

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

Abnormal returns on takeover bids in the Portuguese stock market
(Transactions between 1989 and 2017)

Jorge Filipe Soares Rafael¹

Luís M. P. Gomes²

RESUMO

As Ofertas Públicas de Aquisição (OPA`s) são operações de reestruturação empresarial que permitem às entidades oferentes adquirir a totalidade ou parte do capital das entidades visadas com vista ao seu controlo. A evidência empírica internacional tem demonstrado que os anúncios preliminares de OPA`s provocam uma reação imediata anormal sobre as cotações das ações nos mercados bolsistas. O objetivo central deste artigo é estudar o impacto do anúncio preliminar de uma OPA sobre a rendibilidade anormal das ações das empresas cotadas no mercado bolsista português. A informação recolhida reporta de 1 de janeiro de 1989 a 30 de junho de 2017, durante o qual ocorreram 289 anúncios preliminares de OPA`s. O estudo empírico analisou 37 operações, recorrendo à metodologia de investigação do estudo de eventos. Foram utilizados três métodos para determinação das rendibilidades anormais das ações e estudada a reação das cotações das ações através do método de Beaver. Os resultados obtidos através do método misto sugerem que as OPA`s geram rendibilidades médias anormais acumuladas positivas de 3,24%, desagregando-se com ganhos de 12,67% para as empresas visadas e com perdas de 5,27% para as empresas oferentes. Os resultados do método de Beaver sugerem que a reação das cotações das ações das empresas visadas é superior à reação das cotações das empresas oferentes.

Palavras-chave: Empresas Oferentes e Visadas, Fusões e Aquisições, Método Misto, Ofertas Públicas de Aquisição, Rendibilidades Anormais.

¹ School of Accounting and Administration of Porto (ISCAP) | Polytechnic Institute of Porto (IPP), Portugal
(jorgerafael1989@gmail.com).

² School of Accounting and Administration of Porto (ISCAP) | Polytechnic Institute of Porto (IPP), Portugal and Centre for Organisational and Social Studies of P.Porto (CEOS.PP) (pgomes@iscap.ipp.pt).

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

ABSTRACT

The public takeover is a corporate restructuring strategy that allows the acquiring companies, acquiring all or part of the capital of target companies with the objective of having control. The international empirical evidence has demonstrated that takeover preliminary announcement generates an immediate abnormal reaction on the price of the exchange stock markets. The main objective of this article is to study the impact of the takeover preliminary announcement over the abnormal returns of the companies' stocks listed on the Portuguese stock market. The information collected considered the period from 1st January of 1989 to 30th June of 2017. During that period there were 289 takeover preliminary announcements. The empirical study analyzed 37 operations, using the research methodology defined by the event studies. There are used tree models to determine the abnormal returns of the stocks and studied the price reaction of the stocks through the Beaver's Model. The results obtained by the Mixed Model suggests that the takeover generates positive cumulative average abnormal returns of 3,24% for the entities together, divided in 12,67% of gains to the target companies and 5,27% losses for the acquiring companies. The results of the Beaver's method suggests that, with the Takeover preliminary announcement, the reaction of the target companies' stocks is stronger than the reaction of the acquiring companies' stocks.

Keywords: Abnormal Returns, Acquiring and Target companies, Mergers and Acquisitions, Mixed Model, Takeover.

Received on: 2017.07.17

Approved on: 2017.09.01

Evaluated by a double blind review system

INTRODUÇÃO

O aumento da concorrência entre as empresas dispersas por todo o globo tem alterado e desenvolvido as indústrias e as economias. No mundo empresarial a concorrência entre as empresas é muito forte, de tal modo que Sherman (2010) refere que nos negócios existe apenas uma regra: “crescer ou morrer”.

As Fusões e Aquisições (F&A) assumem um papel primordial para as empresas crescerem mais rapidamente do que as suas rivais (Sherman, 2010). De acordo com David (2014) e Lucas & Moll (2014) as F&A assumem um papel de destaque na economia mundial, principalmente nas empresas envolvidas porque tendem a aumentar a produtividade e a competitividade. Lichtenberg & Siegel (1992) e McGuckin, Nguyen & Reznik (1995) também sustentam que após a transferência de propriedade, a produtividade das empresas visadas cresce mais rapidamente do que a das que não mudaram de propriedade. Estes resultados são consistentes com a perspectiva de que as F&A constituem um mecanismo corretor da ineficiência empresarial. Por outro lado, McGuckin & Nguyen (1995) concluem que a produtividade das empresas visadas aumenta na sequência das aquisições, mas o mesmo não acontece com as empresas oferentes.

As OPA's traduzem uma forma de reestruturação que pode atingir a totalidade ou apenas parte do capital da empresa visada. As empresas cotadas em bolsa estão sujeitas à volatilidade dos preços dos títulos, originando ganhos ou perdas. Estes desempenhos estão diretamente relacionados com o setor em que atuam as empresas. Ainda assim, podem ocorrer nos mercados fenómenos inesperados que influenciam significativamente a cotação dos títulos. Esses fenómenos podem derivar de acontecimentos diversos, tais como anúncios de F&A, de resultados anuais, de aumentos de capital ou de distribuição de dividendos. Neste contexto, os preços das ações das empresas envolvidas tendem a reagir de forma imediata e extraordinária a esses acontecimentos, formando rendibilidades anormais diferentes das que são formadas no decorrer do normal funcionamento do mercado.

O interesse pelo tema do presente artigo decorre do aumento do número de operações de F&A realizadas em Portugal e no resto do mundo. Além disso, o tema tem colhido enorme interesse na investigação científica financeira, embora as conclusões não sejam unânimes

no espaço internacional nem suficientes no espaço nacional. Por isso, torna-se importante revisitar o estudo das OPA's, nomeadamente para compreender se estas operações contribuem para a criação ou destruição de valor nas empresas envolvidas.

O objetivo principal deste artigo é estudar o impacto da divulgação do anúncio preliminar de OPA sobre a rendibilidade anormal das ações das empresas envolvidas (oferentes e visadas) cotadas no mercado bolsista português, durante o período compreendido entre 1 de janeiro de 1989 e 30 de junho de 2017.

Para cumprir os objetivos do artigo recorre-se à metodologia do estudo de eventos, incorporando quatro métodos distintos (três deles para o cálculo das rendibilidades anormais e um deles para a reação das cotações das ações). A literatura internacional propõe os métodos de Ball & Brown e de Agrawal, Jaffe & Mandelker para determinação das rendibilidades anormais das ações das empresas envolvidas em OPA's. Com o mesmo propósito, propomos um método misto alternativo inspirado nas duas técnicas anteriores. Finalmente, recorre-se ao método de Beaver para determinação da reação das cotações das ações das empresas envolvidas.

Para além da proposta do método misto de estimação das rendibilidades anormais, este artigo contribui para a literatura científica financeira através do confronto com os resultados dos métodos tradicionais, por um lado, e, por outro, através da perspectiva do modo de financiamento das operações, considerando um horizonte temporal extenso no mercado acionista português.

Este artigo está organizado em três secções, a primeira para a revisão da literatura, a segunda para o estudo empírico e a terceira para a discussão dos resultados, terminando com as conclusões.

1. REVISÃO DA LITERATURA

1.1 Fusões e Aquisições

Atualmente, as empresas encontram-se inseridas num mercado cada vez mais competitivo, dinâmico e globalizado. Ribeiro (2001) afirma que as F&A são um instrumento capaz de fomentar novos equilíbrios ao nível do tecido empresarial e económico, sendo que as

concentrações empresariais foram responsáveis pela alteração da estrutura de muitas indústrias na última década do século XX.

Brealey, Myers & Allen (2014) destacam que as F&A só geram valor quando as duas entidades valem mais juntas do que separadas, criando assim sinergias. Afirmam, ainda, que as F&A surgem por vagas, podendo identificar-se quatro episódios. O primeiro no início do século XX, o segundo nos anos 1920, o terceiro desde 1967 até 1969 e o último nas décadas de 1980 e 1990, destacando ainda o biénio de 1999 a 2000 que foi muito intenso. Os quatro episódios coincidiram com períodos de cotações elevadas das ações e terão sido desencadeados por mudanças tecnológicas, desregulamentação e alterações na procura.

Reed & Lajoux (1995) consideram que se está perante uma Fusão quando uma das empresas é absorvida por outra, originando uma empresa nova. Este processo segue os mecanismos legais e regulações vigentes no país onde ocorre, independentemente da nacionalidade das empresas envolvidas. Na mesma linha, Ribeiro (2001) e Singh & Mogla (2008) definem a Fusão como uma junção entre empresas com o intuito de formar uma única. De acordo com Spiegel & Tookes (2013) as Fusões são normalmente utilizadas e justificadas devido à constante competição pelo domínio do mercado.

Uma aquisição, ou *takeover*, é vista por Ghauri & Buckley (2003) como a transferência de controlo de uma determinada organização para outra. Tal como a designação sugere, a operação refere-se à aquisição de uma participação social de determinada organização, permitindo (ou não) o seu controlo. A aquisição pode tomar um carácter amigável ou hostil, consoante a forma como se apresenta e propõe o processo à empresa visada (Ribeiro, 2001). Para Demidova (2007), a aquisição amigável ocorre quando existe um consenso entre os gestores das empresas envolvidas. Contrariamente, na aquisição hostil esse acordo não é alcançado e o gestor da empresa adquirente negocia diretamente com os acionistas da empresa-alvo.

1.2. OPA's

De acordo com o Art. 2º alínea a) da 13ª Diretiva em matéria de direito das sociedades, relativa a estas operações, a OPA é definida como “uma oferta pública (que não pela

sociedade visada) feita aos titulares de valores mobiliários de uma sociedade para adquirir a totalidade ou uma parte desses valores mobiliários, independentemente de essa oferta ser obrigatória ou voluntária, na condição de ser subsequente à aquisição do controlo da sociedade visada ou ter como objetivo essa aquisição do controlo nos termos do direito nacional”. Segundo Vaz (2013) existem vários tipos de OPA's, como por exemplo hostil ou amigável, interna ou externa e total ou parcial.

1.3 Estudo de Eventos

O trabalho de Fama *et al.* (1969) foi marcante para introduzir o tema do estudo de eventos no domínio das finanças. Esta abordagem permite o cálculo da rendibilidade anormal (ou em excesso) no período circundante da data do evento, analisando o comportamento do preço dos títulos em torno da data de acontecimentos relevantes, tais como alterações da legislação, divulgação de resultados, distribuição de dividendos, aumentos de capital e anúncios de OPA's.

No trabalho de Fama *et al.* (1969) foi analisada a evolução da rendibilidade mensal anormal num período de 60 meses em torno do anúncio (janela de observação – *event window*) de *stock splits* ocorridos na Bolsa de Valores de Nova Iorque entre 1927 e 1959. Os autores calcularam a rendibilidade anormal pela diferença entre a rendibilidade verificada no mercado para a ação e a sua rendibilidade esperada de acordo com o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) proposto por Treynor (1962), Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966).

Vários autores confirmam que a metodologia do estudo de eventos é extremamente útil para testar a eficiência dos mercados de capitais (Khotari & Warner (2007)) e que é indicada para determinar a rendibilidade anormal. No entanto, Mackinlay (1997) salienta que a utilização da metodologia exige prudência na definição do acontecimento e no cálculo do valor criado, uma vez que qualquer imprecisão pode comprometer os resultados alcançados e, além disso, só pode ser utilizada em empresas com os títulos cotados no mercado de capitais.

1.3.1 Evidência Empírica sobre Rendibilidades Anormais

As rendibilidades anormais ocorrem devido a eventos inesperados que influenciam diretamente as cotações dos títulos, i.e., os investidores reagem imediatamente ao anúncio e à informação nele contido, gerando assim imediatamente rendibilidades anormais (Beaver (1968)).

Segundo Duque & Pinto (2004), os tipos de informação mais relevantes para produzirem rendibilidades anormais são os que se relacionam com aquisição ou venda de partes de capital (representam cerca de 46% das informações mais relevantes) e com distribuição de dividendos (representam cerca de 18%). Sendo as OPA's operações de aquisição de capital, enquadram-se na forma mais relevante de geração de rendibilidades anormais. Contudo, a evidência empírica ainda não é consensual sobre os resultados das operações.

1.3.2 Evidência Empírica sobre Rendibilidades Anormais das Empresas Oferentes em OPA's

Apesar de algumas opiniões divergentes, a maioria dos autores concorda que as F&A criam valor para as empresas globalmente. Contudo, as rendibilidades anormais positivas agregadas parecem dever-se, sobretudo, ao melhor desempenho das empresas visadas. Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992) afirmam que os acionistas das empresas oferentes tiveram perdas significativas de 10%.

Ahern (2012) destaca rendibilidades positivas próximas de *zero* ou, na maior parte dos casos, rendibilidades anormais acumuladas negativas. Karamanos, Bakatselos & Agolli (2015) também identificaram rendibilidades anormais insignificantes nos bancos gregos.

Por outro lado, Moeller, Schlingemann & Stulz (2004) verificaram que as empresas oferentes de pequena dimensão obtiveram um retorno anormal reduzido, ao passo que as empresas de grande dimensão foram as principais perdedoras com as OPA's. No mercado português, Carvalho (2012) considera que as empresas oferentes alcançaram rendibilidades anormais tendencialmente nulas.

1.3.3 Evidência Empírica sobre Rendibilidades Anormais das Empresas Visadas em OPA's

Alguns estudos sugerem que as OPA's maximizam o valor da empresa visada, gerando rendibilidades anormais acumuladas positivas e elevadas. Em França, Eckbo & Langohr (1989) analisaram 90 operações ao longo de 16 anos, concluindo que o investimento dos

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

acionistas das empresas-alvo aumentou, em média, 16,48%. Estudos posteriores constataram as mesmas evidências, como por exemplo Ghosh (2001, 2004).

Por outro lado, Healy, Palepu & Ruback (1992) sustentam que na história das F&A as empresas visadas ganham mais do que as empresas oferentes. Andrade, Mitchell & Stafford (2001) encontraram ganhos significativos de 16% para as empresas visadas. No mercado português, Carvalho (2012) concluiu que as empresas visadas obtiveram rendibilidades anormais positivas de 16% entre 2000 e 2010, enquanto que Rodrigues (2001) concluiu que o ganho dos acionistas destas empresas foi de 18%.

Recentemente, Karamanos, Bakatselos & Agolli (2015) encontraram retornos anormais positivos de 7,44% nos bancos visados gregos no período entre 1996 e 2013.

1.3.4 Evidência Empírica sobre Rendibilidades Anormais das Empresas Envolvidas em OPA's

As OPA's nem sempre garantem sucesso para as partes envolvidas no negócio (as empresas oferentes e as empresas visadas). Alguns estudos, designadamente de Cole, Fatemi & Vu (2006) e Antoniou, Arbour & Zhao (2011), demonstraram que empresas sólidas juntaram-se e maximizaram o seu valor, mas falharam quanto à diversificação do negócio.

Vários estudos concluíram que as OPA's criam riqueza para os acionistas das empresas envolvidas, como por exemplo Jensen (1988), Bruner (2002), Beitel, Schiereck & Wahrenburg (2004), Soongswang (2011), Agrawal & Nasser (2012) e Andriosopoulos & Yang (2015). A maioria dos trabalhos encontrou rendibilidades anormais acumuladas positivas entre 1% a 5%, conforme Goergen & Renneboog (2004) e Fan & Goyal (2006). Em paralelo, Healy, Palepu & Ruback (1992) e Smith & Kim (1994) encontraram rendibilidades anormais acumuladas positivas entre 7,4% e 11,3%.

Outros estudos alegam que as OPA's produzem rendibilidades anormais negativas, como por exemplo Firth (1980), Roll (1986) e Cohen & Wang (2013). No mercado português, Carvalho (2012) concluiu que na última década a rendibilidade acumulada foi de 5%.

1.3.5 Evidência Empírica sobre a Reação das Cotações das Empresas à OPA`s

Os títulos cotados nas bolsas de valores estão sujeitos à volatilidade do mercado em que estão inseridos. Ainda assim, podem ocorrer fatores internos ou externos às empresas que provocarão reações fortes nas cotações dos títulos (Ball & Brown, 1968).

Beaver (1968) analisou a reação do preço dos títulos ao anúncio dos resultados anuais reportados pelas empresas. O autor verificou que imediatamente após esse anúncio existia uma reação no mercado, valorizando os títulos em cerca de 33%.

Ball & Brown (1968) começaram por estudar a reação do mercado de capitais e da imprensa à informação divulgada através dos relatórios anuais das empresas e, posteriormente, alargaram o estudo à reação do preço dos títulos ao anúncio de distribuição de dividendos. Mais tarde, outros autores também detetaram reações instantâneas dos títulos no momento da divulgação de informação, como por exemplo Mandelker (1974), Jarrell, Brickley & Netter (1988), Kang, Shivdasani & Yamada (2000) e King (2009).

Entretanto, Chehab (2002) confirmou que as cotações dos títulos obtêm imediatamente retornos anormais após qualquer anúncio público, nomeadamente, de resultados anuais, distribuição de dividendos, F&A e OPA`s.

1.3.6 Evidência Empírica sobre Reação das Cotações das Empresas em função da Modalidade de Financiamento da OPA

As formas mais vulgares de financiamento de uma OPA são numerário ou troca de participações (Valente, 1999). Hansen (1987) defende que a modalidade de financiamento influencia a reação do mercado. Segundo Brandão (1996), o valor das empresas oferentes aumenta se o pagamento da OPA for realizado em numerário, mas diminui no caso contrário. Esta conclusão é partilhada por Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992), verificando que nos cinco anos posteriores à OPA as empresas oferentes obtiveram retornos negativos devido a financiarem a OPA por troca de títulos.

O pagamento em numerário também tem vantagem nas OPA`s realizadas entre empresas de países diferentes, pois evita possíveis conflitos com os acionistas da empresa visada, que não terão interesse em possuir títulos de empresas sediadas em outros países (Rossi & Volpin, 2004).

A evidência empírica parece sugerir que as empresas visadas obtêm rendibilidades positivas independentemente da forma de financiamento, contrariamente às empresas oferentes.

2. ESTUDO EMPÍRICO

2.1 Hipóteses de Pesquisa

O objetivo principal do artigo é estudar o impacto da divulgação do anúncio preliminar de OPA's sobre a rendibilidade anormal das ações das empresas envolvidas cotadas no mercado acionista português. De um modo mais abrangente, pretende-se averiguar se as OPA's contribuem para criar ou para destruir valor. Assim, levantam-se as seguintes hipóteses de pesquisa, sustentadas nas evidências da revisão da literatura:

- H1)** As ações das empresas oferentes têm rendibilidades anormais negativas em torno da data do anúncio preliminar da OPA;
- H2)** As ações das empresas visadas têm rendibilidades anormais positivas em torno da data do anúncio preliminar da OPA;
- H3)** As rendibilidades anormais das ações das empresas visadas são superiores em amplitude às rendibilidades anormais das ações das empresas oferentes em torno da data do anúncio preliminar da OPA;
- H4)** As ações das empresas envolvidas conjuntamente têm ganhos consolidados anormais em torno da data do anúncio preliminar da OPA;
- H5)** As cotações das ações das empresas oferentes sofrem uma reação forte com o anúncio preliminar da OPA;
- H6)** As cotações das ações das empresas visadas sofrem uma reação forte com o anúncio preliminar da OPA;
- H7)** A reação das cotações das ações das empresas visadas é superior à reação das cotações das ações das empresas oferentes com o anúncio preliminar da OPA;
- H8)** As cotações das ações das empresas envolvidas conjuntamente sofrem uma reação forte com o anúncio preliminar da OPA;

H9) As cotações das ações das empresas oferentes têm melhor desempenho quando a OPA é financiada por capital e pior desempenho quando é financiada por troca de participações.

Seguindo o critério estabelecido pelos autores dos métodos apresentados no ponto 2.3. deste artigo, o período considerado em torno da data do anúncio preliminar da OPA corresponde às semanas contidas no intervalo [-5;+5] e o período considerado exterior corresponde às semanas contidas nos intervalos [-18;-6] e [+6;+18].

O momento 0 coincide com a data de divulgação do anúncio preliminar da operação.

2.2 Horizonte Temporal, Amostra e Dados

2.2.1 Horizonte Temporal

O estudo empírico do artigo considera um horizonte temporal de 28 anos, compreendido entre 1 de janeiro de 1989 e 30 de junho de 2017. A primeira data coincidiu com o início de OPA's mais relevantes em Portugal³ e a segunda data coincidiu com a conclusão do artigo.

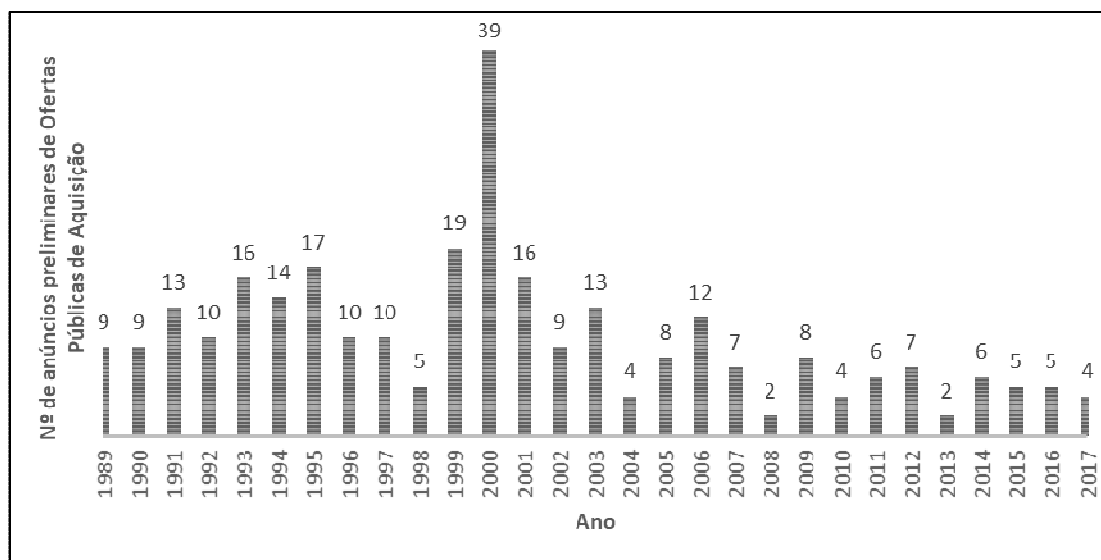
2.2.2 Amostra

Dada a extensão do horizonte temporal definido para o estudo empírico, o processo de identificação dos anúncios preliminares das OPA's efetuadas em Portugal foi efetuado através das informações disponibilizadas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e pela *Euronext Lisbon*. A pesquisa inicial identificou uma população constituída por 289 anúncios preliminares de OPA's no mercado nacional entre 1 de janeiro de 1989 e 30 de junho de 2017.

³ Esta informação foi prestada pela *Euronext Lisbon*.

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

Figura 1 - Anúncios Preliminares de OPA`s no Mercado Português: janeiro de 1989 a junho de 2017



Fonte: Elaboração própria (2017).

A frequência dos anúncios preliminares de OPA`s, observada na Figura 1, não mostra qualquer tendência particular no horizonte temporal. No entanto, constata-se que depois dos primeiros sinais da crise financeira (em torno de 2007) existiu um decréscimo acentuado desta forma de reestruturação empresarial. Além disso, também se confirmam as evidências reportadas por Brealey, Myers & Allen (2008) a propósito das vagas de F&A, destacando-se o biénio 1999 - 2000 com 19 e 39 anúncios preliminares, respetivamente, que representam cerca de 21% das intenções de aquisição.

Através de um processo rigoroso de triagem, dividido em cinco fases, selecionou-se a amostra final:

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

	Nº de OPA`s
Anúncios preliminares	289
Aquisições potestativas	-30
Compra de ações próprias	-14
Empresas não cotadas	-177
Empresas sem liquidez ⁴	-28
Ausência de reação do mercado ⁵	-3
Amostra de estudo	=37

Assim, a amostra final do estudo é constituída por 37 anúncios preliminares de OPA`s em que participaram 41 empresas oferentes, 37 empresas visadas e 55 empresas repartidas por 37 amostras de controlo.

2.2.3 Dados

Os dados originais dizem respeito às séries de cotações de fecho semanal das ações das entidades estudadas. Os dados do estudo empírico consistem na transformação simples das ações através da primeira diferença logarítmica neperiana das suas cotações $D[\log\{P_t\}]$. Em termos práticos, as rendibilidades (sem dividendos) nominais compostas continuamente R_t no momento t são calculados a partir dos preços P_t semanais consecutivos das ações, do seguinte modo:

$$R_t = (\ln P_t - \ln P_{t-1}) = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad (1)$$

Para averiguar se as empresas envolvidas nas OPA`s eram cotadas em bolsa e para obter os preços das respetivas ações recorreu-se aos boletins da *Euronext Lisbon* e ao seu sistema *Dathis*, bem como aos endereços *web* institucionais *Investing.com*, *Bolsa.pt* e *Yahoofinance.com*. Atendendo a que participaram empresas cotadas nos índices *PSI-20* e *IBEX-35*, também se utilizaram aquelas fontes para obter as remunerações do mercado português e do mercado espanhol. Finalmente, foram coligidas as remunerações do ativo isento de risco, considerando as obrigações do tesouro a 10 anos, para os mercados

⁴ Foram retirados os anúncios preliminares de OPA`s que envolviam empresas sem negociação regular no mercado bolsista durante os dias do período em estudo.

⁵ Foram retirados os três últimos anúncios preliminares de OPA do CaixaBank sobre o BPI, uma vez que o mercado descontou e deixou de reagir às sucessivas ofertas.

português e espanhol a partir das bases de dados *web* institucionais do Banco de Portugal (BdP) e da *Thomson Reuters' Datastream*, respetivamente.

2.3 Métodos Empíricos

A metodologia do estudo de eventos recorre à taxa de rendibilidade anormal, calculada adiante, através da diferença entre a rendibilidade observada e a rendibilidade normal. Importa salientar que as cotações das empresas oscilam em função de fatores internos e de fatores externos à sua atividade. Alguns desses fatores podem ser expurgados das cotações, como é o caso dos anúncios de resultados, de distribuição de dividendos e de aumentos de capital. A influência desses factos relevantes será retirada das cotações das ações para que a análise empírica reflita apenas as rendibilidades anormais provocadas por anúncios de OPA's. A rendibilidade normal das ações é calculada através da modelação apresentada por Sharpe-Lintner no contexto do CAPM:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f) \quad (2)$$

em que $E(R_i)$ é a rendibilidade esperada do título i , R_f é a rendibilidade de um ativo sem risco, β_i é o coeficiente de sensibilidade da rendibilidade do título face à rendibilidade marginal do índice do mercado e $E(R_m)$ é a rendibilidade esperada do mercado m .

Para responder às hipóteses de pesquisa H1, H2, H3, H4 e H9 é necessário calcular as rendibilidades anormais das ações que, por sua vez, serão diferenciadas consoante o método a empregar. Neste domínio, o estudo empírico explorado no artigo recorre ao método de Ball & Brown (1968), ao método de Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992) e a um método misto com vista a contribuir para resolver algumas limitações detetadas nas duas primeiras técnicas.

A comparação dos diferentes resultados obtidos enriquece a investigação científica financeira sobre o estudo de eventos. Para responder às hipóteses de pesquisa H5, H6, H7 e H8 é necessário calcular a reação das rendibilidades anormais das ações. Neste domínio, o estudo empírico recorre ao método de Beaver (1968).

Os resultados dos diferentes métodos empíricos consideram três análises independentes, sendo a primeira para as empresas oferentes, a segunda para as empresas visadas e a terceira para ambas envolvidas conjuntamente.

2.3.1 Método de Ball & Brown

O primeiro método do estudo empírico foi proposto por Ball & Brown (1968). Os autores partiram da equação (2), substituindo as rendibilidades esperadas pelas realizadas:

$$R_{it} = R_{ft} + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + U_{it} \quad (3)$$

em que U_{it} é o valor residual, ou erro do modelo de regressão, cujo valor esperado tende para zero. Depois de estimados⁶ os parâmetros desconhecidos por meio de uma regressão linear simples, a equação (3) pode apresentar-se do seguinte modo:

$$R_{it} - R_{ft} = \hat{\beta}_i(R_{mt} - R_{ft}) + \hat{U}_{it} \quad (4)$$

Seguidamente, calcula-se a rendibilidade anormal do título i no período t através da estimativa \hat{U}_{it} :

$$\hat{U}_{it} = (R_{it} - R_{ft}) - \hat{\beta}_i(R_{mt} - R_{ft}) \quad (5)$$

Neste modelo, os parâmetros β são estimados (nas empresas oferentes e nas empresas visadas) com os dados das rendibilidades logarítmicas das semanas [-18;-6]. Os autores Ball & Brown argumentam que esta janela temporal é mais segura para estimar β sem influência da alteração das cotações que pode ocorrer após o anúncio da operação. A partir da estatística dada da equação (5) determina-se a rendibilidade média anormal⁷ (AAR) em relação a todas as ações no momento t :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \hat{U}_{it} \quad (6)$$

Podendo ser positivas ou negativas as rendibilidades anormais, a determinação das rendibilidades médias anormais acumuladas⁸ (CAAR's) permite medir a acumulação de ganhos / perdas decorrentes da OPA nas semanas [-5;+5]:

$$CAAR_{t_1}^{t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (7)$$

⁶ O procedimento de estimação recorreu à aplicação *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS).

⁷ Designada por *Average Abnormal Return* (AAR) pelos autores Ball & Brown.

⁸ Designada por *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) pelos autores Ball & Brown.

2.3.2 Método de Agrawal, Jaffe & Mandelker

O segundo método do estudo empírico foi proposto por Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992). Os autores calculam a rendibilidade anormal do título i no período t através da estimativa do valor residual \tilde{U}_{it} com algumas diferenças relativamente ao modelo anterior:

$$\tilde{U}_{it} = R_{it} - R_{st} - (\hat{\beta}_i - \hat{\beta}_s) \times (R_{mt} - R_{ft}) \quad (8)$$

em que R_{st} é a rendibilidade da amostra de controlo s no período t e $\hat{\beta}_s$ é o coeficiente de sensibilidade da rendibilidade da amostra de controlo face à rendibilidade do mercado marginal do índice do mercado. Finalmente, as estatísticas AAR e CAAR são calculadas da mesma forma seguindo as equações (6) e (7), respetivamente. A primeira diferença, face ao modelo anterior, reside na utilização de uma amostra de controlo composta por quatro entidades similares (em termos de atividade e características) às empresas envolvidas em cada operação (oferentes e visadas). A segunda diferença reside na utilização das rendibilidades logarítmicas das semanas [+6;+18] para estimar os parâmetros β (nas empresas oferentes, nas empresas visadas e nas empresas de controlo). Os autores Agrawal, Jaffe & Mandelker argumentam nos mesmos termos a definição desta janela temporal.

2.3.3 Método Misto

Conforme se expôs, o método de Ball & Brown (1968) não inclui uma amostra de controlo, que tem como principal vantagem a estabilização de possíveis volatilidades criadas no ambiente geral que afetam igualmente todas as entidades presentes num determinado mercado. Consequentemente, o parâmetro β assim estimado será necessariamente inflacionado, repercutindo-se no cálculo da AAR gerada na OPA. Essa insuficiência foi colmatada no método de Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992), e só por si justificaria uma estimativa inferior do parâmetro β . No entanto, estes autores utilizam os retornos das semanas [+6;+18] posteriores ao anúncio preliminar da OPA, onde as cotações já refletem o impacto do acontecimento, e só por si justificará uma estimativa superior do parâmetro β . Identificadas estas limitações e a forma como podem interferir nos resultados empíricos, propõe-se um método misto inspirado no ajustamento dos dois métodos anteriormente expostos. Na expectativa de encontrar evidências mais conservadoras, o novo método sugere

a estimação do parâmetro β com os retornos das semanas [-18;-6], seguindo a técnica de Ball & Brown. Além disso, o novo método também sugere a inclusão de uma amostra de controlo, seguindo a técnica de Agrawal, Jaffe & Mandelker. O procedimento relacionado com a determinação da rendibilidade anormal baseia-se na aplicação da equação (8) e os procedimentos relacionados com o cálculo da AAR e da CAAR seguem as equações (6) e (7), respetivamente.

2.3.4 Método de Beaver

O quarto método do estudo empírico foi proposto por Beaver (1968). O autor calcula a reação da cotação das ações face a um anúncio preliminar de OPA:

$$R = \frac{U_{it}^2}{\text{Var}(U_{it})} \quad (9)$$

em que R é a reação da cotação e Var representa a variância da estimativa U_{it} nas semanas [-18;-6]. Como se pode constatar pela equação (9), o método de Beaver pressupõe o cálculo prévio da rendibilidade anormal das ações.

3. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

3.1 Estatísticas Descritivas e Teste de Normalidade da Distribuição Amostral

Apesar da reduzida dimensão da amostra em estudo, a Tabela 1 apresenta algumas estatísticas descritivas sobre os retornos das ações das empresas envolvidas nas OPA's e a estatística JB para o teste de normalidade de Jarque-Bera:

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas e Teste de Normalidade da Distribuição Amostral

	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Assimetria	Coefficiente de Curtose	Jarque & Bera (Teste de Normalidade)
Empresas Oferentes	-0,0001	0,006	-0,1091 Enviesada à esquerda	-1,0435 Platicúrtica	17,7638
Empresas Visadas	0,018	0,0085	-0,2215 Enviesada à esquerda	0,9962 Leptocúrtica	4,5623
Amostra Controlo	-0,004	0,0074	-0,8050 Enviesada à esquerda	0,5452 Leptocúrtica	9,3364
Rendibilidade do Mercado	0,0007	0,0034	0,282 Enviesada à direita	-1,0013 Platicúrtica	17,6892

Fonte: Elaboração Própria (2017).

As entidades estudadas tiveram rendibilidades pouco dispersas com valores médios próximos de *zero* no período amostral, exceto no caso das empresas visadas. O coeficiente de assimetria positivo na rendibilidade do mercado denota uma distribuição enviesada à direita, contrariamente às empresas que partilham um enviesamento à esquerda. O coeficiente de curtose positivo nas rendibilidades das empresas visadas e das empresas de controlo denota distribuições mais alongadas, contrariamente às empresas oferentes e ao mercado que partilham distribuições mais achatadas. Os primeiros sinais sobre a distribuição dos retornos são corroborados pelo teste de normalidade através da estatística *JB* que, para um nível de significância de 5%, tem na distribuição χ^2_2 o valor crítico de 5,99. Conclui-se que apenas no caso das empresas visadas se aceita a hipótese nula de normalidade dos retornos acionistas.

3.2 Análise à Qualidade de Ajustamento do Modelo de Regressão

A Tabela 2 apresenta os coeficientes de determinação R^2 para as estruturas estimadas:

Tabela 2 – Coeficientes de Determinação R^2 dos Modelos de Regressão Linear

		Mínimo	Máximo	Média
Ball & Brown	Empresas Oferentes	0	0,7190	0,2026
	Empresas Visadas	0,002	0,8070	0,1532
Agrawal, Jaffe & Mandelker	Empresas Oferentes	0	0,8774	0,2836
	Empresas Visadas	0	0,5960	0,1263
	Amostra de Controlo	0	0,8180	0,2844
Método Misto	Amostra de Controlo	0	0,8850	0,2979

Fonte: Elaboração Própria (2017).

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

Independentemente do método empírico usado para cálculo das rendibilidades anormais, alguns modelos de regressão estimados indicam boa qualidade de ajustamento, com o coeficiente R^2 compreendido entre 59,6% e 88,5%. Nestes casos, as alterações na variável dependente são bem explicadas por alterações na variável independente.

3.3 Testes de Validação do Modelo de Regressão Linear

A Tabela 3 apresenta os resultados dos testes de validação dos pressupostos dos modelos de estimação dos parâmetros β em função dos métodos empíricos propostos:

Tabela 3 – Teste de Durbin-Watson, Teste de Shapiro-Wilk e Teste de White

	Teste de Durbin-Watson			Teste de Shapiro-Wilk			Teste de White		
	β estimado	β rejeitado	β aprovado	β estimado	β rejeitado	β aprovado	β estimado	β rejeitado	β aprovado
Empresas Oferentes	82	19	63	82	19	63	82	5	77
Empresas Visadas	74	11	63	74	27	47	74	3	71
Amostra Controlo	74	16	58	74	19	55	74	5	69
Totais	230	46	184	230	65	165	230	13	217

Fonte: Elaboração Própria (2017).

De entre as 230 regressões estimadas, apenas 184 revelaram independência dos resíduos pelo teste de Durbin-Watson, podendo aprovar-se os respetivos β . Além disso, somente 165 regressões sugerem uma distribuição Normal dos resíduos pelo teste Shapiro-Wilk. Ainda assim, o teste White indica que 217 regressões produzem boas estimativas para os parâmetros, em termos de homoscedasticidade dos resíduos. Na condição de validar as estruturas estimadas mediante a aprovação simultânea pelos três testes, procedeu-se a uma filtragem dos resultados anteriores na tabela 4:

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

Tabela 4 – Validação das Estruturas Estimadas

	Teste Global		
	β estimados	β rejeitados	β aprovados
Empresas Oferentes	82	37	45
Empresas Visadas	74	40	34
Amostra de Controlo	74	33	41
Totais	230	110	120

Fonte: Elaboração Própria (2017).

Foram identificados os pressupostos habituais em 120 dos 230 modelos de regressão, sendo 45 deles para empresas oferentes, 34 para empresas visadas e 41 para empresas da amostra de controlo.

3.4 Teste à Significância Estatística da Diferença das Rendibilidades Médias Anormais

Através deste teste pretende-se averiguar se no período circundante [-5;+5] do anúncio preliminar de OPA existe uma alteração estatisticamente significativa nas rendibilidades médias anormais das empresas envolvidas, face ao período exterior [-18;-6] e [+6;+18]. A tabela 5 apresenta os resultados dos testes independentes para cada um dos métodos empíricos propostos, considerando as empresas oferentes, as empresas visadas e as empresas envolvidas conjuntamente:

Tabela 5 – Teste T de Student para os Métodos Empíricos

	Método de Ball & Brown				
	Média no período circundante	Média fora do período circundante	Graus de Liberdade	Teste T de Student (t observado)	Valor tabelado Teste unilateral à esquerda
Empresas Oferentes	-0,0032	-0,0019	14	0,4142	-1,761
Empresas Visadas	0,0131	0,0021	13	-2,2177	-1,771
Empresas Conjuntamente	0,0045	0,0001	13	-1,4283	-1,771

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

	Método de Agrawal, Jaffe & Mandelker				
	Média no período circundante	Média fora do período circundante	Graus de Liberdade	Teste T de Student (t observado)	Valor tabelado Teste unilateral à esquerda
Empresas Oferentes	-0,0002	0,0047	19	1,7566	-1,729
Empresas Visadas	0,0150	0,0051	14	-1,8440	-1,761
Empresas Conjuntamente	0,0070	0,0050	17	-0,6350	-1,740

	Método Misto				
	Média no período circundante	Média fora do período circundante	Graus de Liberdade	Teste T de Student (t observado)	Valor tabelado Teste unilateral à esquerda
Empresas Oferentes	-0,0048	0,0026	21	2,3973	-1,721
Empresas Visadas	0,0115	0,0062	14	-0,9785	-1,761
Empresas Conjuntamente	0,0029	0,0043	17	0,3949	-1,740

Fonte: Elaboração Própria (2017).

Apenas no caso das empresas visadas existe uma variação significativa das rendibilidades médias anormais, calculadas pelo método de Ball & Brown, em torno da data de anúncio preliminar das OPA's, conforme resulta do teste T para um nível de significância de 5% ($T_{Amost[13]} < T_{Crit} \Rightarrow Rej H_0$). Esta evidência aceita a hipótese de pesquisa H2 e é favorável à confirmação de H3 e de H4. Pelo método de Agrawal, Jaffe & Mandelker corroboram-se as evidências de que as empresas visadas obtêm ganhos anormais significativos com a divulgação da intenção de uma OPA. Os resultados do método misto contrastam com os métodos anteriores, verificando-se que as ações das empresas envolvidas nas OPA's não sofrem alterações significativas com o anúncio das ofertas. Isto pode decorrer da maior prudência no estabelecimento dos períodos temporais. As evidências neste método não confirmam as hipóteses de pesquisa H2, H3 e H4.

3.5 Rendibilidades Médias Anormais Acumuladas

Neste ponto apresenta-se a configuração gráfica das CAAR's durante o período em torno da data de anúncio preliminar das OPA's, circunscrito às semanas [-5;+5], recorrendo

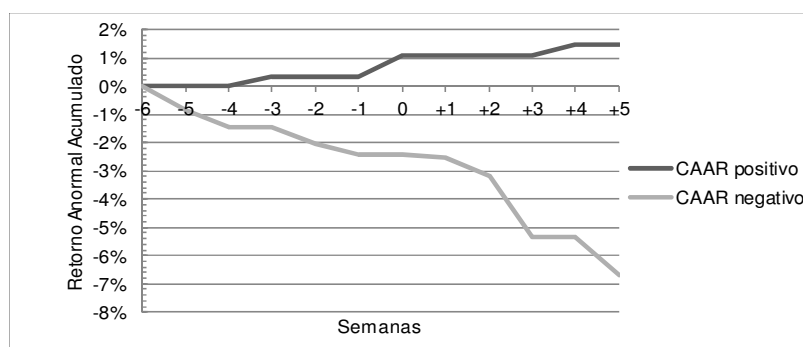
**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

apenas⁹ ao método misto, para as empresas oferentes, para as empresas visadas e para ambas envolvidas conjuntamente.

Configuração das Rendibilidades Médias Anormais Acumuladas nas Empresas Oferentes

O método misto demonstra que os anúncios preliminares de OPA`s no mercado português geraram uma destruição líquida de valor igual a 5,27% nas 41 empresas oferentes, conforme se observa na Figura 2, apoiando, sem relevância estatística, H1.

Figura 2 – CAAR pelo Método Misto para as Empresas Oferentes



Fonte: Elaboração própria

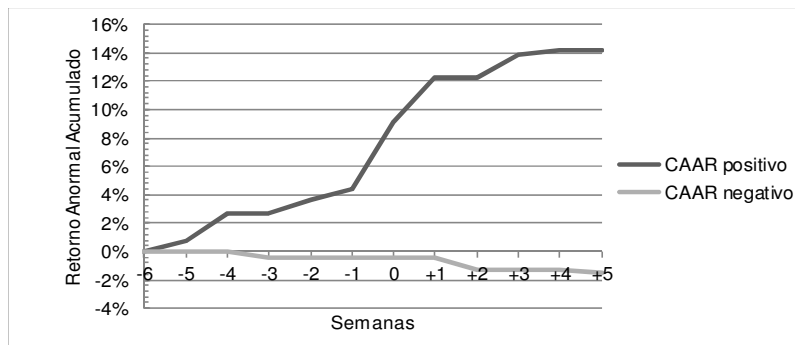
Configuração das Rendibilidades Médias Anormais Acumuladas nas Empresas Visadas

De acordo com o mesmo método, os anúncios preliminares de OPA`s geraram uma criação líquida de valor igual a 12,67% nas 37 empresas visadas, observável na Figura 3, salientando-as como principais ganhadoras e apoiando, sem relevância estatística, H2.

⁹ Por razões de espaço, o artigo apenas apresenta as configurações gráficas para o método misto, embora as figuras para os restantes métodos possam ser disponibilizadas mediante solicitação aos autores.

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

Figura 3 – CAAR pelo Método Misto para as Empresas Visadas



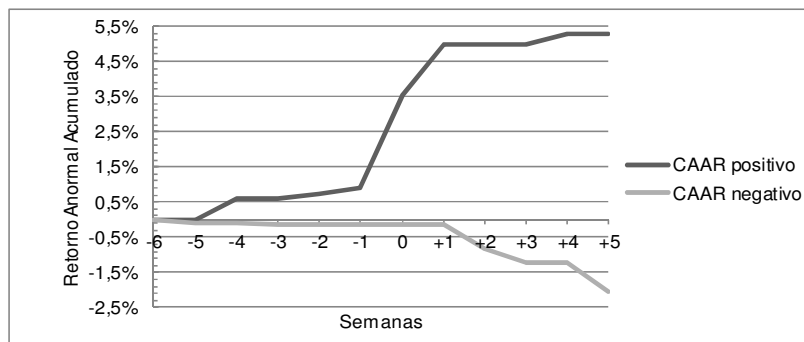
Fonte: Elaboração própria

A conjugação dos resultados obtidos, para as empresas oferentes e para as empresas visadas, parece suportar que as rendibilidades anormais das segundas são superiores em amplitude às rendibilidades anormais das primeiras em torno da data do anúncio da operação, apoiando, sem relevância estatística H3 e, assim, H4.

Configuração das Rendibilidades Médias Anormais Acumuladas nas Empresas Envolvidas Conjuntamente

O método misto sugere que os anúncios preliminares de OPA's no mercado nacional geraram uma criação líquida de valor igual a 3,24% (41 oferentes e 37 visadas). A Figura 4 mostra que as CAAR's positivas de 5,28% mais que compensaram as CAAR's negativas de 2,04%, apoiando, sem relevância estatística, H4 e H3.

Figura 4 – CAAR pelo Método Misto para as Empresas Envolvidas Conjuntamente



Fonte: Elaboração própria

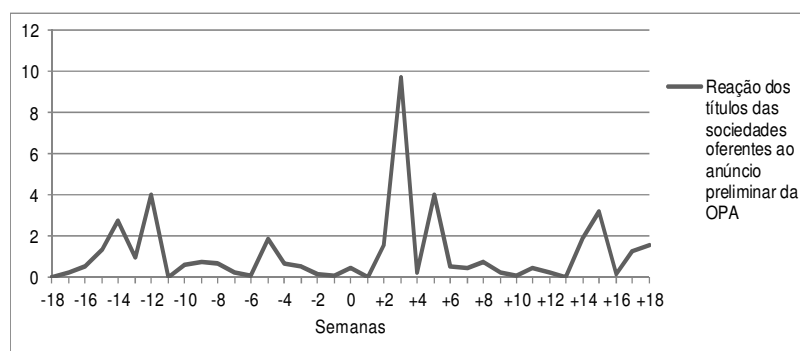
3.6 Reação das Cotações das Ações

Neste ponto apresenta-se a configuração gráfica da reação das cotações das ações durante o período em torno da data de anúncio preliminar das OPA's, circunscrito às semanas [-5;+5], utilizando o método empírico de Beaver.

Configuração da Reação das Cotações das Ações nas Empresas Oferentes

O método proposto por Beaver indica que os anúncios preliminares de OPA's no mercado português motivaram reações nas cotações das 41 empresas oferentes. Apesar do impacto ser reduzido na semana 0 (igual a 0,46), na semana +3 foi muito intenso (igual a 9,72). Ainda assim, a identificação visual deste fenómeno isolado, durante as semanas [-18;+18] na Figura 5, apoia H5.

Figura 5 - Reação das Cotações pelo Método de Beaver para as Empresas Oferentes

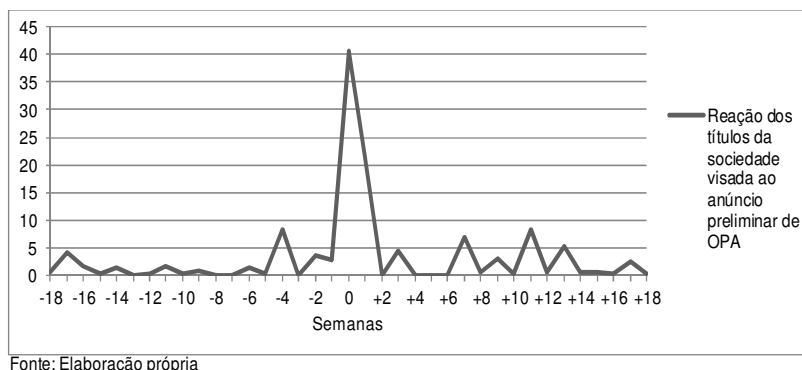


Configuração da Reação das Cotações das Ações nas Empresas Visadas

O mesmo método também indica que os anúncios preliminares de OPA's exerceram um forte impacto sobre as cotações das 37 empresas visadas. A inspeção visual da Figura 6 mostra que a reação (igual a 40,57) é instantânea no momento do anúncio da operação e apoia H6.

Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)

Figura 6 – Reação das Cotações pelo Método de Beaver para as Empresas Visadas



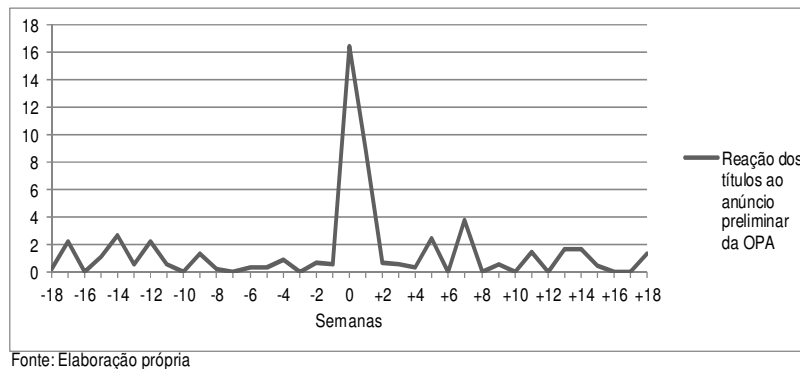
A conjugação dos resultados obtidos sustenta que a reação dos preços das ações das empresas visadas é superior, em amplitude, à reação dos preços das ações das empresas oferentes em torno da data do anúncio, apoiando H7 e, assim, H8.

Configuração da Reação das Cotações das Ações nas Empresas Envolvidas

Conjuntamente

O método proposto por Beaver ainda demonstra que a divulgação da intenção de aquisição influenciou significativamente as cotações das empresas envolvidas (41 oferentes e 37 visadas). De acordo com a Figura 7, o impacto da reação conjunta (igual a 16,41) no instante 0 deveu-se, essencialmente, ao desempenho das empresas visadas. Estes resultados também apoiam H8 e, assim, H7.

Figura 7 – Reação das Cotações pelo Método de Beaver para as Empresas Envolvidas Conjuntamente



3.7 Modalidade de Financiamento da OPA

Conforme descrito durante a revisão da literatura, os artigos internacionais descrevem desempenhos diferenciados para as empresas oferentes, consoante a modalidade de financiamento utilizada para concretizar as OPA's.

Prosseguindo o estudo empírico com o propósito de incluir a modalidade de financiamento, a primeira análise considera as empresas que se financiaram em numerário e a análise seguinte considera as empresas que se financiaram por troca de títulos. Da amostra final, constituída por 37 OPA's, foram retirados 4 anúncios, relativamente aos quais não foi possível aferir a forma de financiamento utilizada. De entre as 33 operações a estudar no primeiro estudo, 6 foram financiadas por troca de participações e 27 financiadas em numerário.

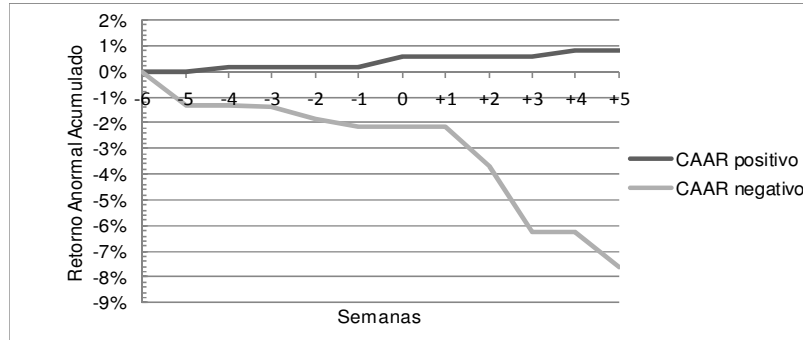
Financiamento das Empresas Oferentes em Numerário

O método misto sugere que os anúncios preliminares de OPA's no mercado português geraram uma perda líquida de valor igual a 6,81% nas 27 empresas oferentes que se financiaram por capital.

A Figura 8 mostra que as CAAR's positivas de 0,81% são insuficientes para compensar as CAAR's negativas de 7,62% formadas nas semanas [-5;+5]. Estes resultados divergem da generalidade da literatura, que identifica as empresas oferentes como potenciais ganhadoras nesta forma de financiamento.

Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)

Figura 8 – CAAR pelo Método Misto para as Empresas Oferentes: financiadas em numerário

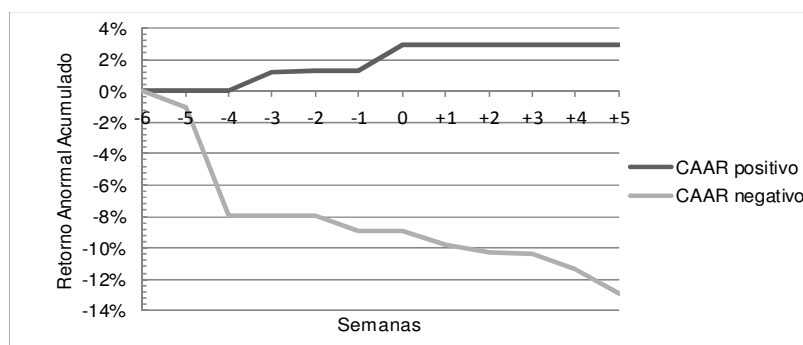


Fonte: Elaboração própria

Financiamento das Empresas Oferentes por Troca de Títulos

O mesmo método sugere que os anúncios preliminares de OPA's no mercado português geraram uma perda líquida de valor igual a 9,95% nas 6 empresas oferentes que se financiaram por troca de títulos. A Figura 9 mostra que as CAAR's positivas de 2,97% são insuficientes para compensar as CAAR's negativas de 12,92% formadas nas semanas [-5;+5]. Estes resultados convergem com a generalidade da literatura científica, que identifica as empresas oferentes como perdedoras quando emitem títulos para financiar a OPA.

Figura 9 – CAAR pelo Método Misto para as Empresas Oferentes: financiadas por troca participações



Fonte: Elaboração própria

A conjugação dos resultados, obtidos pelo método misto, parece concluir que o desempenho das empresas oferentes é melhor quando as OPA's são financiadas por capital e pior quando são financiadas por troca de títulos, apoiando H9.

CONCLUSÃO

Frequentemente, as empresas deparam-se com um dilema, entre optar por crescimento interno ou por crescimento externo através de operações de reestruturação. No entanto, qualquer que seja a escolha deve ser precedida de uma ponderação criteriosa, dado que uma má decisão poderá ditar o fim da organização. As F&A revestem a forma mais rápida e mais eficaz de atingir os objetivos mas, em contrapartida, mais arriscada para as partes envolvidas.

O estudo empírico deste artigo sugere que as OPA's realizadas em Portugal, a partir de 1989, criaram valor para as sociedades envolvidas conjuntamente, tal como concluíram os estudos anteriores de Carvalho (2012). Estas evidências são consistentes com as que foram divulgadas por Soongswang (2011) e Andriosopoulos & Yang (2015). Mais concretamente, as rendibilidades médias acumulam valores positivos compreendidos entre 1% e 5% no período circundante da data de anúncio preliminar, conforme Goergen & Renneboog (2004).

Por um lado, sustenta-se que as empresas oferentes são as principais perdedoras em OPA's, acumulando rendibilidades anormais negativas, conforme Ahern (2012). Por outro lado, também se sustenta que as empresas visadas são as principais ganhadoras, acumulando rendibilidades anormais positivas. Isso foi testemunhado no mercado nacional, por Carvalho (2012), e nos mercados internacionais, por Healy, Palepu & Ruback (1992) e Ghosh (2001,2004).

Outro fenómeno detetado pelo estudo empírico foi a reação visual imediata e significativa das cotações das ações ao anúncio preliminar das OPA's. Essa reação parece ser muito superior nas empresas visadas. Estes resultados convergem com os que foram reportados por Ball & Brown (1968), Beaver (1968), Mandelker (1974) e Chehab (2002).

Finalmente, numa análise complementar, o estudo empírico debruçou-se sobre a modalidade de financiamento das OPA's. As conclusões sugerem que as empresas

oferentes obtêm melhor desempenho quando financiam a operação em numerário e pior desempenho quando financiam a operação por troca de títulos. Estes resultados corroboram as evidências descritas por Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992) e Rossi & Volpin (2004).

A realização deste artigo enfrentou uma limitação importante, relacionada com a dificuldade na obtenção de elementos informativos mais antigos, essenciais para o desenvolvimento completo do estudo empírico.

Para trabalhos de investigação futura sugere-se que se proceda à replicação do novo modelo misto a OPA's ocorridas em mercados internacionais, com vista a confirmar a robustez do procedimento subjacente e analisar a consistência das evidências empíricas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agrawal, A., & Nasser, T. (2012). Insider trading in takeover targets. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 598-625.
- Agrawal, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. N. (1992). The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. *The Journal of Finance*, 47(4), 1605-1621.
- Ahern, K. (2012). Bargaining power and industry dependence in mergers. *Journal of Financial Economics*, 103(3), 530-550.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economics Perspectives*, 15(2), 103-120.
- Andriosopoulos, D., & Yang, S. (2015). The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom. *Journal of Banking & Finance*, 50(C), 547-561.
- Antoniou, A., Arbour, P., & Zhao, H. (2011). Measuring the economic gains of mergers and acquisitions: It is time for a change? *Journal of Financial Transformation*, 32, 159-168.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Beitel, P., Schiereck, D., & Wahrenburg, M. (2004). Explaining the M&A-success in european bank mergers and acquisitions. *European Financial Management*, 10, 109-139.
- Brandão, E. (1996). Mercado de capitais. Função de controle da atividade dos gestores: Caso americano e francês. *Working paper*, 1-12.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014). *Principles of Corporate Finance* (11nd ed.). New York: McGraw-Hill.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2008). *Princípios de Finanças Empresariais* (8ª ed.). Lisboa: McGraw - Hill.
- Bruner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance*, 12, 48-68.
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in european M&A's. *European Financial Management*, 10(1), 47-81.
- Carvalho, P. C. (2012). Reacção dos mercados de capitais aos anúncios de OPA' s em Portugal: Um estudo de evento. Instituto Politécnico de Bragança: Dissertação de Mestrado.
- Chehab, A. (2002). Market reaction to large bank merger announcements in oligopolies. *Journal of Economics and Finance*, 26(1), 63-76.
- Cohen, A., & Wang, C. C. (2013). How do staggered boards affect shareholder value? Evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 627-641.
- Cole, R., Fatemi, A., & Vu, J. (2006). Do mergers create or destroy value? Evidence from unsuccessful mergers. *Social Science Research Network*, 1-25.
- David, J. M. (2014). The aggregate implications of mergers and acquisitions. *Working Paper*. Southern California, USA: University of Southern California.

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

- Demidova, E. (2007). Hostile takeovers and defenses against them in Russia. *Problems of Economic Transition*, 50(5), 44-60.
- Duque, J., & Pinto, I. (2004). How sensitive are price sensitive events? *Working Papers n° 4/2004*. Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Eckbo, B. E., & Langohr, E. (1989). Information disclosure, method of payment and takeover premiums. Public and private tender offer, in France. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 363-404.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
- Fan, J. P., & Goyal, V. K. (2006). On the patterns and wealth effects of vertical mergers. *Journal of Business*, 79(2), 877-902.
- Firth, M. (1980). Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 94(2), 235-260.
- Ghuri, P., & Buckley, P. (2003). International mergers and acquisitions: past, present and future. Emerald Group Publishing Limited.
- Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7, 151-178.
- Ghosh, A. (2004). Increasing market share as a rational for corporate acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(1), 209-247.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder wealth effects of european domestic and cross-border takeover bids. *European Financial Management Journal*, 10(1), 9-45.
- Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *Journal of Business*, 60, 75-95.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.
- Jarrell, G. A., Brickley, J. A., & Netter, J. M. (1988). The market for corporate control: The empirical evidence since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 49-68.

- Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21-48.
- Kang, J. K., Shivdasani, A., & Yamada, T. (2000). The effect of bank relations on investment decisions: An investigation of Japanese takeovers bids. *Journal of Finance*, 55, 2197-2218.
- Karamanos, A., Bakatselos, G., & Agolli, R. (2015). Abnormal stock market returns to announcements of M&A banking Deals in Greece 1996-2013. *Management Dynamics in the Knowledge economy*, 3(2), 317-338.
- Khotari, S. P., & Warner, J. (2007). Econometrics of event studies. In E. Eckbo, Handbook of corporate finance (Vol. 1, pp. 3-36). Amsterdam: Elsevier North-Holland.
- King, M. (2009). Pre-bid run-ups ahead of Canadian takeovers: How big is the problem? *Financial Management*, 38(4), 699-726.
- Lichtenberg, Frank R. & Siegel, Donald (1992). Productivity and changes in ownership of manufacturing plants. In Lichtenberg, Frank R., Corporate Takeovers and Productivity, The MIT Press.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37.
- Lucas, R. E., & Moll, B. (2014). Knowledge growth and the allocation of time. *Journal of Political Economy*, 122(1), 1-51.
- Mackinlay, C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.
- Mandelker, G. (1974). Risk and return: The case of merging firms. *Journal of Financial Economics*, 1, 303-335.
- McGuckin, Robert H. & Nguyen, Sang V. (1995). Exploring the role of acquisitions in the performance of firms: Is the "firm" the right unit of analysis, U.S. Bureau of the Census, Center for Economic Studies. Discussion paper. CES, 95-13.

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

- McGuckin, Robert H., Nguyen, Sang V. & Reznick, Arnold P. (1995). The Impacts of ownership change on employment, wages, and labor productivity in U.S. manufacturing 1977-1987, U.S. Bureau of the Census, Center for Economic Studies. Discussion paper. CES, 95-8.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73, 201-228.
- Mossin, Jan (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*. October, 35, 768-783.
- Reed, S. F., & Lajoux, A. R. (1995). The art of M&A-A merger acquisition buyout guide. USA: Library of Congress Cataloguing-in-Publication Data.
- Ribeiro, H. R. (2001). Os processos de fusões e aquisições em Portugal nos anos 90. Universidade Católica Portuguesa. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças Empresariais.
- Rodrigues, V. (2001). Causas e efeitos das fusões de empresas: Teoria e evidência. Universidade Católica Portuguesa. Faculdade de Economia e Gestão. Tese de Doutoramento.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197-216 .
- Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A theory of market. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Sherman, A. J. (2010). Mergers & acquisitions from A to Z (3rd ed.). USA: Amacom.
- Singh, F., & Mogla, M. (2008). Impact of mergers on profitability of acquiring companies. The Icfai University Press, 60-75.
- Smith, R., & Kim, J. (1994). The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns. *Journal of Business*, 67(2), 281-310.

**Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português
(Operações ocorridas entre 1989 e 2017)**

- Soongswang, A. (2011). Total gains from mergers and acquisitions. Conference on interdisciplinary business research (pp. 1-19). USA: Society of Interdisciplinary Business Research.
- Spiegel, M., & Tookes, H. (2013). Dynamic competition, valuation, and merger activity. *The Journal of Finance*, 68(1), 125-172.
- Treynor, J. L. (1962). Toward theory of market value of risky assets. Unpublished Manuscript. Final Version in Asset Pricing and Portfolio Performance, 1999, Robert A. Korajczyk, ed., London: Risk Books, 15-22.
- Valente, H. (1999). Fusões e Aquisições. Porto: Vida Económica.
- Vaz, J. C. (2013). A OPA e o controlo societário - A regra de não frustração (Teses de Doutoramento ed.). Lisboa, Almedina.

How to cite this article:

Rafael, J.F.S., & Gomes, L.M.P. (2017). Rendibilidades anormais em ofertas públicas de aquisição no mercado acionista português (Operações ocorridas entre 1989 e 2017). *Portuguese Journal of Finance, Management and Accounting*. 3 (6), 3-36. Disponível em <http://u3isjournal.isvouga.pt/index.php/PJFMA>