

MESTRADO
FINANÇAS E FISCALIDADE

As F&A enquanto mecanismo de criação de valor para os acionistas: análise do setor não financeiro português

Liliana Filipa Moreira da Silva

M

2022



FACULDADE DE ECONOMIA



**AS F&A ENQUANTO MECANISMO DE CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS
ACIONISTAS: ANÁLISE DO SETOR NÃO FINANCEIRO PORTUGUÊS**

Liliana Filipa Moreira da Silva

Dissertação
Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Orientado por
Professor Doutor Samuel Cruz Alves Pereira

2022

Agradecimentos

Ao Professor Doutor Samuel Pereira pela orientação dada e disponibilidade ao longo da realização deste trabalho.

À minha família por sempre me terem apoiado incondicionalmente e por me terem ensinado o quão é importante a aposta na formação. São um pilar na minha vida e serei sempre muito grata por todos os esforços que fizeram para me proporcionarem as oportunidades que tive. Sem vocês tudo isto não seria possível.

Finalmente, ao meu namorado por sempre me transmitir força e motivação para concluir mais uma etapa na minha vida. Apesar das adversidades sentidas ao longo deste percurso, sempre foi capaz de ter a palavra certa no momento certo. O meu muito obrigado por toda a paciência demonstrada e amor incondicional.

Abstrato

As fusões e aquisições representam uma das ferramentas utilizadas pelos investidores para: alcançar vantagem competitiva; promover o crescimento rápido e estratégico; e expandir-se e diversificar-se para novos mercados e unidades de negócio. Contudo, a literatura até ao momento, não foi capaz de analisar até que ponto, estas operações promovem efetivamente a criação de valor para os acionistas.

Neste sentido, esta dissertação analisa as implicações das fusões e aquisições domésticas portuguesas, entre 2017 e 2018, ao nível das dimensões endividamento, liquidez e rentabilidade, enquanto *proxy* da criação de valor para o acionista. Adicionalmente, foi analisado até que ponto, empresas alvo e adquirente com o mesmo NACE REV. 2 principal, apresentaram resultados, após a operação, mais favoráveis do que as empresas com diferentes NACE REV. 2, em consequência da possível existência de sinergias entre as partes.

Para tal, foram retiradas da base de dados *Zephyr* todas as fusões e aquisições que aconteceram, em Portugal, durante o período em análise, e os respetivos dados contabilísticos foram recolhidos a partir da plataforma *Sabi*, de modo a analisar a sua evolução durante os dois anos que antecederam a operação, o momento em que a mesma ocorreu e os dois anos posteriores.

Os resultados demonstraram uma variação negativa do desempenho dos indicadores de endividamento e liquidez, para as empresas da amostra. Desta forma, podemos concluir que, as fusões e aquisições não só não foram capazes de criar valor para o acionista, como também levaram a um declínio dos indicadores de desempenho das empresas portuguesas, que realizaram estas operações, durante o período de 2017 e 2018.

Palavras-chave: Fusões e aquisições domésticas; Criação de valor; Endividamento; Liquidez; Rentabilidade

Abstract

Mergers and acquisitions are one of the tools used by investors to achieve competitive advantage, stimulate rapid and strategic growth, and expansion and diversification into new markets and business units. Nevertheless, the literature so far has not been able to analyse to what extent these operations effectively promote shareholders value creation.

In this sense, this dissertation analyses the implications that domestic mergers and acquisitions, which occurred in Portugal between 2017 and 2018, had on the dimensions leverage, liquidity, and profitability, as a proxy for shareholders value creation. Additionally, it was analysed to what extent target and acquirer companies with the same NACE REV. 2 exhibit better post-operation results, compared to companies with different NACE REV. 2, due to synergies between the parties.

Therefore, the list of the Portuguese mergers and acquisitions, from 2017 to 2018, was transferred from Zephyr and the corresponding accounting data was exported from Sabi platform, in order to analyse its evolution during the two years prior to the operation, the year when the merger and acquisition took place and the two years afterwards.

The results showed a negative variation in the performance in terms of leverage and liquidity indicators for the companies in the sample. Thus, we can conclude that mergers and acquisitions were not only unable to create shareholders value, but also led to a decline in the performance indicators of Portuguese companies that undertook these transactions, during the period of 2017 and 2018.

Keywords: Domestic Mergers and Acquisitions; Value Creation; Leverage; Liquidity; Profitability

Índice

Agradecimentos	i
Abstrato.....	ii
Abstract.....	iii
Índice.....	iv
Índice de tabelas.....	v
Introdução	1
1. Revisão da literatura.....	3
1.1. Enquadramento teórico.....	3
1.2. Criação de valor para os acionistas com as F&A	3
1.3. Ondas de F&A.....	5
1.4. Motivações para a realização de F&A	8
2. Dados.....	11
2.1. Problemática analisada	11
2.2. Amostra.....	11
3. Metodologia	14
3.1. Metodologia.....	14
3.2. Hipóteses	17
4. Resultados empíricos	18
4.1. Estatística descritiva	18
4.2. Resultados empíricos.....	23
Conclusão	35
Bibliografia.....	37

Índice de tabelas

Tabela 1 - Número de trabalhadores e de empresas subsidiárias detidas pelas empresas adquirentes.....	13
Tabela 2 - Estatística descritiva dos indicadores (ajustados) de Endividamento	18
Tabela 3 - Estatística descritiva dos indicadores (ajustados) de Liquidez	20
Tabela 4 - Estatística descritiva dos indicadores (ajustados) de Rentabilidade.....	22
Tabela 5- Variação dos indicadores (ajustados) de Endividamento, entre os períodos t-1 face os períodos t, t+1 e t+2.....	24
Tabela 6 - Variação dos indicadores (ajustados) de Liquidez, entre os períodos t-1 face aos períodos t, t+1 e t+2.....	26
Tabela 7 - Variação dos indicadores (ajustados) de Rentabilidade, entre os períodos t-1 face aos períodos t, t+1 e t+2.....	27
Tabela 8 - Variação dos indicadores (ajustados) de Endividamento, entre os períodos t-1 face aos períodos t, t+1 e t+2.....	30
Tabela 9 - Variação dos indicadores (ajustados) de Liquidez, entre os períodos t-1 face aos períodos t, t+1 e t+2.....	31
Tabela 10 - Variação dos indicadores (ajustados) de Rentabilidade, entre os períodos t-1 face aos períodos t, t+1 e t+2.....	33

Introdução

As fusões e aquisições têm-se tornado recentemente num fenómeno comum, sendo que, as empresas têm participado em atividades de F&A, tanto a nível doméstico como internacional. O aumento da competição a nível internacional tem influenciado as empresas a se envolverem em F&A internacionais, enquanto escolha estratégica para o crescimento, em termos de presença competitiva no mercado, alcance de maiores margens, maior quota de mercado e domínio global (Gupta, 2012).

No entanto, e apesar das vantagens indicadas anteriormente, existe literatura que defende que as F&A são um veículo para a destruição de valor para o acionista. Concretamente, investigadores verificaram que as rentabilidades positivas anormais nos primeiros dias do anúncio da F&A se extinguiram ou originaram rentabilidades negativas, aquando do fim do negócio. Adicionalmente, assistiram a uma diminuição dos preços das ações e do desempenho operacional após a F&A. Consecutivamente, as F&A não só não originaram a criação de valor no longo prazo, como também não criaram qualquer tipo de eficiência ou sinergia (Becker-Blease et al., 2008).

Tendo por base esta dicotomia associada à criação ou não de valor para o acionista com a implementação de F&A, esta dissertação, tem como objetivo analisar se as F&A domésticas que aconteceram em Portugal, entre o período de 2017 a 2018, levaram ou não à criação de valor para as empresas adquirentes. Adicionalmente, foi testado se empresas alvo e adquirente, que possuem o mesmo NACE REV. 2 principal, apresentam ou não resultados mais favoráveis, associado à noção da existência de sinergias operacionais e financeiras entre as empresas intervenientes.

Para tal, recorreu-se à utilização de indicadores de avaliação de desempenho das empresas, ao nível do endividamento, liquidez e rentabilidade, de modo a analisar os períodos pré e após a F&A, através de um estudo quantitativo. A listagem de empresas da amostra foi retirada da plataforma *Zephyr* e os dados contabilísticos das respetivas empresas foram recolhidos a partir da plataforma *Sabi*. Posteriormente, foi utilizado o teste de *Wilcoxon*, de modo a analisar a significância das variações dos indicadores de desempenho das empresas, para o ano que antecedeu a F&A *versus* o momento da respetiva operação e os dois anos posteriores.

Desta forma, a presente dissertação divide-se em cinco grandes capítulos. O primeiro capítulo refere-se à revisão da literatura já existente, ao nível da existência ou não de valor criado para o acionista com as F&A, das várias ondas de F&A que aconteceram ao longo da história, terminando com a análise das respetivas motivações para a realização deste tipo de operação. No capítulo 2 é apresentada a problemática em análise e a respetiva caracterização da amostra, incluindo a descrição do processo de seriação da amostra. No terceiro capítulo é apresentada a metodologia de análise utilizada e as respetivas hipóteses a testar. No capítulo 4 são apresentados os resultados da estatística descritiva e discutidos os resultados das hipóteses analisadas. Finalmente, são apresentadas as respetivas conclusões, limitações apresentadas e possíveis propostas de investigações futuras.

1. Revisão da literatura

1.1. Enquadramento teórico

As F&A são a chave para o crescimento acelerado e consistente das empresas, sendo estas mais significantes para o mundo corporativo devido à globalização, liberalização dos mercados e competição intensiva no ambiente negocial (Leepsa & Mishra, 2013). Assim, duas empresas decidem realizar uma F&A quando a combinação de ambas aumenta o valor (ou utilidade), segundo a perspetiva da empresa adquirente (Erel et al., 2012). Este acontecimento deve-se a vários fatores, nomeadamente: a benefícios de custo; benefícios ao nível da receita, através de economias de escala; à diversificação; e às condições económicas e outras considerações (Pamarty, 2009).

Numa fusão as empresas combinam-se e partilham os seus recursos, de modo a alcançar objetivos comuns, sendo que, os acionistas, frequentemente, se mantêm proprietários conjuntos da entidade combinada. Já uma aquisição assemelha-se mais a um negócio de concorrência perfeita, no qual uma empresa compra os ativos ou ações de outra e, consecutivamente, os acionistas da empresa adquirida cessam as suas participações. Numa fusão uma nova entidade poderá ser formada, a partir das duas empresas previamente existentes, ao passo que, numa aquisição a empresa adquirida torna-se uma subsidiária da adquirente (Sudarsanam, 2003).

1.2. Criação de valor para os acionistas com as F&A

Um dos objetivos cruciais de uma empresa é alcançar o nível de crescimento mais alto, efetivo e sustentável possível. Contudo, a maioria das empresas que pretende expandir o seu negócio tem meios limitados, devido à falta de recursos gerados internamente, ao acesso inadequado aos mercados financeiros, à escala de negócio reduzida, entre outros. Consecutivamente, e de modo a alcançar os seus objetivos, as empresas têm ao seu dispor várias opções, nomeadamente o crescimento não orgânico, que consiste no processo de crescimento dos seus ativos e de expansão das suas vendas, através sobretudo de F&A. Esta forma de crescimento é a maneira mais rápida das empresas expandirem os seus negócios, apesar de introduzir vários riscos para as empresas (Rashid & Naeem, 2017).

Até ao momento, a literatura não tem chegado a um consenso sobre até que ponto as F&A acrescentam ou não efetivamente valor para os intervenientes. Alguns estudos demonstraram que, após a ocorrência da F&A, a nova empresa combinada obteve uma rentabilidade negativa anormal estatisticamente significativa. Contudo, foram observados casos em que existiu uma rentabilidade anormal positiva nas ações da empresa alvo.

A análise às taxas de rentabilidade anormais, realizada por Malatesta (1983), evidenciou que, as ações das empresas adquirentes apresentaram uma rentabilidade anormal negativa, durante o período após F&A. Segundo o mesmo autor, durante os 4-6 meses que precederam as F&A, as empresas adquirentes apresentaram aumentos anormais significativos do valor de mercado, defendendo a hipótese de que, as F&A *per si* têm um impacto positivo na riqueza dos acionistas da empresa adquirente. Contudo, as perdas persistentes nos meses anteriores à ocorrência das F&A são cumulativamente superiores, em valor absoluto, em comparação com os posteriores ganhos.

Em conformidade com a literatura anterior, as empresas adquirentes apresentaram uma rentabilidade anormal baixa ou negativa, enquanto as empresas alvo registaram uma rentabilidade substancialmente positiva durante a data do anúncio da operação (Hackbarth & Morellec, 2008).

Contudo, há literatura que defende que as F&A foram na verdade criadoras de valor para os acionistas. Concretamente, Goergen and Renneboog (2004) descobriram que, os preços das ações das empresas licitantes reagiram positiva e significativamente com o efeito do anúncio e que, o *status* de uma oferta de F&A tem um grande impacto nos efeitos de curto prazo na riqueza dos acionistas das empresas alvo e adquirente, sobretudo quando estamos perante aquisições hostis.

Por outro lado, e segundo um estudo realizado por Asquith (1983), a reação do mercado a uma licitação de F&A não é sentida apenas no momento do anúncio, sendo que, o excesso de rentabilidade existe ao longo do período (desde a data do anúncio até à data do *output*), à medida que nova informação é divulgada. O anúncio de uma F&A aumenta a probabilidade de ocorrência da mesma e, consecutivamente, as empresas alvo apresentam, em média, uma rentabilidade positiva, excessiva e significativa. Por outro lado, os resultados sugerem que, as empresas alvo têm recursos únicos, capazes de fornecer sinergias, quando combinados entre as empresas, existindo ganhos para os acionistas envolvidos e que, os mesmos aumentam

com o aumento da probabilidade da ocorrência de F&A e vice-versa. A maioria dos ganhos com a operação são distribuídos pelos acionistas da empresa alvo, sugerindo que, as licitações do mercado são competitivas e que, as fontes das sinergias advêm da empresa alvo.

Concretamente, as F&A capazes de criar maior valor para o acionista adquirente parecem ser eventos específicos da transação, tipicamente negócios de menor dimensão, potencializados pelas sinergias que decorrem do *fit* estratégico da cadeia de fornecimento. Por outro lado, as F&A inter-indústria não são mais prováveis de envolver grandes ganhos para os acionistas da empresa adquirente *versus* possíveis grandes perdas. Contudo, os negócios com ganhos substanciais são mais prováveis de exibir uma relação de dependência de fornecimento entre as partes da transação. Esta descoberta vai de encontro com a ideia da existência de sinergias, que são especialmente importantes para a criação de valor para o acionista da empresa adquirente e que, as sinergias são mais prováveis de ocorrer quando com a F&A há vantagens na cadeia de fornecimento (Fich et al., 2018).

Por outro lado, Langetieg (1978) conclui que, as rentabilidades excessivas ocorreram ao longo do período, desde a data de anúncio até à data da conclusão da F&A, há medida que nova informação era divulgada. Num mercado de capital eficiente, o aumento da probabilidade de ocorrer uma F&A origina um ajuste no preço das empresas alvo num determinado sentido e a diminuição da probabilidade de correr uma F&A deve levar a que o preço das empresas alvo se ajuste na direção oposta. O anúncio de uma licitação de F&A aumenta a probabilidade de ocorrência da mesma, sendo que, tanto as F&A bem-sucedidas como as malsucedidas apresentam rentabilidades excessivas, em média, positivas e significativas. Existem ganhos para os acionistas associados com a licitação da F&A, sendo que, estes ganhos potencializam a probabilidade de as F&A se realizarem.

1.3. Ondas de F&A

As F&A manifestam-se sobretudo em ondas, sendo que, uma vasta literatura aponta para as variáveis macroeconómicas como sendo uma das principais fontes para a ocorrência de uma onda de F&A. Concretamente, as atividades de F&A são altamente pro-cíclicas, levando a ciclos de negócio.

Martynova and Renneboog (2008) concluíram que, as atividades de F&A são normalmente interrompidas por um declínio no mercado bolsista e por uma consequente recessão económica, ao mesmo tempo que se observa uma heterogeneidade considerável nos motivos para a ocorrência de F&A. Contudo, as F&A centram-se sobretudo nos períodos de recuperação económica, aliado à rápida expansão do crédito, que em contrapartida resulta do aumento do capital externo nos mercados, combinado com um *boom* no mercado bolsista. Uma série de atividades agregadas de F&A, com elevado volume e valor, são denominadas ondas de F&A. Houve seis grandes ondas de F&A nos EUA desde 1890. A presença de padrões repetitivos de ondas sugere que existem certas condições de mercado que desencadeiam ou facilitam as F&A. O mercado das F&A foi muitas das vezes impulsionado pelas alterações regulatórias, nomeadamente a legislação anti concorrencial, numa primeira fase, passando posteriormente para a desregulamentação dos mercados na onda de F&A dos anos 80 e, finalmente, pelos choques industrial e tecnológico.

Em 1890 surgiu a primeira grande onda de F&A devido à existência de monopólios. O propósito crucial desta onda foi o de estabilizar os preços, através da eliminação da concorrência, ao invés da promoção de economias de escala (Kim & Zheng, 2014). A primeira onda de F&A ocorreu num período de expansão económica, depois de uma década de estagnação económica. Uma característica importante desta onda de F&A foi a consolidação simultânea de produtores dentro das indústrias, levando a que fosse classificada como uma consolidação horizontal (Sudarsanam, 2003).

A segunda onda ocorreu em 1920 para os oligopólios e resultou em algumas empresas dominantes, que detinham maioritariamente o poder de mercado nas suas respetivas indústrias. Apesar de ambas as ondas serem dominadas por consolidações horizontais das empresas dentro da mesma indústria, a segunda onda estava ligada a economias de escala (Kim & Zheng, 2014). Esta onda de F&A foi de menor dimensão em termos relativos, comparativamente com a primeira, e seguiu a queda de mercado de 1903-1904 e a Primeira Guerra Mundial. Esta foi acompanhada pelo crescimento económico e por um *boom* no mercado das ações. Devido a várias razões, o impacto na estrutura de mercado das indústrias foi muito menos dramático, em comparação com o da primeira onda, sendo que, em indústrias dominadas previamente por um só interveniente, as F&A levaram à formação de duas empresas fortes. No setor da produção, a maioria das F&A resultaram em pequenos aumentos da quota de mercado, levando a que representasse um impulsionador de estruturas

de oligopólio em várias indústrias. Terminou em 1929 com a queda do mercado bolsista e com a consecutiva depressão mundial (Sudarsanam, 2003).

Nos anos 60 ocorreu a terceira onda de F&A, desencadeada pelas regras de concorrência. As regras de concorrência impediam as empresas de usarem estratégias competitivas de monopólio, resultando numa diminuição de atividades de F&A intra-indústria e num aumento das atividades conglomeradas de F&A inter-indústria. Por um propósito de crescimento, as empresas na década de 60 usaram estratégias extensivas de F&A para entrar em novos mercados, que não estavam relacionados com o seu *core business* (Kim & Zheng, 2014). Com o fim da Segunda Guerra Mundial, assistiu-se a um aumento das atividades de F&A, até meados da década de 60, momento em que atingiu um nível explosivo. Esta onda de F&A foi mais prolongada que as anteriores, terminando apenas em 1971. As F&A que ocorreram neste período foram caracterizadas pela sua reduzida dimensão e por não envolverem grandes adquirentes, consistindo sobretudo em F&A não relacionadas e que tinham como objetivo alcançar o crescimento através da diversificação em novos mercados (Sudarsanam, 2003).

A baixa performance das subdivisões das empresas conglomeradas revelaram ineficiências de gestão, ao abrigo das estruturas conglomeradas (estabelecidas sobretudo entre as décadas de 50 a 70), originando a quarta onda de F&A, em 1980. A reestruturação empresarial debruçou-se sobre o excesso de capacidade e levou as empresas a recentrarem-se no seu *core business* (Kim & Zheng, 2014). Esta onda de F&A foi constituída sobretudo por operações de aquisição e alienação, levando a que muitas empresas americanas se envolvessem simultaneamente na expansão e redução de dimensões dos seus negócios, expandindo áreas que lhes permitiam alcançar vantagens competitivas e extinguindo aquelas em que a vantagem competitiva histórica tinha sido extinta. Várias empresas americanas realizaram inúmeras aquisições e em simultâneo venderam certos componentes do seu negócio, de modo a aumentarem o foco no seu portefólio de negócio e a se restringirem ao *core business* que acreditavam apresentar vantagens competitivas. Consecutivamente, muitas empresas reverteram várias aquisições que tinham realizado na terceira onda de F&A (Sudarsanam, 2003).

As atividades de F&A entre 1993 e 2001 foram identificadas como a quinta onda de F&A. Foi notório que esta onda foi muito mais dispersa geograficamente, em comparação com as anteriores. A integração num mercado global de bens, serviços e capitais provocou F&A

além-fronteiras, de empresas com uma grande capacidade de utilização. Também nesta onda de F&A, em certo ponto, o foco foi no seu *core business*, enquanto fonte de vantagem competitiva, sendo que, as empresas realizaram F&A com o intuito de aumentarem os seus recursos e capacidades, de modo a alcançar vantagem competitiva (Kim & Zheng, 2014). Adicionalmente, na década de 90 assistiu-se à emergência de novas tecnologias, nomeadamente a Internet e as comunicações via satélite, originando novas indústrias e empresas com novas capacidades tecnológicas (Sudarsanam, 2003).

A sexta onda de F&A iniciou-se após a recessão de 2001, com o ressurgimento do crescimento económico e com a injeção de dólares no mercado, por parte da Reserva Federal dos EUA, em consequência das taxas de juro baixas, permitindo estimular a economia. As baixas taxas de juro também permitiram um crescimento dos fundos de capitais privados, ao mesmo tempo que, as aquisições alavancadas se tornaram mais baratas e o mercado bolsista estava a crescer, originando vastos montantes de capital disponível e um ambiente externo favorável para a ocorrência de F&A. As F&A multiplicaram-se, num ambiente de mercado com elevada liquidez e reduzido custo do capital. Contudo, estes determinantes originaram também distorções, especialmente ao nível dos preços das empresas alvo, levando à sobrevalorização das mesmas, em consequência da elevada especulação e do reduzido risco percebido. Este ambiente resultou na crise do *Subprime* em 2007 e na consecutiva recessão e redução do crédito, terminando também com esta onda de transações (Camaya Partners, 2019).

1.4. Motivações para a realização de F&A

Apesar das várias décadas de investigação, a literatura não conseguiu chegar a um consenso sobre quais os determinantes para a ocorrência das F&A. Contudo, as possíveis sinergias, entre as empresas alvo e adquirente, são o principal motivo apontado para justificar a ocorrência de F&A. As sinergias consistem no valor realizado a partir dos *cash flows* integrais, da combinação de dois negócios, podendo ser de dois tipos: sinergias operacionais e sinergias financeiras. As sinergias operacionais consistem em economias de escala, economias de gama, aquisições de ativos e capacidades tecnológicas complementares, podendo ser importantes determinantes para a criação de valor para o acionista. Os ganhos de eficiência advêm destes fatores e da melhoria das práticas operacionais de gestão. As economias de

escala frequentemente se referem à redução dos custos fixos médios, à medida que o volume de produção aumenta. No entanto, estas também afetam os custos variáveis, nomeadamente a redução nos preços das matérias-primas compradas, em consequência do aumento das compras em massa e dos menores custos de *setup* da produção, que resultam de execuções de produção mais longas. Por outro lado, as economias de gama referem-se à redução média dos custos totais para uma empresa que produz dois ou mais produtos, devido ao facto de ser mais barato produzir estes produtos numa única empresa. Estas podem-se referir também às poupanças efetuadas pela utilização de um conjunto específico de competências ou de um ativo, atualmente aplicado na produção de um produto específico e que, será utilizado na produção de múltiplos produtos.

As sinergias financeiras referem-se às reduções no custo do capital do adquirente, em consequência das F&A, podendo ocorrer por vários motivos, nomeadamente caso a empresa fundida tenha *cash flows* que são relativamente não correlacionados. A visão tradicional defende que, empresas que se deslocam para diferentes linhas de produtos, e cujos *cash flows* não estão correlacionados, reduzem apenas o risco específico de uma empresa, nomeadamente a obsolescência dos produtos, não conseguindo eliminar o risco associado a fatores que impactem a empresa como um todo, como a recessão, a inflação ou o aumento das taxas de juro. Investigações recentes sugerem que, F&A que resultem em empresas cujos *cash flows* individuais da unidade de negócio não estão correlacionados, podem levar de facto a uma redução do risco sistemático. Tais empresas poderão ser mais capazes de suportar perdas relacionadas com os clientes, fornecedores, trabalhadores ou o impacto das dificuldades financeiras, comparativamente com empresas com um único produto.

Por outro lado, há evidências de que a diversificação pode criar sinergias financeiras, no sentido de reduzir o custo do capital ou de permitir que uma empresa altere a sua linha de produtos principal, para uma com maiores prospeções de crescimento. Adicionalmente, adquirentes com oportunidades de crescimento limitado, frequentemente, geram *cash flows* substanciais, devido às reduzidas taxas de investimento, em comparação com as empresas alvo, permitindo que as últimas alcancem financiamento a partir dos *cash flows* em excesso.

Adicionalmente, as empresas usam as F&A para se ajustarem a alterações no seu ambiente externo, nomeadamente ao nível regulatório e das alterações tecnológicas. Indústrias que têm vindo a ser sujeitas a desregulamentações significativas ao longo dos anos (serviços financeiros, cuidados de saúde, utilidades, *media*, telecomunicações e defesa) têm estado no

centro das F&A, pois a desregulamentação elimina barreiras artificiais e estimula a competição. Empresas em indústrias altamente reguladas são incapazes de competir com sucesso, depois das desregulamentações, tornando-se alvos de concorrentes mais competitivos. Assim, a desregulamentação funciona como uma ferramenta que promove as atividades de F&A, resultando numa redução significativa de concorrentes numa dada indústria. Por outro lado, os avanços tecnológicos permitem a criação de novos produtos e indústrias, ao mesmo tempo que reforçam a reestruturação radical das indústrias existentes (DePamphilis, 2019).

Como já foi referido, as F&A são desenvolvidas devido a uma variedade de razões, sendo que, os recursos financeiros não são o único fator impulsionador das ondas de F&A. Empresas americanas e europeias, inibidas pelo crescimento lento dos mercados domésticos, adquiriram os rivais, de modo a tornarem-se maiores e assim, criarem economias de escala. Num mercado de crescimento lento, a redução dos custos para promover as margens é a principal forma de promover os lucros (Kumar, 2009).

Os motivos até agora mencionados assumem que, as F&A são escolhas racionais e que são desenvolvidas para beneficiar os acionistas da empresa adquirente. No entanto, há evidências de que, as F&A nem sempre são escolhas puramente racionais nem são realizadas com o objetivo de beneficiar os acionistas. O oportunismo dos gestores, nomeadamente os motivos ligados à “construção de impérios” podem levar os gestores a promoverem F&A subótimas. Adicionalmente, e de acordo com a perspetiva da teoria de aprendizagem, a experiência recente das empresas ao nível das aquisições e a aprendizagem transmitida por outras empresas, pode motivar aquisições futuras, à medida que os adquirentes tentam explorar as suas aprendizagens (Junni, 2019).

2. Dados

2.1. Problemática analisada

Até ao momento, a literatura não foi capaz de chegar a um consenso sobre até que ponto as F&A são ou não capazes de criar valor para os acionistas. Concretamente, por um lado, existem autores que defendem que as F&A originam melhorias no desempenho das empresas. Por outro lado, existem autores que encontraram evidências da existência de rentabilidades negativas, aquando da data do anúncio e da ocorrência das F&A. Adicionalmente, e apesar da temática das F&A ter vindo a receber elevada atenção da literatura até ao momento, existe uma falha na análise dos efeitos na criação de riqueza com as F&A que ocorreram na Europa (Lowinski et al., 2003). Desta forma, é fundamental analisarmos o comportamento das F&A domésticas, em Portugal, concretamente no setor não financeiro, ao nível do desempenho financeiro das empresas, pré e após as operações, de modo a perceber até que ponto foram ou não criadoras de valor para os acionistas.

Adicionalmente, vários dos impulsionadores e promotores de F&A, durante o período em análise, continuaram presentes no mercado de transações. Concretamente, o crescimento positivo global, a melhoria dos *cash flows*, o fortalecimento das demonstrações financeiras, o baixo custo da dívida, o apoio dos investidores e a confiança dos CEOs, criaram um *boost* nas atividades de F&A. As empresas, nos vários setores, utilizaram as F&A enquanto instrumento de promoção do crescimento e de acesso a novos mercados. O ano de 2017 terminou com o mercado de capitais americano a atingir um nível recorde nos preços e nas avaliações (Cristerna, 2018). A aprovação da reforma fiscal americana levou a ganhos adicionais nos vários setores e estabeleceu uma dinâmica de um mercado ativo para 2018, levando à existência de *cash flows* incrementais e ao acesso a fundos estrangeiros. A inovação, a perturbação e a necessidade de crescimento também contribuíram para as atividades de F&A, promovendo alterações ao longo das indústrias, geografias e organizações (Cristerna, 2019).

2.2. Amostra

Tendo em conta que o presente estudo pretende analisar o impacto das F&A no desempenho das empresas em Portugal, foi retirada da base de dados *Zephyr* uma amostra de F&A,

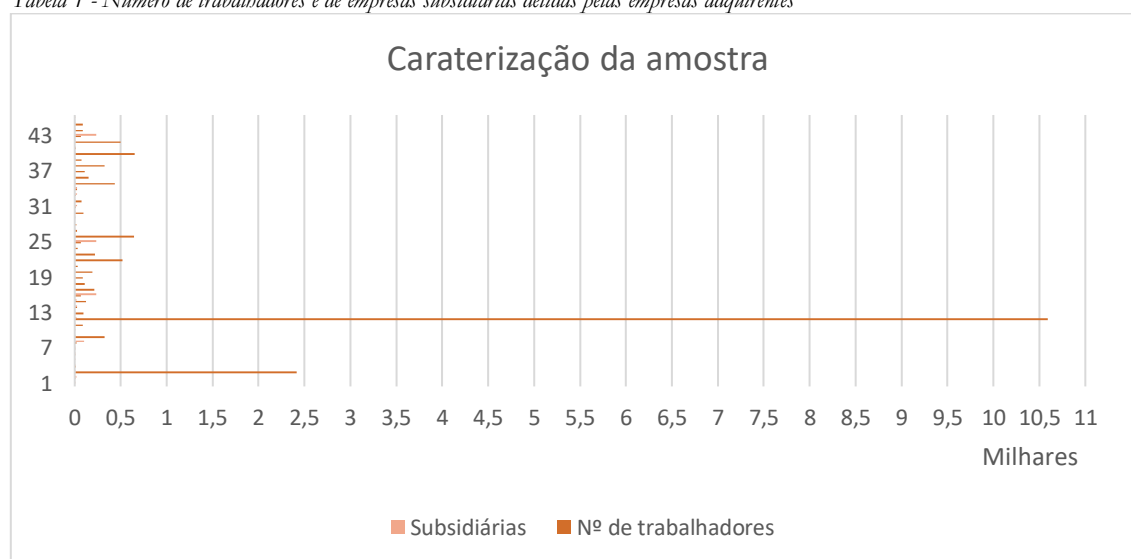
compreendida entre 01 de janeiro de 2017 a 31 de dezembro de 2018. A escolha deste período deve-se ao facto de, durante este intervalo, o mercado das F&A ter permanecido robusto, com um volume de transações anunciadas a alcançarem os USD 3,6 mil milhões e os USD 4,1 mil milhões, respetivamente (Cristerna, 2019). Para tal, serão analisados indicadores contabilísticos ao nível do endividamento, liquidez e rentabilidade, referentes aos dois anos anteriores, aos dois anos posteriores à ocorrência da F&A e o respetivo ano concreto em que a operação foi completada. Assim, será possível analisar em mais pormenor o impacto das F&A *per si* no desempenho das empresas em análise. Para obter estas informações contabilísticas e completar a análise em questão, foi utilizada a plataforma *Sabi*, de modo a obter os dados sobre as demonstrações financeiras individuais das empresas portuguesas envolvidas.

Foram consideradas apenas empresas alvo e adquirente portuguesas, que completaram uma operação de F&A durante o período em análise. As empresas que pertenciam ao NACE REV. 2 principal 64 - Atividades de serviços financeiros, exceto seguros e fundos de pensão, 65 - Seguros, resseguros e fundos de pensão, exceto segurança social obrigatória, 66 - Atividades auxiliares de serviços financeiros e atividades de seguro, 84 - Administração pública e defesa, segurança social obrigatória e 85 - Educação, foram excluídas da amostra por constituírem áreas com características particulares. Desta forma, obteve-se uma amostra inicial composta por 130 empresas. É importante notar que, a amostra inicial não contém nenhuma fusão realizada durante o período em análise, levando à impossibilidade de analisarmos o impacto efetivo que este tipo de operação teve no desempenho financeiro das empresas. Seguidamente, foram retiradas todas as operações que consistiram apenas aumentos de capital e que não corresponderam a uma propriedade mínima de detenção de pelo menos 50%, de modo a garantir que a empresa adquirente é capaz de tomar as suas decisões de investimento relativamente à empresa alvo, bem como empresas em que o código do país da empresa alvo e/ou adquirente não correspondia a empresas portuguesas. Finalmente, foram retirados da amostra as empresas que não apresentavam dados contabilísticos para um ou mais dos anos em análise, bem como as empresas que foram criadas ou que sofreram dissolução durante o período em estudo. Desta forma, é possível alcançar resultados mais completos e rigorosos sobre a temática em análise. Consecutivamente, a amostra final é constituída por 46 F&A domésticas, que ocorreram em Portugal, durante o período de 2017 a 2018. A mesma é composta por 29 empresas que completaram a operação em 2017 e 17 empresas que completaram a F&A apenas em 2018.

A caracterização da amostra final, nomeadamente o número de trabalhadores e número de empresas subsidiárias que cada uma das empresas adquirentes da amostra possuía, está representada na tabela 1.

É visível que a maioria das empresas tem menos de 500 trabalhadores e que o número de empresas subsidiárias é em média ainda mais reduzido. Entre outros fatores, os resultados advêm do facto de estarmos perante um conjunto de empresas cujo objeto social é a gestão de participações em outras empresas do grupo, daí a reduzida necessidade de possuir um elevado número de trabalhadores.

Tabela 1 - Número de trabalhadores e de empresas subsidiárias detidas pelas empresas adquirentes



Fonte: Adaptado da plataforma Sabi

Em seguida, foi analisada a distribuição das empresas adquirentes pelos respetivos códigos NACE REV. 2 principal. É notória uma grande concentração de empresas adquirentes que possuem um NACE REV. 2 principal 70 – Atividades de consultoria de gestão e atividades relacionadas com a sede social, seguido do NACE REV. 2 35 – Fornecimento de eletricidade, gás, vapor e ar condicionado e NACE REV. 2 55 – Alojamento. Ao nível das empresas alvo, estas inseriam-se sobretudo no NACE REV. 2 principal 35 – Fornecimento de eletricidade, gás, vapor e ar condicionado e NACE REV. 2 86 – Atividades ligadas à saúde. A distribuição das empresas adquirentes e alvo pelos diversos códigos NACE REV. 2 origina que, 14 combinações de empresas possuam o mesmo código, pertencendo, consecutivamente, à mesma indústria e que, os restantes 32 pares de empresas alvo e adquirente pertençam a indústrias diferentes.

3. Metodologia

3.1. Metodologia

A escolha das medidas de desempenho de uma empresa tem sido um problema para a literatura. Schoenberg (2006) defende que, investigações futuras devem considerar a aplicação de múltiplas medidas de desempenho de F&A, pois estas impactam os acionistas em diferentes formas.

Segundo Pervan et al. (2015), nos estudos contabilísticos, a estimação das rentabilidades a partir das demonstrações financeiras reportadas, fornece uma medida indireta credível da criação de valor económico.

Rashid and Naeem (2017) avaliaram o desempenho financeiro, ao nível da liquidez, solvabilidade e posição face ao risco das empresas não financeiras, que se envolveram numa F&A, no Paquistão. Concretamente, foi analisado o impacto das F&A na lucratividade, alavancagem e posição de liquidez das empresas.

Por outro lado, a literatura, frequentemente, enfatiza a desejabilidade de ajustar os rácios financeiros de uma empresa para alvos pré determinados, aquando da análise das demonstrações financeiras (Lev, 1969). É amplamente reconhecido que, o desempenho das F&A pode ser influenciado por fatores da indústria ou da economia em geral. Consecutivamente, Ghosh (2001) utilizou o desempenho ajustado à indústria, ao nível das empresas alvo e licitante, enquanto *benchmark* principal para avaliar o desempenho após F&A. O desempenho ajustado à indústria é alcançado a partir da subtração da mediana da indústria pelo valor da empresa da amostra. Concretamente, os rácios previamente calculados serão subtraídos pela mediana das principais empresas inseridas na respetiva indústria em que as empresas da amostra se inserem, de modo a alcançarmos os respetivos rácios ajustados. Para tal, os dados serão retirados da plataforma *Sabi*, usando o NACE REV. 2 principal para estabelecer a respetiva correspondência entre indústrias.

De modo a analisar o impacto das F&A no desempenho das empresas adquirentes, foram utilizados três rácios para cada uma das dimensões em análise (endividamento, liquidez e rentabilidade).

Ao nível do endividamento, serão utilizados os seguintes rácios para analisar o impacto das F&A no desempenho das empresas da amostra:

- Rácio de autonomia financeira: permite analisar a percentagem de capitais próprios que foram responsáveis pelo financiamento dos ativos de uma empresa. Um aumento no rácio pressupõe um fortalecimento da capitalização de uma empresa, ou seja, um reforço dos recursos que estão disponíveis para o financiamento da atividade de uma empresa. Um rácio de autonomia financeira superior sugere maior solidez financeira e, por sua vez, menor dependência de recursos externos (Banco de Portugal, sem data).
- Rácio de solvabilidade: permite avaliar a capacidade de uma empresa satisfazer as suas obrigações de longo prazo. Este rácio permite examinar a “saúde” financeira de uma empresa, sendo preferível um rácio de solvabilidade superior pois, corresponde a uma maior capacidade financeira. Por outro lado, um rácio reduzido expõe a empresa a possíveis problemas financeiros futuros (WallStreetMojo, 2019).
- Rácio de endividamento: é um rácio de alavancagem, que indica a percentagem de ativos que foram financiados por dívida. Quanto maior o indicador, maior é o grau de alavancagem e de risco financeiro. O rácio permite analisar se uma empresa é solvente, ou seja, se é capaz de cumprir as suas obrigações futuras e correntes e gerar rentabilidade a partir dos seus investimentos (Corporate Finance Institute, sem data-a).

Ao nível da liquidez foram utilizados os seguintes rácios:

- Rácio de liquidez geral: é utilizado para determinar a capacidade de uma empresa pagar as suas obrigações de curto prazo. Este rácio tende a ser útil como *proxy* da eficiência de uma empresa ao nível da gestão do fundo de maneo. Em geral, um rácio de liquidez geral entre os 1,5% e os 3% é considerado saudável, ou seja, a empresa tem ativos correntes suficientes para pagar as suas obrigações de curto prazo (Wall Street Prep, sem data-a).
- Rácio de liquidez imediata: no caso de o rácio ser superior ou igual a 1%, a empresa é mais provável de ser “saudável”, não apresentando risco de incumprimento, tendo em conta que, a empresa tem numerário suficiente para cobrir as responsabilidades de curto prazo. Um rácio reduzido pode significar que a empresa pode ter a seu cargo um peso de dívida demasiado elevado, originando um risco mais elevado de incumprimento (Wall Street Prep, sem data-b)

- Fundo de maneiio: indica os ativos líquidos de curto prazo que estão disponíveis, após uma empresa liquidar as suas obrigações de curto prazo. Quando uma empresa tem excesso de ativos correntes, esta quantidade pode ser usada nas suas operações diárias. Uma deficiência no fundo de maneiio pode levar a que a empresa necessite de fundos adicionais das instituições bancárias e indicar que, os ativos não estão a ser usados efetivamente, levando a que, a empresa possa enfrentar uma crise de liquidez (Corporate Finance Institute, sem data-b).

Finalmente, ao nível da rentabilidade foram usados os seguintes indicadores:

- Rácio de rentabilidade do capital próprio: identifica o quão boa uma empresa é em gerar rentabilidade, a partir do investimento que recebeu dos seus acionistas. Este rácio é especialmente importante para a perspetiva do investidor, na medida em que, pode ser utilizado para avaliar até que ponto uma empresa é capaz de usar eficientemente os seus investimentos para gerar receitas adicionais. Geralmente, os investidores preferem empresas com rácios elevados (The Economic Times, sem data).
- Rácio de rentabilidade económica: consiste no rácio entre o EBIT, que compreende o montante de rendimentos financeiros e operacionais que a empresa obteve durante um ano fiscal, e o total de ativos que uma empresa possui, permitindo assim analisar o montante de rentabilidade que uma dada empresa produz durante o investimento total realizado pela mesma. Um aumento do rácio indica um melhor uso dos ativos para gerar rentabilidade para a empresa (WallStreetMojo, 2016).
- Rácio de rentabilidade do investimento: é um rácio financeiro usado para calcular o benefício que um investidor receberá, comparativamente com o custo do seu investimento. Quanto maior o rácio, maior é o benefício arrecadado (Corporate Finance Institute, sem data-c). Este rácio compara o montante pago num investimento e o montante recebido, de modo a avaliar a sua eficiência (Birken, 2021).

Visto que o objetivo deste estudo é a análise do impacto das F&A no desempenho das empresas, é fundamental analisar a situação antes e após a operação em questão. Desta forma, foram usadas as variações dos rácios de endividamento, liquidez e rentabilidade, referentes ao ano que antecedeu a F&A, comparativamente com o momento da operação e os dois anos depois de a F&A ser concluída, de modo a ser possível realizar uma comparação entre os mesmos.

As análises das variações dos rácios serão medidas através da seguinte fórmula:

$$(Y_i^t - Y_i^{t-1})/Y_i^{t-1}$$

Em que Y_i representa o rácio que se pretende analisar da empresa i , t o ano em análise e $t-1$, o ano imediatamente antes da F&A em questão ter sido concluída.

Finalmente, foi utilizado o Teste de *Wilcoxon* para analisar até que ponto, os resultados obtidos antes e após a realização da F&A são estatisticamente significativos e se, as empresas que adquiram alvos que apresentavam o mesmo NACE REV. 2 principal obtiveram resultados melhores e estatisticamente significativos após a operação. O teste de *Wilcoxon* consiste num teste não paramétrico, podendo ser usado quando as diferenças entre os pares de dados não seguem uma distribuição normal.

3.2. Hipóteses

Tal como já foi abordado previamente, a literatura tem apresentado dificuldades na capacidade de comprovar que as F&A efetivamente criam valor para o acionista. Concretamente, há estudos que evidenciam que as empresas combinadas apresentam rentabilidades negativas após a F&A, devendo-se tal acontecimento a vários fatores, dentro dos quais a “maldição do vencedor”, onde o adquirente paga um preço sobrevalorizado pelo alvo (Dong & Wang, 2014). Por outro lado, e aliado às motivações e fatores que levam os investidores a decidirem implementar F&A, está o argumento das sinergias criadas entre empresas alvo e adquirente e que levam à redução de custos e, consecutivamente, a melhores resultados económicos, incluindo rentabilidades anormais positivas para a empresa adquirente. Neste contexto, foram definidas as seguintes hipóteses em análise:

Hipótese 1: As F&A realizadas em Portugal afetaram negativamente o desempenho da empresa adquirente.

Hipótese 2: As empresas que realizaram operações de F&A com empresas alvo pertencentes ao mesmo NACE REV. 2 principal apresentaram melhores resultados, após a F&A, comparativamente com as restantes.

4. Resultados empíricos

4.1. Estatística descritiva

Em seguida, serão apresentados os rácios relativos às três dimensões em análise: endividamento; liquidez; e rentabilidade. Adicionalmente, serão apresentados os respetivos rácios ajustados à indústria, que se encontram entre parênteses.

A análise da estatística descritiva dos indicadores relativos ao endividamento demonstra uma diminuição da mediana do indicador de autonomia financeira ao longo do tempo, à exceção do ano t-1. Tal significa que as empresas diminuíram a sua proporção de ativos que foram financiados por capitais próprios. Ao nível do indicador ajustado, os valores apresentam-se negativos em todo o período em análise, atingindo um máximo no período t. Ao nível do rácio de solvabilidade e respetivo rácio ajustado, estes acompanharam a tendência evolutiva do rácio de autonomia financeira e rácio ajustado, originando uma diminuição da capacidade de as empresas cumprirem as suas obrigações de longo prazo. Finalmente, ao nível do rácio de endividamento e rácio de endividamento ajustado, percebemos que a mediana é intensificada ao longo dos anos, em comparação com o período imediatamente antes da operação, atingindo o seu máximo no ano t, pressupondo uma maior alavancagem por parte das empresas e um aumento do risco financeiro.

Tabela 2 - Estatística descritiva dos indicadores (ajustados) de Endividamento

Autonomia Financeira (%)	T-2	T-1	T	T+1	T+2
Média	46,41%	44%	37%	33%	34%
	(-28,19%)	(-31,24%)	(-40,81%)	(-43,94%)	(-44,24%)
Mediana	40,96%	45%	33%	31%	30%
	(-33,79%)	(-31,88%)	(-50,48%)	(-45,40%)	(-47,09%)
Máximo	99,88%	94%	92%	80%	83%
	(27%)	(18,67%)	(16,69%)	(3,94%)	(5,70%)
Mínimo	-3,08%	0%	-6%	-8%	-9%
	(-86,25%)	(-74,10%)	(-88,72%)	(-90,26%)	(-92,87%)

Solvabilidade (%)	T-2	T-1	T	T+1	T+2
Média	3714,61%	166%	67%	70%	78%
	(4685,67%)	(-120,23%)	(-834,75%)	(-238,23)	(-916,25%)
Mediana	53,14%	65%	36%	38%	34%
	(-220,41%)	(-212,86%)	(-242,10%)	(-248,99%)	(-266,81%)
Máximo	81661,02%	1544%	399%	410%	476%
	(81424,99%)	(1278,65%)	(88,15%)	(128,04%)	(178,32%)
Mínimo	-1079,01%	0%	-6%	-7%	-9%
	(-24020,69%)	(-422,09%)	(-27978,08%)	(-435,45%)	(-31154,72%)

Endividamento (%)	T-2	T-1	T	T+1	T+2
Média	129,04%	120%	150%	145%	136%
	(100,60%)	(96,99%)	(128,16%)	(122,08%)	(114,57%)
Mediana	66,43%	66%	82%	81%	76%
	(43,58%)	(41,26%)	(60,14%)	(57,87%)	(53,32%)
Máximo	1665,02%	1478%	1812%	1735%	1627%
	(1640,27%)	(1453,54%)	(1788,64%)	(1712,54%)	(1605,08%)
Mínimo	-8,49%	6%	18%	20%	17%
	(-71,90%)	(-18,67%)	(-2,98%)	(-3,94%)	(-5,70%)

Fonte: Adaptado da plataforma SABI

Relativamente à liquidez geral, assistimos a um comportamento ligeiramente constante ao longo do período em análise, existindo a uma ligeira diminuição no momento em que ocorre a F&A e no momento imediatamente após a ocorrência da mesma. O facto de a mediana deste rácio ser superior ou próximo de 100% permite concluir que as empresas, em média, são capazes de fazer face às suas obrigações de curto prazo, a partir dos seus ativos correntes. Quando retiramos o efeito da indústria, obtemos resultados semelhantes, ou seja, as empresas da amostra continuam a apresentar uma situação financeira favorável ao nível da

capacidade de pagar os seus passivos correntes. O rácio de liquidez imediata e respetivo rácio ajustado, situa-se perto dos 10% e 5%, respetivamente. Os resultados superiores a 1%, destacam a capacidade de as empresas conseguirem cumprir as suas obrigações com a dívida, criando, consecutivamente, um menor risco de incumprimento. Ao nível do fundo de maneo, a mediada não segue nenhum padrão específico, levando à conclusão de que, em t-2, t e t+1, as empresas na sua maioria podem não estar a usar eficientemente os seus ativos e, consecutivamente, poderão enfrentar uma crise de liquidez, visto que, os valores da mediada deste indicador se apresentam negativos. Também o indicador ajustado segue um padrão idêntico de comportamento ao longo de toda a análise, apresentando-se positivo apenas em t-1 e t+2.

Tabela 3 - Estatística descritiva dos indicadores (ajustados) de Liquidez

Liquidez geral (%)	T-2	T-1	T	T+1	T+2
Média	3858%	222%	693%	738%	137%
	(3851%)	(206%)	(686%)	(731%)	(130%)
Mediana	121%	126%	96%	89%	106%
	(116%)	(177%)	(89%)	(79%)	(100%)
Máximo	81763%	1356%	123404%	10733%	550%
	(81724%)	(1351%)	(12298%)	(10727%)	(545%)
Mínimo	0%	0%	1%	4%	2%
	(-8%)	(-6%)	(-5%)	(-9%)	(-4%)

Liquidez imediata (%)	T-2	T-1	T	T+1	T+2
Média	107%	78%	33%	29%	21%
	(106%)	(73%)	(31%)	(27%)	(19%)
Mediana	10%	8%	6%	8%	9%
	(6%)	(5%)	(4%)	(7%)	(7%)
Máximo	2897%	1164%	319%	264%	126%
	(2896%)	(1163%)	(318%)	(263%)	(107%)

Mínimo	0%	0%	0%	0%	0%
	(-10%)	(-11%)	(-14%)	-15%)	(-11)

Fundo de maneo (€)	T-2	T-1	T	T+1	T+2
Média	-36274670€	3248279€	-24747091€	11828352€	-11770540€
	(-36274686€)	(3248265€)	(-24747104€)	(11828339€)	(-11770552€)
Mediana	-2569541€	130409€	-111357€	-470625€	153884€
	(-2569544€)	(130404€)	(-111357€)	(-470627€)	(153860€)
Máximo	32506278€	130928590€	144153103€	1131543670€	153928672€
	(32506260€)	(130928538€)	(144153053€)	(1131543666€)	(153928668€)
Mínimo	-429396914€	-207334456€	-363931404€	-363931404€	-246329995€
	(-429396919€)	(-207334461€)	(-363931409€)	(-363931409€)	(-246329999€)

Fonte: Adaptado da plataforma Sabi

Finalmente ao nível da rentabilidade, o rácio da rentabilidade do capital próprio apresenta uma mediana positiva, nunca ultrapassando os 10%, o que pode significar que as empresas conseguem usar os seus investimentos de forma eficiente para gerar recursos adicionais. Se analisarmos o rácio, excluindo a influência da indústria, assistimos a um comportamento negativo durante todo o período em análise, o que também pode indicar que as principais empresas de cada um dos NACE REV. 2 possuem rácios de rentabilidade de capital próprio muito mais elevados do que os da nossa amostra. Ao nível do rácio de rentabilidade económica, a mediana e média apresentam valores idênticos no período em análise, mantendo-se praticamente constantes, entre os 3% e os 2%. Desta forma, podemos concluir que, as empresas não apresentam uma elevada capacidade de gerar lucro eficazmente a partir dos investimentos realizados. Ao nível do rácio ajustado vemos que há uma tendência negativa durante o período em análise, no entanto, não ultrapassa os -3% durante os vários anos de análise. Finalmente, ao nível do rácio de rentabilidade do investimento, a mediana mantém-se idêntica ao longo do período, nunca excedendo os 7%, concluindo assim que, o benefício recebido pelos investidores comparativamente com o custo do capital aplicado é reduzido. Relativamente ao rácio ajustado, verificamos que, em todo o período de análise a

mediana apresenta valores negativos, logo é possível que as empresas da amostra possuam rácios mais reduzidos, comparativamente com a média da indústria.

Tabela 4 - Estatística descritiva dos indicadores (ajustados) de Rentabilidade

Rentabilidade do CP (%)	T-2	T-1	T	T+1	T+2
Média	19%	71%	13%	5%	-11%
	(-16%)	(40%)	(-17%)	(-23%)	(-39%)
Mediana	3%	4%	9%	7%	6%
	(-30%)	(-27%)	(-20%)	(-21%)	(-21%)
Máximo	610%	3512%	76%	55%	445%
	(576%)	(3488%)	(48%)	(24%)	(412%)
Mínimo	-273%	-708%	-69%	-223%	-1036%
	(-311%)	(-741%)	(-100%)	(-253%)	(-1057%)

Rentabilidade económica (%)	T-2	T-1	T	T+1	T+2
Média	2%	2%	3%	3%	2%
	(-2%)	(-3%)	(-2%)	(-2%)	(-3%)
Mediana	2%	2%	3%	3%	4%
	(-3%)	(-3%)	(-1%)	(-2%)	(-2%)
Máximo	29%	20%	15%	30%	30%
	(38%)	(15%)	(10%)	(23%)	(28%)
Mínimo	-34%	-30%	-21%	-25%	-42%
	(-36%)	(-35%)	(-23%)	(-31%)	(-46%)

Rentabilidade do investimento (%)	T-2	T-1	T	T+1	T+2
Média	2%	78%	9%	9%	-2%
	(-16%)	(61%)	(-9%)	(-9%)	(-19%)

Mediana	4%	5%	5%	7%	4%
	(-16%)	(-12%)	(-12%)	(-13%)	(-12%)
Máximo	86%	3182%	43%	72%	99%
	(63%)	(3174%)	(22%)	(55%)	(82%)
Mínimo	-248%	-83%	-9%	-73%	-337%
	(-256%)	(-97%)	(-30%)	(-93%)	(-349%)

Fonte: Adaptado da plataforma Sabi

4.2. Resultados empíricos

Neste ponto serão apresentados os resultados obtidos ao nível das variações dos indicadores de desempenho das empresas que foram alvo de operações de F&A, em Portugal, entre 2017 e 2018. Também serão analisados os resultados dos indicadores antes e após o ajustamento da indústria, apresentados entre parênteses. Ao nível das hipóteses H1 e H2, foram realizados testes de *Wilcoxon* às três categorias de indicadores de desempenho, de modo a verificar se as empresas que realizaram F&A apresentaram resultados estatisticamente significativos. A análise estatística suportada pela utilização do teste de *Wilcoxon* permite a comparação de duas amostras relacionadas.

Ao nível do endividamento, podemos verificar que as empresas apresentam uma variação negativa da mediana do rácio de autonomia financeira. Desta forma, podemos verificar que as operações de F&A, na sua maioria, levaram a uma redução do fortalecimento da capitalização das empresas da amostra e, consecutivamente, a uma maior dependência de recursos externos. Também ao nível do indicador ajustado de autonomia financeira assistimos a uma variação negativa das medianas, sendo que, aqui a redução foi ainda mais notável, atingindo o valor de -2,20 pp no período t-1 *versus* t+1. Ao nível do rácio de solvabilidade, também aqui assistimos a uma variação negativa ao longo dos anos, sobretudo no ano em que ocorreu a F&A e no ano posterior. Relativamente ao rácio ajustado, este segue a mesma tendência negativa, apenas é intensificada ao longo do período em análise. Desta formas, as empresas da amostra diminuíram a sua capacidade de fazer face às suas obrigações de longo prazo. Finalmente, analisando a variação do rácio de endividamento, verificamos uma variação positiva ao longo dos anos em análise, sobretudo nos períodos t-

1 *versus* t e t+1. Consecutivamente, assistimos a um aumento do grau de alavancagem e do risco financeiro das empresas da amostra, sobretudo quando retiramos o risco associado à indústria em que as empresas estão inseridas, ultrapassando sempre os 0,20 pp durante o período de análise. Todos os indicadores de endividamento, em todos os períodos em análise, apresentam-se estatisticamente significativos. Em suma, podemos concluir que as operações de F&A resultaram, em média, num enfraquecimento dos indicadores de endividamento das empresas da amostra. Consecutivamente, podemos concluir que, a hipótese H1 foi verificada, ou seja, no contexto português, as F&A tiveram um impacto negativo nos indicadores de endividamento.

Tabela 5- Variação dos indicadores (ajustados) de Endividamento, entre os períodos t-1 face os períodos t, t+1 e t+2

Autonomia Financeira (pp)	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2
Média	-2,7 pp (-4,54 pp)	-13 pp (-8,72 pp)	-13,54 pp (-4,13 pp)
Mediana	-0,13 pp (-2,15 pp)	-0,15 pp (-2,20 pp)	-0,17 pp (-0,27 pp)
Teste Wilcoxon	0,003** (<0,001) ***	0,003** (0,001) ***	0,002** (<0,001) ***

Solvabilidade (pp)	T-1 Vs t	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2
Média	-2,99 pp (-4,98 pp)	-20,55 pp (-2,24 pp)	-21,65 pp (-3,79 pp)
Mediana	-0,47 pp (-2,04 pp)	-0,5 pp (-2,11 pp)	-0,39 pp (-0,23 pp)
Teste Wilcoxon	0,001 *** (<0,001) ***	0,005 ** (<0,001) ***	0,07 * (<0,001) ***

Endividamento (pp)	T-1 Vs t	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2
Média	1,01 pp (3,18 pp)	0,90 pp (7 pp)	0,78 pp (4,21 pp)
Mediana	0,19 pp (0,23 pp)	0,23 pp (0,25 pp)	0,11 pp (0,23 pp)
Teste Wilcoxon	< 0,001 *** (<0,001) ***	0,002 ** (<0,001) ***	0,01 ** (0,005) **

Fonte: Cálculos próprios, adaptado da plataforma Sabi
Significância a 1%***, 5%***, 10%* usando o teste de Wilcoxon

Ao nível da liquidez, a mediana do rácio de liquidez geral ajustado apresentou uma variação negativa em todos os períodos em análise. Já ao nível do rácio de liquidez geral, este apresentou um comportamento idêntico, à exceção do período t-1 *versus* t+1, em que apresentou uma variação positiva na mediana de 0,67 pp. A variação negativa indica que as empresas em análise, em média, diminuíram a sua capacidade de pagar as suas obrigações de curto prazo. No entanto, é importante salientar que os resultados obtidos apenas são estatisticamente significativos para o período t-1 *versus* o ano t. Ao nível do rácio de liquidez imediata, este segue a mesma tendência negativa, com exceção do período t-1 *versus* t+2, em que apresentou uma variação nula. De igual forma, a variação do rácio de liquidez imediata ajustado apresentou uma tendência negativa, durante o período em análise, sobretudo nos períodos t-1 comparativamente com t e t+2. Também aqui os resultados se demonstram estatisticamente significativos para o primeiro período de análise e para o período t-1 comparativamente com t+1, para o rácio ajustado. A redução deste indicador pressupõe que as empresas da amostra, em média, aumentaram o peso do passivo corrente face ao seu valor em caixa e depósitos bancários e, consecutivamente, aumentaram o risco de incumprimento. Finalmente, também o fundo de maneo e fundo de maneo ajustado apresentaram uma variação negativa da sua mediana, pressupondo uma redução dos ativos líquidos disponíveis das empresas da amostra, após a liquidação das suas obrigações, sobretudo para o período t-1 *versus* t+2. No primeiro período de análise, os resultados demonstram-se estatisticamente significativos. Assim, podemos concluir que ao nível dos indicadores de liquidez, as variações

negativas dos indicadores assinalam o impacto negativo que as F&A tiveram para as empresas adquirentes, não rejeitando a hipótese H1. No entanto, é importante salientar que, esta conclusão, em geral, só pode ser aplicada para o período t-1 *versus* t.

Tabela 6 - Variação dos indicadores (ajustados) de Liquidez, entre os períodos t-1 face aos períodos t, t+1 e t+2

Liquidez geral (pp)	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2
Média	-0,07 pp (-86,21 pp)	147,95 pp (-49 pp)	8,85 pp (-2,46 pp)
Mediana	-0,19 pp (-0,21 pp)	0,67 pp (-0,19 pp)	-0,01 pp (-0,08 pp)
Teste Wilcoxon	0,010 ** (0,010) **	0,258 (0,245)	0,781 (0,747)

Liquidez imediata (pp)	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2
Média	1,61 pp (-4,61 pp)	8,5 pp (-4,76 pp)	84,70 pp (4 pp)
Mediana	-0,38 pp (-0,54 pp)	-0,02 pp (-0,25 pp)	0 pp (-0,93 pp)
Teste Wilcoxon	0,002 ** (0,002) **	0,163 (0,096) *	0,420 (0,373)

Fundo de maneo (%)	T-1 Vs t	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2
Média	-180% (-179,75%)	-51% (-517%)	-3773% (-3774%)

Mediana	-11%	-7%	-90%
	(-7,91%)	(-14%)	(-94%)
Teste Wilcoxon	0,002 **	0,163	0,420
	(0,002) **	(0,096) *	(0,373)

Fonte: Cálculos próprios, adaptado da plataforma Sabi
Significância a 1%***, 5%***, 10%* usando o teste de Wilcoxon

Finalmente, ao nível dos indicadores de rentabilidade, verificamos que a rentabilidade do capital próprio apresentou uma variação positiva, mas decrescente, da mediana em todos os períodos em análise. Segundo a perspetiva dos investidores, uma melhoria neste indicador pressupõe uma maior eficiência da capacidade das empresas em gerar receitas, a partir dos seus investimentos. Por contrapartida, o rácio de rentabilidade do capital próprio ajustado apresentou variações negativas próximas dos -1,70 pp. Relativamente ao rácio de rentabilidade económica, as variações positivas da mediana sugerem uma melhor capacidade das empresas da amostra em utilizarem os seus ativos e, consecutivamente, gerarem maior rentabilidade. Finalmente, ao nível da variação do rácio de rentabilidade do investimento e do respetivo rácio ajustado, estes registaram, de um modo geral, uma variação positiva e negativa, respetivamente. A variação positiva entre o ano t-1 e os dois primeiros anos de análise pressupõe um crescimento do benefício para o investidor e uma maior eficiência do investimento. No entanto, quando retiramos a influência da indústria, verificamos um ligeiro crescimento da variação negativa do rácio, próximos dos -1,8 pp, para os períodos em análise. Todavia, os resultados são sempre estatisticamente não significativos para todos os indicadores, logo, não podemos chegar a qualquer tipo de conclusão sobre a hipótese H1.

Tabela 7 - Variação dos indicadores (ajustados) de Rentabilidade, entre os períodos t-1 face aos períodos t, t+1 e t+2

Rentabilidade do CP (pp)	T-1	T-1	T-1
	Vs T	Vs T+1	Vs T+2
Média	-0,81 pp	-0,92 pp	-1,15 pp
	(-1,32 pp)	(-1,01 pp)	(-2,08 pp)
Mediana	0,97 pp	0,51 pp	0,40 pp
	(-1,78 pp)	(-1,69 pp)	(-1,76 pp)

Teste Wilcoxon	0,635	0,952	0,666
	(0,373)	(0,596)	(0,674)

Rentabilidade económica (pp)	T-1	T-1	T-1
	Vs t	Vs T+1	Vs T+2
Média	0,69 pp (-4,55 pp)	0,61 pp (-5,15 pp)	0,07 pp (-2,04 pp)
Mediana	0,59 pp (-1,18 pp)	0,54 pp (-1,40 pp)	0,68 pp (-1,59 pp)
Teste Wilcoxon	0,227 (0,307)	0,339 (0,604)	0,611 (0,831)

Rentabilidade do investimento (pp)	T-1	T-1	T-1
	Vs t	Vs T+1	Vs T+2
Média	-0,88 pp (-1,60 pp)	-0,89 pp (-1,68 pp)	-1,02 pp (-0,92 pp)
Mediana	0,20 pp (-1,77 pp)	0,49 pp (-1,79 pp)	-0,14 pp (-1,84 pp)
Teste Wilcoxon	0,658 (0,739)	0,996 (0,789)	0,170 (0,258)

Fonte: Cálculos próprios, adaptado da plataforma Sabi
Significância a 1%***, 5%***, 10%* usando o teste de Wilcoxon

De modo a analisar até que ponto as F&A, que ocorreram entre empresas pertencentes ao mesmo NACE REV. 2 principal, apresentaram ou não resultados superiores, devido às eficiências associadas às sinergias criadas, procedemos à divisão da amostra inicial, tendo em conta o NACE REV. 2 principal das empresas adquirente e alvo, testando assim a hipótese H2.

Ao nível da autonomia financeira, a tendência apesar de ser negativa, em geral, para os dois grupos, verificamos que, quando as empresas alvo e adquirente pertencem ao mesmo NACE REV. 2 as variações negativas são menores e que, no período $t-1$ *versus* $t+2$ a variação da mediana é na verdade positiva. Quando retiramos a influência da indústria, as conclusões mantêm-se, sendo as variações negativas apenas intensificadas. Contudo, é importante ter em conta que, os resultados são estatisticamente significativos apenas para o primeiro período em análise, para os dois grupos de empresas. Quando analisamos as variações do rácio de solvabilidade, verificamos que a variação negativa da mediana é novamente menos expressiva para as empresas com o mesmo NACE REV. 2, comparativamente com as empresas com NACE REV. 2 diferentes e que, ao nível o rácio ajustado, de um modo geral, as conclusões mantêm-se. Também aqui os resultados se apresentam estatisticamente significativos para os dois grupos de empresas, apenas para o período $t-1$ *versus* t . Finalmente, ao nível do rácio de endividamento podemos concluir que, as empresas alvo e adquirente, que possuem diferentes NACE REV. 2, apresentam por norma variações positivas mais intensas, o que indica uma maior aposta na alavancagem e na utilização de dívida enquanto ferramenta de financiamento das empresas. Para o primeiro grupo de empresas assistimos a uma melhoria da situação para o período $t-1$ *versus* $t+2$, sendo que, o grupo de empresas com o mesmo NACE REV. 2 apresenta até uma variação negativa de -0,06 pp. Ao nível de significância estatística, apenas empresas com diferentes NACE REV. 2 apresentaram resultados estatisticamente significativos para todos os períodos. Em suma, podemos concluir que, as empresas que pertencem ao mesmo NACE REV. 2 apresentam resultados mais favoráveis em comparação com as empresas com NACE REV. 2 diferentes, no sentido em que, as variações negativas das medianas são menores para os dois primeiros indicadores e para o rácio de endividamento, as variações positivas são menos intensificadas. No entanto, é importante salientar que os resultados apenas se demonstram estatisticamente significativos para os dois grupos de empresas no período $t-1$ *versus* t , para os dois primeiros rácios em análise. Desta forma, ao nível dos rácios de autonomia financeira e solvabilidade, a hipótese H2 é verificada apenas para o primeiro período em análise. Contudo, ao nível do rácio de endividamento, apenas para o indicador ajustado é possível retirar tal conclusão, para o momento $t-1$ *versus* t .

Tabela 8 - Variação dos indicadores (ajustados) de Endividamento, entre os períodos $t-1$ face aos períodos t , $t+1$ e $t+2$

	NACE REV. 2 igual			NACE REV. 2 diferente		
Autonomia financeira (pp)	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2
Média	0,46 pp (-10,50 pp)	2,64 pp (-11 pp)	2,64 pp (-11,74 pp)	0,02 pp (-1,85 pp)	0,01 pp (-2,11 pp)	-0,44 pp (-0,68 pp)
Mediana	-0,06 pp (-2,08 pp)	-0,07 pp (-2,13 pp)	0,05 pp (0 pp)	-0,11 pp (-2,15 pp)	-0,14 pp (-2,18 pp)	-0,21 pp (-0,27 pp)
Teste Wilcoxon	0,013 ** (0,016) **	0,362 (0,124)	0,826 (0,064) *	<0,001 *** (<0,001) ***	0,004 ** (<0,001) ***	<0,001 *** (<0,001) ***

	NACE REV. 2 igual			NACE REV. 2 diferente		
Solvabilidade (pp)	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2
Média	0,50 pp (-2,46 pp)	4,39 pp (-2,60 pp)	4,63 pp (-1,01 pp)	-0,13 pp (-6,09 pp)	0,07 pp (-1,89 pp)	-0,40 pp (1,26 pp)
Mediana	-0,32 pp (-2,02 pp)	-0,36 pp (-2,03 pp)	0,17 pp (-0,11 pp)	-0,43 pp (-2,08 pp)	-0,42 pp (-2,13 pp)	-0,43 pp (0,27 pp)
Teste Wilcoxon	0,013 ** (0,016) **	0,362 (0,124)	0,826 (0,064) *	<0,001 *** (<0,001) ***	0,004 ** (<0,001) ***	<0,001 *** (<0,001) ***

	NACE REV. 2 igual			NACE REV. 2 diferente		
Endividamento (pp)	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2
Média	0,24 pp (8,48 pp)	0,61 pp (9,38 pp)	0,04 pp (11,63 pp)	1,52 pp (1 pp)	0,95 pp (0,36 pp)	1,44 pp (1,26 pp)
Mediana	0,19 pp	0,19 pp	-0,06 pp	0,12 pp	0,31 pp	0,15 pp

	(0,14 pp)	(0,21 pp)	(0 pp)	(0,20 pp)	(0,24 pp)	(0,27 pp)
Teste Wilcoxon	0,109	0,300	0,730	<0,001 ***	0,003 **	0,002 **
	(0,096) *	(0,300)	(0,925)	(<0,001) ***	(0,004) **	(0,001) ***

Fonte: Cálculos próprios, adaptado da plataforma Sabi
Significância a 1%***, 5%***, 10%* usando o teste de Wilcoxon

Ao nível do indicador de liquidez geral, a variação da mediana foi mais benéfica para as empresas com NACE REV. 2 diferentes, apresentando variações positivas nos períodos t-1 *versus* t+1 e t+2. Já ao nível das empresas com o mesmo NACE REV. 2 a variação positiva apenas ocorreu para o período t-1 *versus* t+1. Relativamente ao rácio de liquidez imediata, a variação da mediana para as empresas com o mesmo NACE REV. 2 apresenta-se positiva para os períodos t-1 *versus* t+1 e t+2, logo as empresas foram capazes de diminuir a carga do seu passivo corrente face aos seus recursos de caixa e depósitos bancários. Relativamente ao segundo grupo, não existe uma tendência coesa entre os diferentes períodos. Por fim, ao nível do fundo de maneio, verificamos uma melhoria para o período t-1 *versus* t+2 para as empresas com o mesmo NACE REV. 2 principal, apresentando uma variação de 38%. Já ao nível das empresas alvo e adquirente com NACE REV. 2 diferentes, estas apresentam sobretudo resultados negativos. No entanto, os resultados são, de um modo geral, estatisticamente não significativos para os dois grupos de empresas e para os três indicadores utilizados, logo não é possível retirar conclusões sobre a hipótese H2.

Tabela 9 - Variação dos indicadores (ajustados) de Liquidez, entre os períodos t-1 face aos períodos t, t+1 e t+2

	NACE REV. 2 igual			NACE REV. 2 diferente		
Liquidez geral (pp)	T-1	T-1	T-1	T-1	T-1	T-1
	Vs T	Vs T+1	Vs T+2	Vs T	Vs T+1	Vs T+2
Média	-0,36 pp	1,26 pp	0,01 pp	0,05 pp	212,39 pp	12,52 pp
	(-283,35 pp)	(-165,04 pp)	(-13,09 pp)	(0,06 pp)	(1,89 pp)	(-0,67 pp)
Mediana	-0,42 pp	0,17 pp	-0,04 pp	-0,09 pp	1,39 pp	0,12 pp
	(-0,49 pp)	(-0,57 pp)	(-0,76 pp)	(-0,09 pp)	(-0,06 pp)	(0,02 pp)
Teste Wilcoxon	0,124	0,198	0,551	0,161	0,793	0,866
	(0,109)	(0,198)	(0,551)	(0,070) *	(0,779)	(0,866)

	NACE REV. 2 igual			NACE REV. 2 diferente		
Liquidez imediata (pp)	T-1	T-1	T-1	T-1	T-1	T-1
	Vs T	Vs T+1	Vs T+2	Vs T	Vs T+1	Vs T+2
Média	2,93 pp	1,26 pp	160,67 pp	0,28 pp	2,17 pp	16,84 pp
	(-18,78 pp)	(19,02 pp)	(-8,17 pp)	(1,62 pp)	(1,36 pp)	(-3,81 pp)
Mediana	-0,56 pp	0,17 pp	0,39 pp	-0,38 pp	0,11 pp	-0,50 pp
	(-0,64 pp)	(-0,91 pp)	(0,10 pp)	(-0,26 pp)	(-0,19 pp)	(-0,93 pp)
Teste Wilcoxon	0,158	0,432	0,432	0,003 **	0,281	0,136
	(0,140)	(0,362)	(0,509)	(0,002) **	(0,224)	(0,116)

	NACE REV. 2 igual			NACE REV. 2 diferente		
Fundo de maneo (%)	T-1	T-1	T-1	T-1	T-1	T-1
	Vs T	Vs T+1	Vs T+2	Vs T	Vs T+1	Vs T+2
Média	-9%	2360%	2794%	-279%	-719%	-4173%
	(-9%)	(-71%)	(2796%)	(-279%)	(-719%)	(4173%)
Mediana	-13%	-2%	38%	-22%	0%	-100%
	(-13%)	(-17%)	(38%)	(-22%)	(0%)	(-100%)
Teste Wilcoxon	0,158	0,432	0,432	0,003 **	0,281	0,136
	(0,140)	(0,362)	(0,509)	(0,002) **	(0,224)	(0,116)

Fonte: Cálculos próprios, adaptado da plataforma Sabi
Significância a 1%***, 5%***, 10%* usando o teste de Wilcoxon

Finalmente, ao nível dos indicadores de rentabilidade, o rácio de rentabilidade do capital próprio e respetivo rácio ajustado apresentam variações negativas em quase todos os períodos em análise para ambos os grupos de empresas. Para o grupo de empresas alvo e adquirente com o mesmo NACE REV. 2, as variações negativas são ainda mais expressivas, assinalando a redução na rentabilidade recebida pelos acionistas, na sequência dos seus investimentos. Ao nível da rentabilidade económica, as variações na mediana do rácio e do

respetivo rácio ajustado seguem o mesmo comportamento negativo em todos os períodos em análise, sobretudo para o primeiro grupo de empresas. Consecutivamente, assistimos a uma redução na eficiência da utilização dos ativos. Finalmente, ao nível da rentabilidade do investimento, as variações das medianas apresentam-se também negativas para ambos os grupos de empresas, assinalando a redução do benefício económico para os investidores, comparativamente com o respetivo custo do capital investido. Ao nível das variações dos rácios ajustados, a tendência negativa é apenas intensificada. A tendência negativa é ainda mais acentuada para as empresas com o mesmo NACE REV. 2. Como os resultados são, na sua maioria, estatisticamente não significativos, para os três indicadores em análise, não é possível extrair conclusões ao nível da hipótese H2.

Tabela 10 - Variação dos indicadores (ajustados) de Rentabilidade, entre os períodos t-1 face aos períodos t, t+1 e t+2

	NACE REV. 2 igual			NACE REV. 2 diferente		
Rentabilidade do CP (pp)	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2
Média	0,78 pp (-1,32 pp)	3,10 pp (-1,39 pp)	0,97 pp (-0,36 pp)	0,77 pp (-1,37 pp)	-0,12 pp (-0,88 pp)	-2,37 pp (-2,85 pp)
Mediana	-0,26 pp (-1,90 pp)	-0,40 pp (-1,63 pp)	-0,60 pp (-1,66 pp)	0,02 pp (-1,81 pp)	-0,23 pp (-1,69 pp)	-0,18 pp (-1,78 pp)
Teste Wilcoxon	0,826 (0,975)	0,975 (0,925)	0,925 (0,593)	0,466 (0,286)	0,822 (0,489)	0,955 (0,575)

	NACE REV. 2 igual			NACE REV. 2 diferente		
Rentabilidade económica (pp)	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2	T-1 Vs T	T-1 Vs T+1	T-1 Vs T+2
Média	0,52 pp (-13,02 pp)	1,36 pp (-13,47 pp)	0,92 pp (-4,05 pp)	0,37 pp (-1,16 pp)	0,96 pp (-1,69 pp)	-0,69 pp (-1,23 pp)
Mediana	-0,67 pp (-1,67 pp)	-0,81 pp (-1,40 pp)	-0,48 pp (-1,32 pp)	-0,14 pp (-1,27 pp)	-0,60 pp (-1,29 pp)	-0,77 pp (-1,61 pp)

Teste Wilcoxon	0,551	0,470	0,638	0,197	0,217	0,722
	(0,551)	(0,470)	(0,638)	(0,295)	(0,340)	(0,002) **

	NACE REV. 2 igual			NACE REV. 2 diferente		
Rentabilidade do investimento (pp)	T-1	T-1	T-1	T-1	T-1	T-1
	Vs T	Vs T+1	Vs T+2	Vs T	Vs T+1	Vs T+2
Média	-0,67 pp	-0,14 pp	-0,41 pp	-0,85 pp	-0,05 pp	-0,45 pp
	(-1,93 pp)	(-1,89 pp)	(-1,77 pp)	(-1,50 pp)	(-1,61 pp)	(-0,59 pp)
Mediana	-0,78 pp	-0,76 pp	-0,53 pp	-0,22 pp	-0,50 pp	-0,43 pp
	(-1,96 pp)	(-1,99 pp)	(-1,63 pp)	(-1,74 pp)	(-1,68 pp)	(-1,84 pp)
Teste Wilcoxon	0,875	0,509	0,509	0,881	0,985	0,166
	(0,593)	(0,975)	(0,593)	(0,808)	(1)	(0,002) **

Fonte: Cálculos próprios, adaptado da plataforma Sabi
Significância a 1%***, 5%***, 10%* usando o teste de Wilcoxon

Conclusão

A temática das F&A, apesar de ter sido alvo de vasta análise até ao momento, não tem sido capaz de chegar a um consenso sobre até que ponto as F&A são efetivamente instrumentos de criação para o acionista. Concretamente, existem autores que encontraram evidências da existência de rentabilidades negativas anormais e estatisticamente significativas para as empresas adquirentes, mesmo nos períodos que sucederam à operação. Por contraste, existem estudos que defendem a existência de rentabilidades positivas excessivas entre a data de anúncio e a conclusão das F&A, à medida que novas informações são divulgadas para o mercado. Consecutivamente, há evidências da existência de ganhos para os acionistas com as licitações de F&A. Adicionalmente, há literatura que aponta para uma intensificação da criação de valor para o acionista, quando estamos perante F&A entre empresas que apresentam algum tipo de dependência de fornecimento entre as partes envolvidas, devido à existência de sinergias resultantes de *fits* estratégicos entre empresas alvo e adquirente, ao nível das suas cadeias de fornecimento.

Assim, esta dissertação teve como principal objetivo analisar os efeitos destas operações no desempenho económico e financeiro das empresas portuguesas que realizaram F&A domésticas entre 2017 e 2018. Para tal, foram utilizados indicadores de avaliação, ao nível do endividamento, liquidez e rentabilidade, para os dois períodos que antecederam as F&A, para o respetivo ano da ocorrência da operação e para os dois anos posteriores. Os dados foram recolhidos a partir das plataformas *Zephyr* e *Sabi*, sendo os indicadores posteriormente sujeitos a ajustamentos, de modo a eliminar os respetivos efeitos das indústrias, em que as empresas estão inseridas.

Posteriormente, e de modo a analisar o impacto das F&A no desempenho das empresas da amostra, foram analisadas as variações dos indicadores de endividamento, liquidez e rentabilidade para o período t-1, em comparação com o momento da operação e os dois anos subsequentes. Os resultados evidenciam uma variação negativa e significativa dos rácios de endividamento para os três períodos em análise, levando a concluir que as F&A enfraqueceram a situação económica e financeira das empresas ao nível da dimensão endividamento (redução do rácio de autonomia financeira e do rácio de solvabilidade e aumento do rácio de endividamento). Ao nível dos rácios de liquidez, podemos concluir que, novamente existiu uma variação negativa e estatisticamente significativa das variáveis liquidez

geral, liquidez imediata e do fundo de mancio, para o período t-1 *versus* t. Consecutivamente, verificamos que as F&A não promoveram uma melhoria nos indicadores de liquidez, para o ano em que as mesmas ocorreram. Finalmente, ao nível dos rácios de rentabilidade, as variações não são estatisticamente significativas e, portanto, não podemos extrapolar qualquer tipo de conclusão.

Seguidamente, e de modo analisar se as sinergias associadas às cadeias de fornecimento entre empresas alvo e adquirente conduziram a variações mais favoráveis para as empresas adquirentes, a amostra inicial foi dividida em dois grupos, empresas alvo e adquirente como o mesmo NACE REV. 2 principal e empresas com diferentes NACE REV. 2 principal. Ao nível do endividamento, o primeiro grupo de empresas da amostra apresentou variações da mediana mais favoráveis. Contudo, e de um modo geral, os resultados demonstram-se estatisticamente significativos para ambos os grupos de empresas, apenas para o período t-1 *versus* t. Ao nível dos indicadores de liquidez e rentabilidade, os resultados demonstram-se estatisticamente insignificativos para quase todos os períodos em análise, logo não podemos obter nenhuma conclusão.

A presente dissertação apresenta algumas limitações e, consecutivamente, os resultados podem não ser capazes de analisar amplamente o impacto das F&A no desempenho das empresas alvo. Primeiramente, e devido às restrições ao nível dos dados contabilísticos e financeiros, não foi possível analisar o impacto das F&A num futuro mais extenso, pois a plataforma *Sabi* apenas apresenta dados até ao ano de 2020. Adicionalmente, durante o período em análise não ocorreu nenhuma operação de fusão, logo não é possível confirmar com um grau de certeza que estes dados podem ser também extrapolados para este tipo de operação. Finalmente, não foi possível analisar o impacto das F&A ao nível da dimensão rentabilidade, pois os resultados demonstraram-se, na sua maioria, estatisticamente não significativos.

Consecutivamente, possíveis investigações futuras poderiam alargar o período da amostra, de modo a alcançar resultados e respetivas conclusões mais rigorosas, sobretudo ao nível das operações de fusão. Por outro lado, com a extensão da análise temporal poderia ser possível uma análise de longo prazo e explorar a possibilidade de as operações de F&A e respetiva criação de valor para os acionistas terem sido ou não impactadas com a pandemia Covid-19.

Bibliografia

Asquith, P. (1983). Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. *Journal of Financial Economics*, 11(4), 51–83. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90005-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90005-3)

Banco de Portugal. (sem data). [*A autonomia financeira é um indicador da capitalização das empresas*]. BPstat. Obtido 8 de abril de 2022, de <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/sabia-que/1372>

Becker-Blease, J. R., Goldberg, L. G., & Kaen, F. R. (2008). Mergers and acquisitions as a response to the deregulation of the electric power industry: Value creation or value destruction? *Journal of Regulatory Economics*, 33(1), 21–53. <https://doi.org/10.1007/s11149-007-9047-7>

Birken, E. G. (2021, abril 14). *Understanding Return On Investment (ROI)*. Forbes Advisor. <https://www.forbes.com/advisor/investing/roi-return-on-investment/>

Camaya Partners. (2019, fevereiro 23). *The Seventh M&A Wave*. <https://camayapartners.com/the-seventh-ma-wave/>

Corporate Finance Institute. (sem data-a). *Debt to Asset Ratio*. Obtido 7 de abril de 2022, de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/debt-to-asset-ratio/>

Corporate Finance Institute. (sem data-b). *Working Capital Formula*. Obtido 5 de abril de 2022, de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/modeling/working-capital-formula/>

Corporate Finance Institute. (sem data-c). *ROI Formula (Return on Investment)*. Obtido 5 de abril de 2022, de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/return-on-investment-roi-formula/>

Cristerna, H. (2018). *2018 M&A Outlook*. JP Morgan. <https://www.jpmorgan.com/insights/research/2018-ma-outlook>

Cristerna, H. (2019). *2019 M&A Global Outlook*. JP Morgan. <https://www.jpmorgan.com/insights/research/2019-ma-global-year-outlook>

- DePamphilis, D. (2019). *Mergers and Acquisitions Basics: Introduction to Mergers and Acquisitions*. Academic Press.
- Dong, B., & Wang, F. Y. (2014). A pre-emption model of mergers. *Journal of Economics*, 113(2), 187–204. <https://doi.org/10.1007/s00712-013-0379-8>
- Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 67(3), 1045–1082. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01741.x>
- Fich, E. M., Nguyen, T., & Officer, M. (2018). Large Wealth Creation in Mergers and Acquisitions. *Financial Management*, 47(4), 953–991. <https://doi.org/10.1111/fima.12212>
- Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7(2), 151–178. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00018-9](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00018-9)
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. *European Financial Management*, 10(1), 9–45. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2004.00239.x>
- Gupta, P. K. (2012). Mergers and acquisitions (M&A): The strategic concepts for the nuptial of corporate sector. *Innovative Journal of Business and Management*, 1(04), 60–68. <https://www.innovativejournal.in/index.php/ijbm/article/view/38>
- Hackbarth, D., & Morellec, E. (2008). Stock Returns in Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 63(3), 1213–1252. <https://www.jstor.org/stable/25094471>
- Kim, J., & Zheng, T. (2014). *A Review of Merger and Acquisition Wave Literature: Proposing Future Research in the Restaurant Industry*. *Hospitality Review*, 31(3), 94–117. <https://digitalcommons.fiu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1543&context=hospitalityreview>
- Kumar, N. (2009). How emerging giants are rewriting the rules of M&A. *Harvard Business Review*, 87(5), 115–121. https://ink.library.smu.edu.sg/lkcsb_research/5186

- Langetieg, T. C. (1978). An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger. *Journal of Financial Economics*, 6(4), 365–383. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(78\)90010-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(78)90010-7)
- Leepsa, N. M., & Mishra, C. S. (2013). Wealth creation through acquisitions. *Decision*, 40(3), 197–211. <https://doi.org/10.1007/s40622-013-0023-z>
- Lev, B. (1969). Industry Averages as Targets for Financial Ratios. *Journal of Accounting Research*, 7(2), 290–299. <https://doi.org/10.2307/2489971>
- Lowinski, F., Schiereck, D., & Thomas, T. W. (2003). *The effect of (cross border) acquisitions on shareholder wealth – Evidence from Switzerland*. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 22(4), 315–330. <https://doi.org/10.1023/B:REQU.0000032601.84464.52>
- Malatesta, P. H. (1983). The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 155–181. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90009-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90009-0)
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148–2177. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038>
- Pamarty, D. M. (2009, agosto 24). Re-Engineering of Banking Sector Through Merger & Acquisition (with Reference to Selected New Private Sector Banks in Chennai). *Corporate Finance: Governance, Corporate Control & Organization eJournal*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1460919
- Pervan, M., Višić, J., & Barnjak, K. (2015). The Impact of M&A on Company Performance: Evidence from Croatia. *Procedia Economics and Finance*, 23(2), 1451–1456. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00351-2](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00351-2)
- Rashid, A., & Naeem, N. (2017). Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods. *Borsa Istanbul Review*, 17(1), 10–24. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.09.004>
- Schoenberg, R. (2006). Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics. *British Journal of Management*, 17(4), 361–370. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2006.00488.x>

Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: Historical overview of mergers and acquisitions activity*. Pearson Education Limited.

The Economic Times. (sem data). *What Is Return On Equity?* Obtido 4 de abril de 2022, de <https://economictimes.indiatimes.com/definition/return-on-equity>

Wall Street Prep. (sem data-a). *Current Ratio*. Obtido 30 de abril de 2022, de <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/current-ratio/>

Wall Street Prep. (sem data-b). *Cash Ratio: Formula and Example Calculation*. Obtido 5 de abril de 2022, de <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/cash-ratio/>

WallStreetMojo. (2016, dezembro 6). *Return on Assets*. <https://www.wallstreetmojo.com/return-on-assets-roa/>

WallStreetMojo. (2019, fevereiro 1). *Solvency Ratio*. <https://www.wallstreetmojo.com/solvency-ratios/>