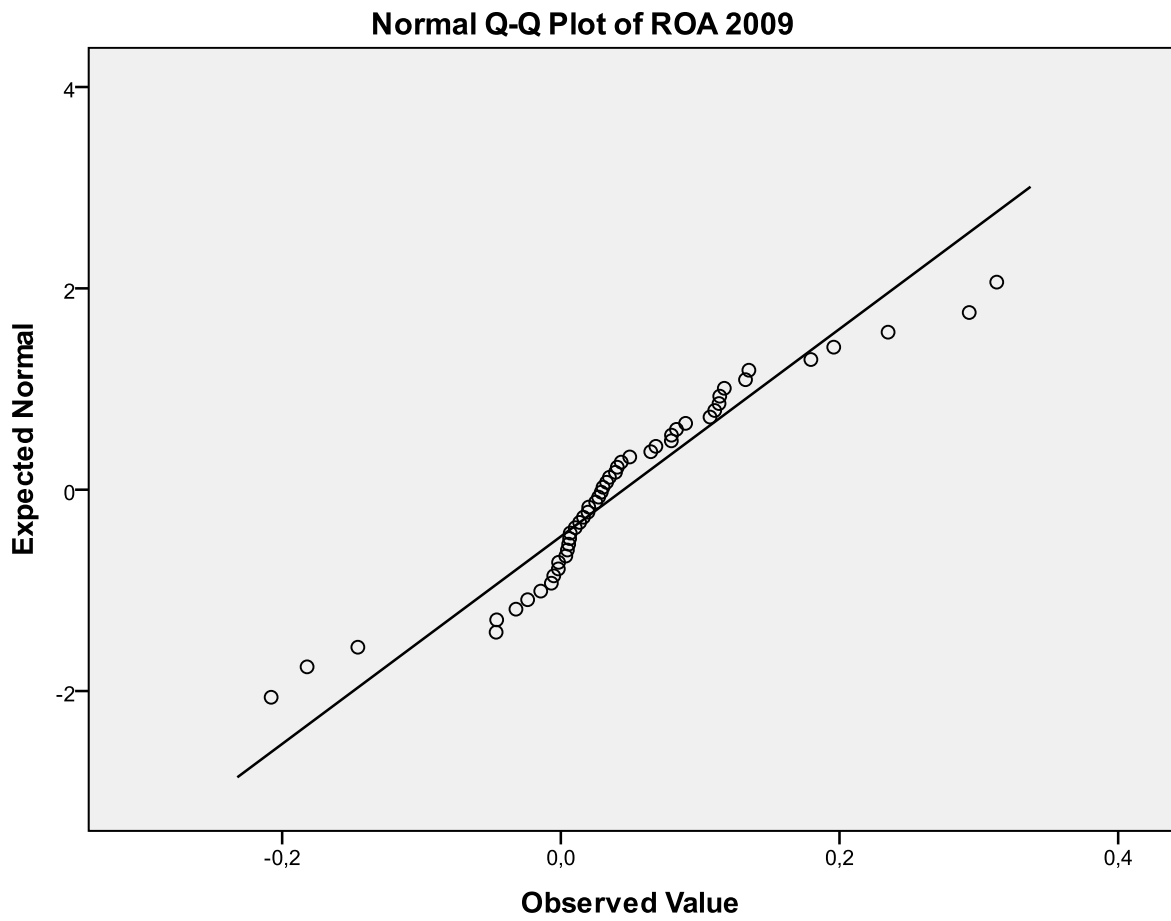


Gráfico 5: Q-Q Plot da variável Rendibilidade do Ativo 2009

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
ROA 2011	,190	50	,000	,825	50	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 38: Teste de Normalidade do Rácio Rendibilidade do Ativo no ano 2011

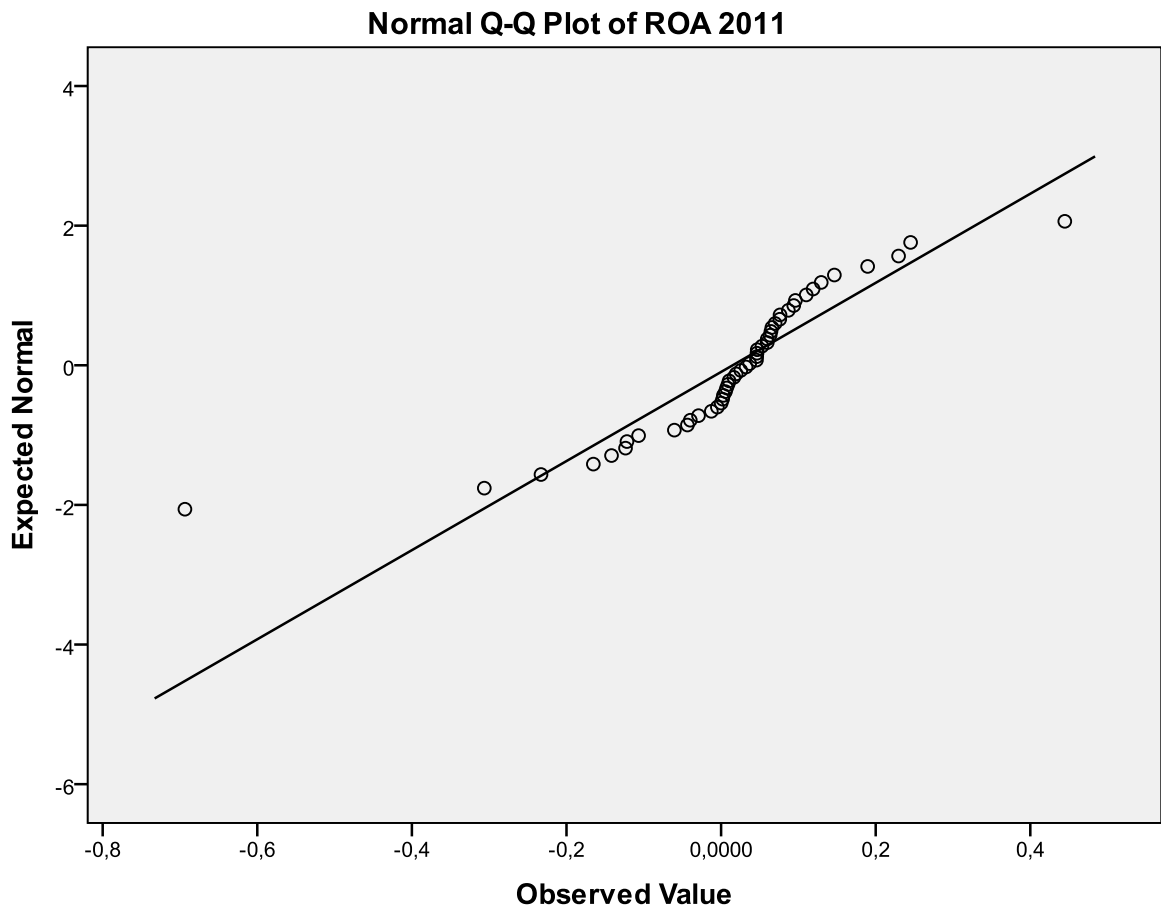


Gráfico 6: Q-Q Plot da variável Rendibilidade do Ativo 2011

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
TME 2009	,169	50	,001	,870	50	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 39: Teste de Normalidade do Rácio Taxa de Margem Económica no ano 2009

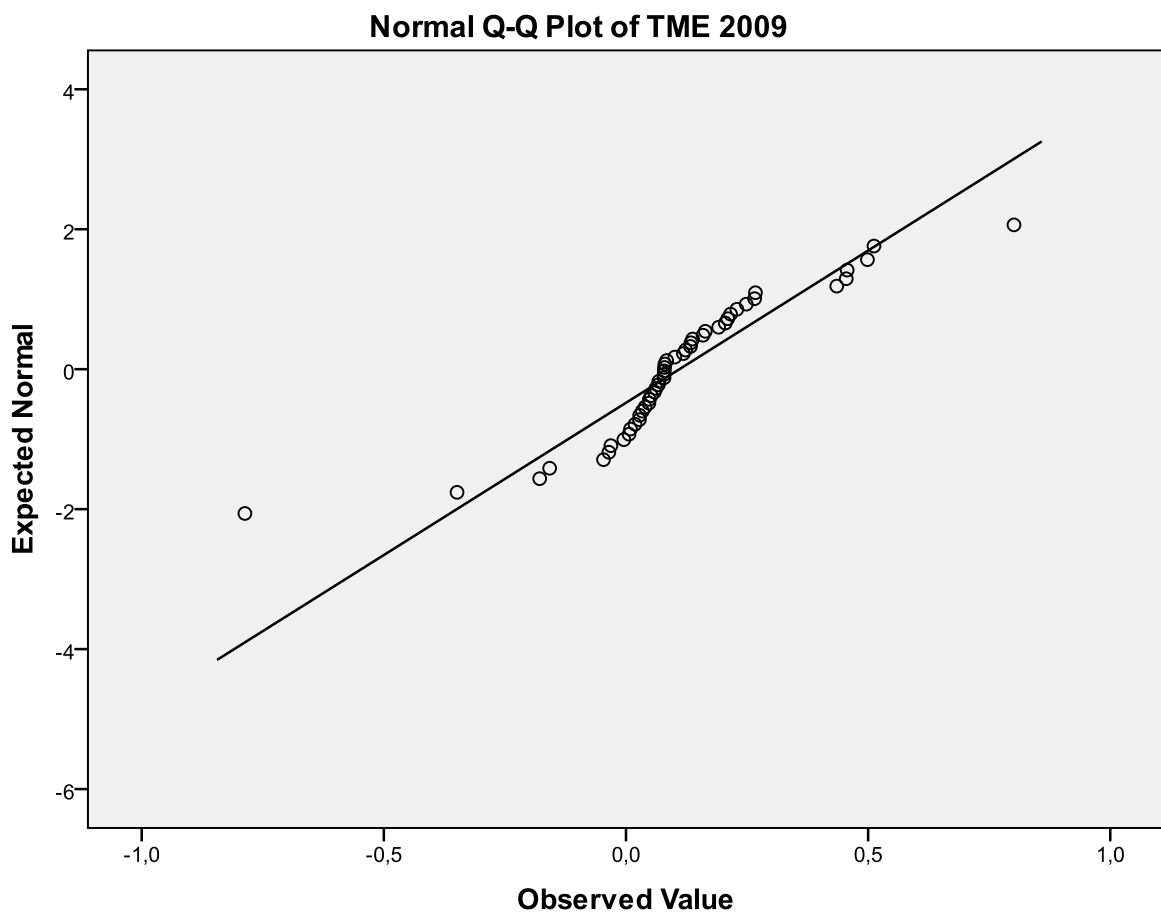


Gráfico 7: Q-Q Plot da variável Taxa de Margem Económica 2009

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
TME 2011	,525	50	,000	,132	50	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 40: Teste de Normalidade do Rácio Taxa de Margem Económica no ano 2011

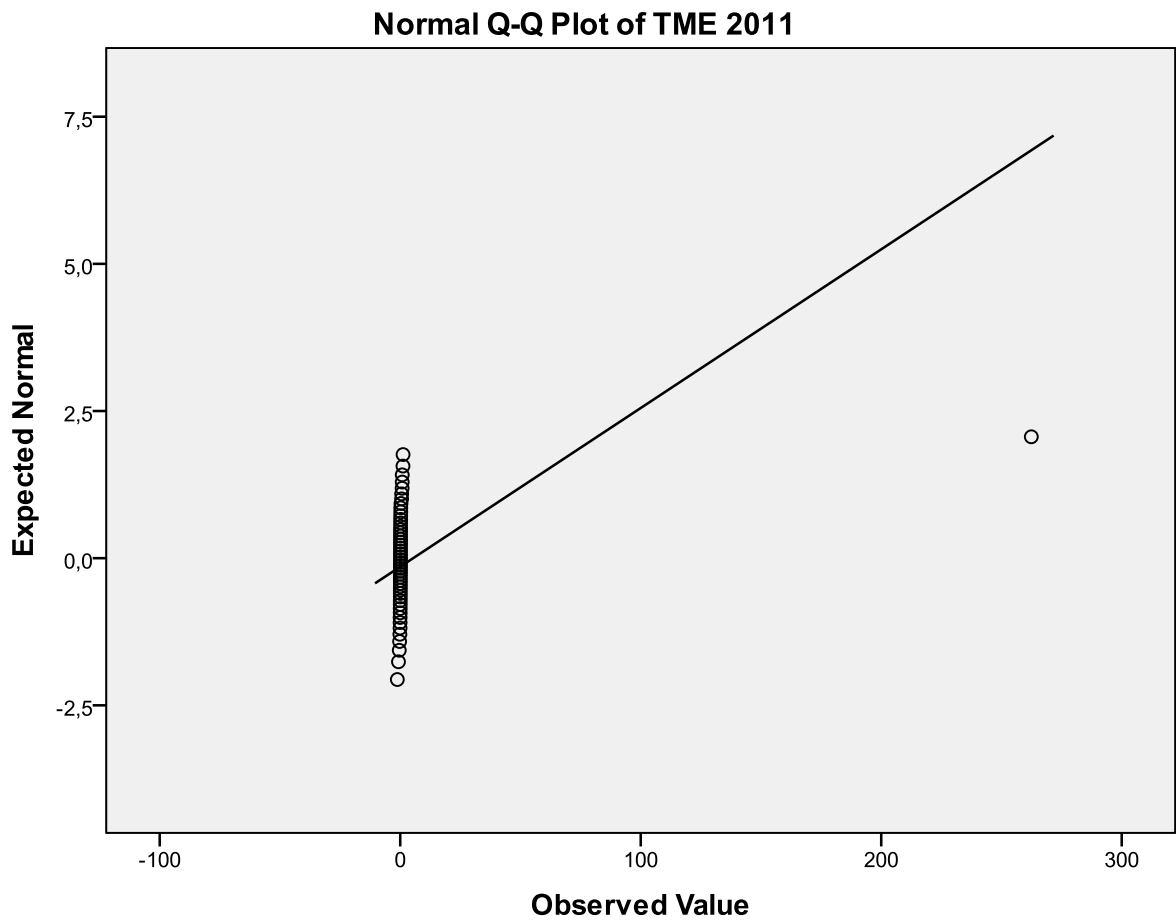


Gráfico 8: Q-Q Plot da variável Taxa de Margem Económica 2011

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
LR 2009	,495	50	,000	,138	50	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 41: Teste de Normalidade do Rácio Liquidez Reduzida no ano 2009

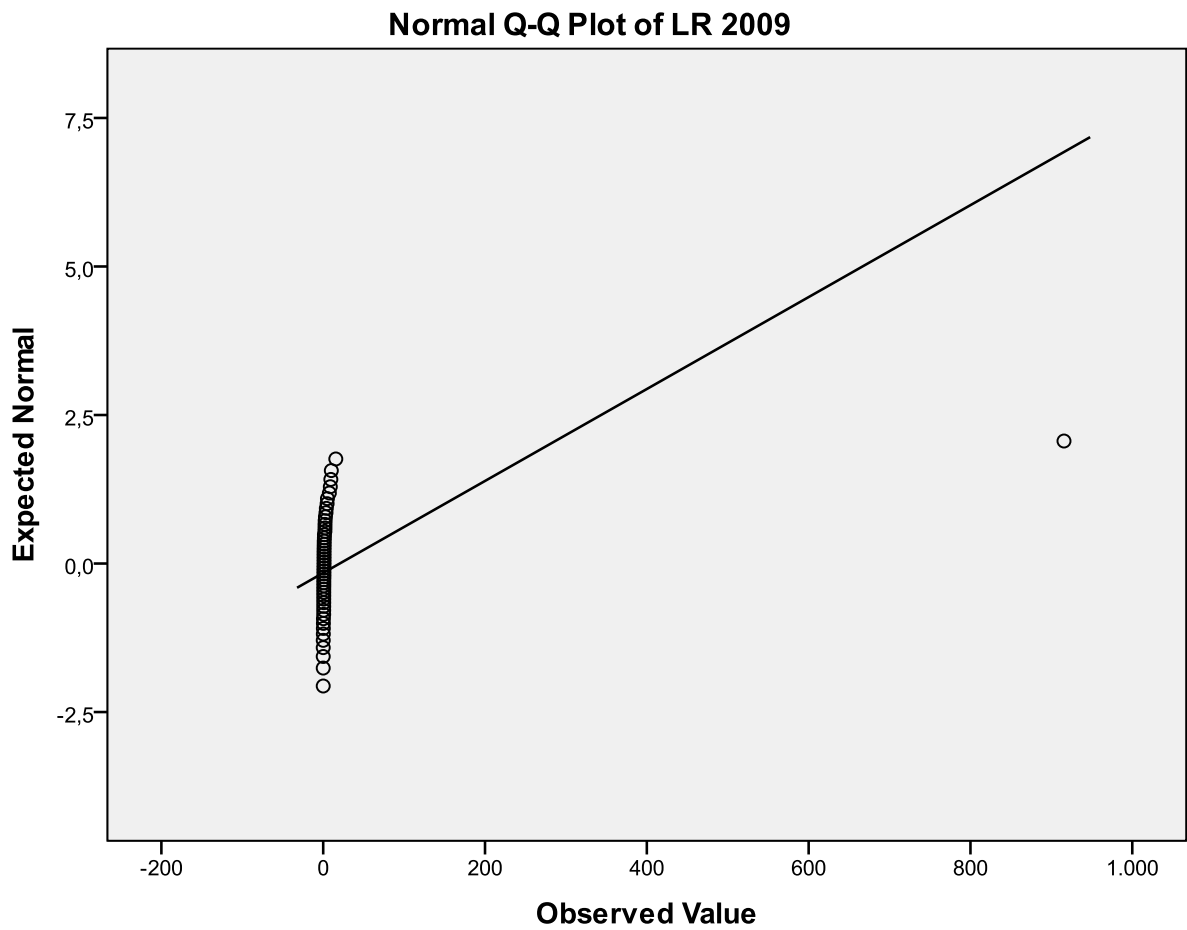


Gráfico 9: Q-Q Plot da variável Liquidez Reduzida 2009

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
LR 2011	,456	50	,000	,246	50	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 42: Teste de Normalidade do Rácio Liquidez Reduzida no ano 2011

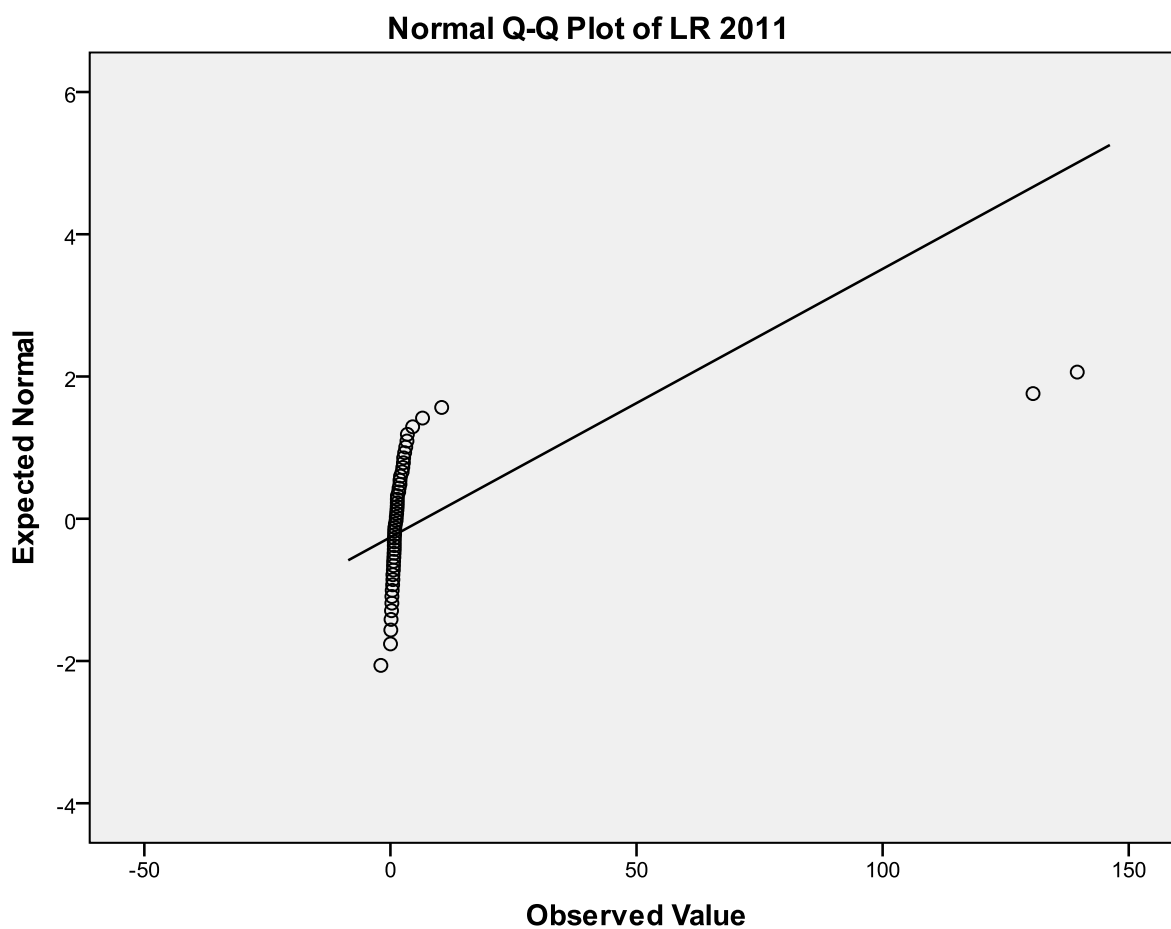


Gráfico 10: Q-Q Plot da variável Liquidez Reduzida 2011

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
PMP 2009	,193	50	,000	,859	50	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 43: Teste de Normalidade do Rácio Prazo Médio de Pagamentos no ano 2009

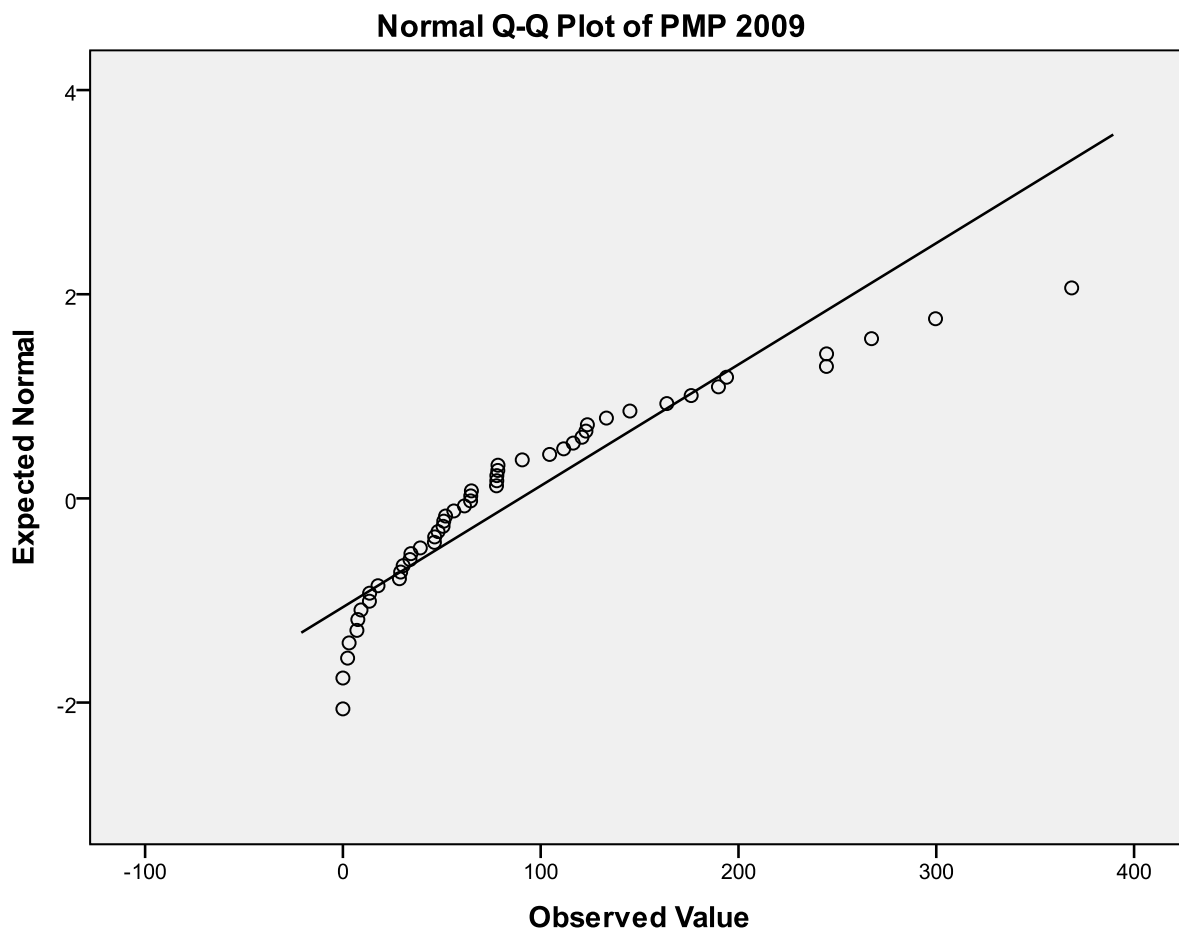


Gráfico 11: Q-Q Plot da variável Prazo Médio de Pagamentos 2009

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
PMP 2011	,222	50	,000	,743	50	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 44: Teste de Normalidade do Rácio Prazo Médio de Pagamentos no ano 2011

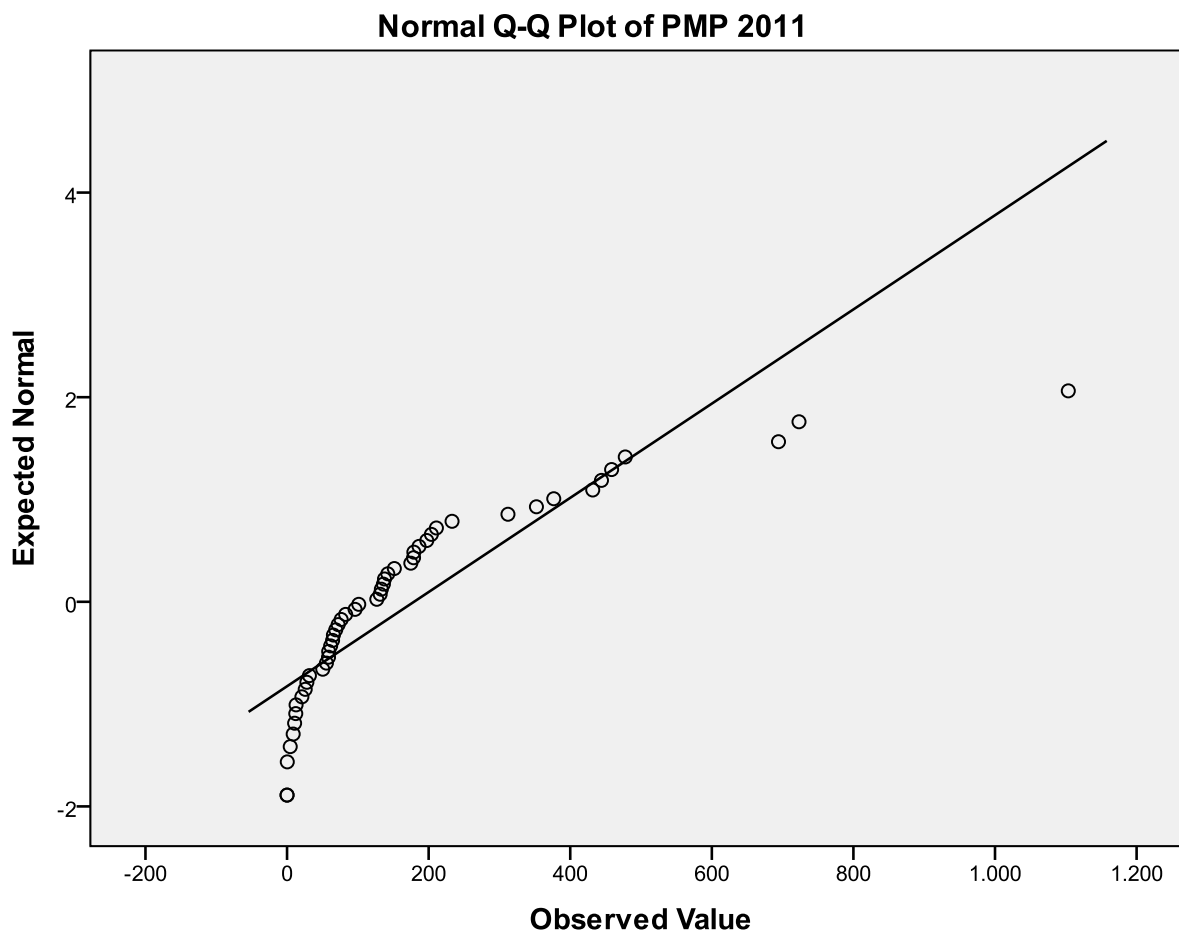


Gráfico 12: Q-Q Plot da variável Prazo Médio de Pagamentos 2011

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
PMR 2009	,170	50	,001	,856	50	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 45: Teste de Normalidade do Rácio Prazo Médio de Recebimentos no ano 2009

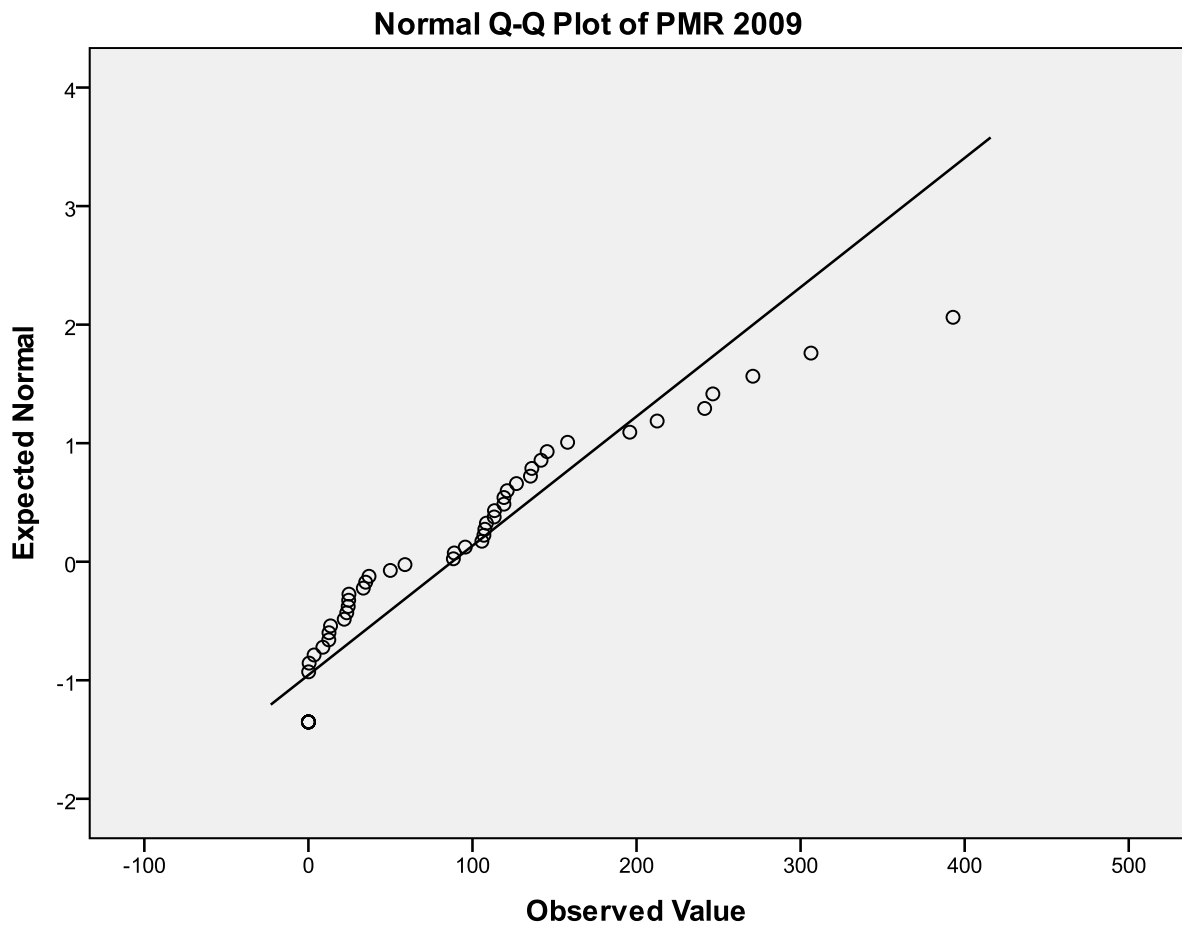


Gráfico 13: Q-Q Plot da variável Prazo Médio de Recebimentos 2009

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
PMR 2011	,256	50	,000	,691	50	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Quadro 46: Teste de Normalidade do Rácio Prazo Médio de Recebimentos no ano 2011

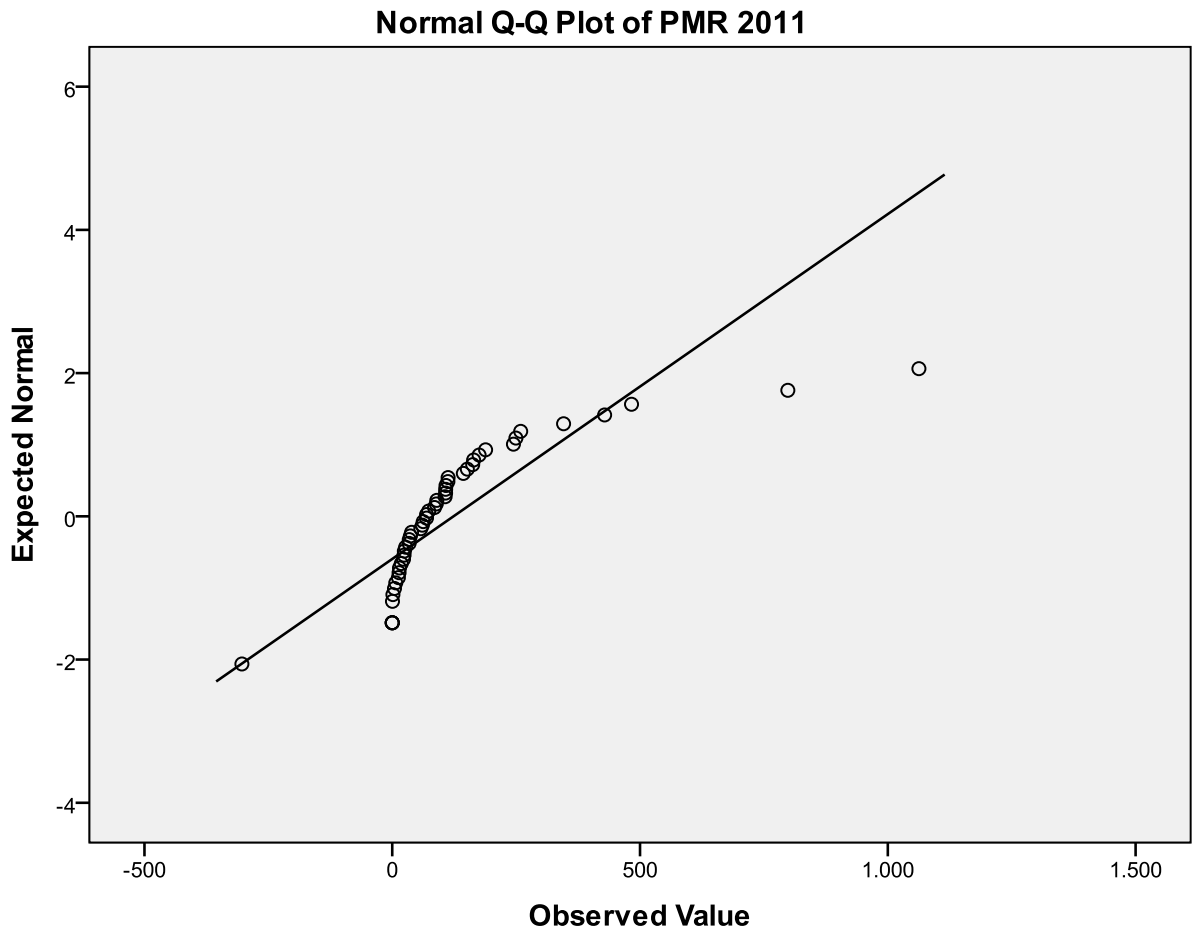


Gráfico 14: Q-Q Plot da variável Prazo Médio de Recebimentos 2011