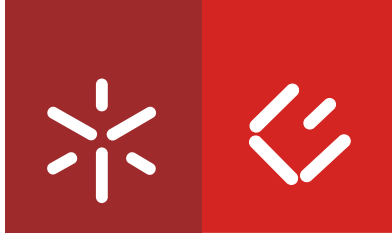


**Universidade do Minho**  
Escola de Economia e Gestão

Vitor Manuel Ribeiro Teles

**O efeito da competição entre adquirentes  
e do poder negocial das partes nos  
resultados dos anúncios das fusões e  
Aquisições**



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

Vitor Manuel Ribeiro Teles

**O efeito da competição entre adquirentes  
e do poder negocial das partes nos  
resultados dos anúncios das fusões e  
Aquisições**

Dissertação de Mestrado  
Mestrado em Finanças

Trabalho realizado sob a orientação do  
**Professor Doutor Artur Rodrigues**

Abril de 2013

É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO PARCIAL DESTA DISSERTAÇÃO APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A TAL SE COMPROMETE;

Universidade do Minho, \_\_\_ / \_\_\_ / \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

## **Agradecimentos**

Embora este trabalho seja de algum modo solitário, o resultado final não seria possível sem a ajuda de algumas pessoas que das mais variadas formas contribuíram para que este fosse possível. Ressalvo desde já que não têm qualquer responsabilidade por eventuais erros porém, foram indispensáveis para que a sua conclusão fosse possível.

Ao Professor Doutor Artur Rodrigues, que na qualidade de orientador sempre se mostrou disponível para me receber. Mesmo quando interpelado sem a respetiva marcação prévia, sempre se disponibilizou para me esbater dúvidas com as quais era questionado. Os meus sinceros agradecimentos.

Agradeço também ao Professor Doutor Miguel Portela que criou um fórum através do qual tirava dúvidas acerca do *software* e ao Professor Doutor Gilberto Loureiro pela exposição acerca da base de dados.

Finalmente uma palavra de apreço aos colegas e amigos com os quais debati algumas opiniões.

## **O efeito da competição entre adquirentes e do poder negocial das partes nos resultados dos anúncios das Fusões e Aquisições**

### **Resumo**

As fusões e aquisições (F&A) têm assumido uma posição de destaque no panorama económico sob os mais variados pretextos. No entanto, a literatura não é consensual relativamente a que esta estratégia de gestão represente um real acréscimo de valor para a economia. Por vezes aponta mesmo como um meio de destruição de valor, fundamentalmente para os acionistas da empresa licitante.

Surgem assim duas questões fundamentais em torno das quais versa este estudo. Quem realmente beneficia de retornos anormais num processo de F&A? E, quais os fatores que mais contribuem para explicar esses resultados? Assim, este estudo aborda esta temática com o intuito de contribuir com dados empíricos para as questões colocadas.

Para responder à primeira questão, a metodologia utilizada para verificar da real criação ou destruição de valor foi o estudo de eventos. Neste, verificou-se a existência de resultados anormais positivos para a empresa alvo, enquanto que, o licitante obteve resultados anormais negativos, já de forma agregada os resultados anormais revelam-se positivos. Todos estes resultados se mostraram estatisticamente diferentes de zero, pelo que, se conclui que na amostra utilizada existiu criação de valor.

No que concerne à segunda questão, também aqui foram analisados o licitante e o alvo separadamente e posteriormente em conjunto. Com efeito, verificou-se que a variável que se revelou mais pertinente na explicação dos resultados anormais negativos do licitante foi o pagamento em ações. Por sua vez, para o alvo a variável pagamento em dinheiro surge como a que mais contribui na explicação dos resultados anormais positivos. Quando agregados os resultados, o facto de existir mais que um licitante revela um contributo negativo e estatisticamente significativo sem que qualquer outra variável mereça destaque.

Palavras-chave: fusões; aquisições; estudo de eventos; resultados anormais.

# **The effect of competition between buyers and bargaining power of the parties in the results of announcements of Mergers and Acquisitions**

## **Abstract**

Mergers and acquisitions (M&A) have assumed a prominent position in the economic outlook under various pretexts. However, the literature is not consensus whether this corporate strategy represents a real value addition to the economy. In some cases, it is even cited as a mean of destroying shareholder value of the bidding company.

This results in two fundamental questions. Who really benefits from abnormal returns in the process of M & A? And what are the factors that help to explain these results? So, this study approaches this issue and attempts to contribute with empirical data to this research field.

To answer to the first question, the methodology used to verify the actual value creation or destruction was the event study. The results unveil the existence of positive abnormal returns accruing to the target, negative abnormal returns to the bidders and positive abnormal returns for the aggregated deal. All these results were statistically different from zero, supporting the contention of value creation within the used sample.

Regarding the second question, we also have examined the bidder and the target separately and then together. It was found that the variable that proved to be most relevant in explaining the negative abnormal returns to the bidder was the payment in shares, while for the target, the payment in cash arises as the most important contribute to explain the positive abnormal returns. When aggregated, the fact that there is more than one bidder shows a negative contribution and statistically significant although no other variable deserves emphasis.

Keywords: merger; acquisition; event studies; abnormal returns.

## Índice Geral

Agradecimentos.....	III
Resumo.....	IV
Abstract.....	V
Glossário de abreviaturas.....	VII
Lista de figuras.....	VII
Lista de tabelas.....	VII
1 - Introdução.....	1
2 - Revisão da Literatura.....	4
3 - Metodologia.....	10
3.1 - Estudo de eventos.....	10
3.2 - Definição de janela de estimação e do evento.....	10
3.3 - Cálculo das rendibilidades.....	11
3.4 - Hipóteses a testar.....	13
3.5 - Descrição e fundamentação das variáveis utilizadas.....	14
4 - Dados.....	18
5 - Discussão dos resultados.....	20
5.1 - Análise do estudo de eventos.....	20
5.2 - Determinantes das F&A.....	21
5.3 - Implementação e análise de regressões.....	22
5.3.1 - Análise de regressões para o <i>target</i> .....	23
5.3.2 - Análise de regressões para o <i>bidder</i> .....	25
5.3.3 - Análise de regressões conjunta.....	27
6 - Conclusão.....	29
Referências.....	31
Anexos.....	34

## **Glossário de abreviaturas**

F&A: Fusões e Aquisições

OLS: Ordinary Least Squares (Método dos Mínimos Quadrados)

CARs: Cumulative Abnormal Returns (Resultados Anormais Acumulados)

PIB: Produto Interno Bruto

EUA: Estados Unidos da América

## **Lista de figuras**

Figura 1: Janela de eventos ..... 10

## **Lista de tabelas**

Tabela 1: Definição das variáveis a testar ..... 14

Tabela 2: Resultado dos estudos de eventos ..... 20

Tabela 3: Resumo estatístico das variáveis ..... 22

Tabela 4: Regressões para o *target*, event-study -1 a +1 ..... 24

Tabela 5: Regressões para o *bidder*, event-study -1 a +1 ..... 26

Tabela 6: Regressões conjunta do *event-study*-1 a +1 ..... 27



## **1 - Introdução**

A competitividade entre instituições teve um crescimento exponencial impulsionado pela globalização. Isto agudizou a necessidade de adaptação e de reestruturação fundamentais para a sua subsistência e afirmação num contexto económico cada vez mais competitivo e mundializado. Nesse sentido, as fusões e aquisições (F&A) assumiram um papel relevante na economia mundial. Este fenómeno é muito importante, não só, pelos valores transacionados mas também pelas implicações que acarreta quer para as empresas envolvidas quer para a própria economia. Todas estas mudanças implicam uma constante adaptação da gestão, mas também na reorganização constante dos fatores produtivos, das estruturas e mesmo dos modelos de negócio.

Por outro lado, é também uma forma de investimento estrangeiro que tem ganho preponderância com a globalização. A par da globalização, a desregulamentação que ocorre nos países em desenvolvimento é outro fator impulsionador desse tipo de estratégia. É mais fácil e rápido adquirir uma empresa em certos países do que obter licença para investir. Pois, por vezes, em países menos desenvolvidos a obtenção dessas licenças só é conseguida através de canais menos claros. No entanto, Rossi e Volpin (2004) apontam para mercados com padrões de contabilidade melhor estruturados e com maior proteção dos acionistas como mais apetecíveis do ponto de vista do investidor. Contudo, a desregulamentação de países emergentes revela-se também importante, contribuindo mesmo para estimular ondas de F&A como referem Brakman *et al* (2006). Assim, as F&A vão ocorrendo por vagas e por vezes concentrando-se em determinados setores, impulsionadas também por inovações tecnológicas, por choques industriais e pelos preços das matérias-primas, entre outros.

Neste sentido, a sua importância estratégica é reconhecida na consolidação do negócio, na afirmação e expansão internacional e até como forma de eliminar concorrência, adquirindo-a ou formando parcerias. Desta forma, verifica-se o uso recorrente deste tipo de estratégia por todo tipo de empresas e com os mais diversos objetivos. No caso da fusão, isso implica a extinção de uma das empresas, geralmente a empresa alvo deixa de existir caso o negócio seja consumado. Por outro lado, a aquisição pode ser apenas parcial, e refere-se a negócios em que nenhuma das empresas envolvidas perde a sua personalidade jurídica. No entanto, serão tidas em conta apenas aquisições que concedam o controlo ao licitante, caso contrário poderá ser apenas um investimento.

A sua importância é assim inegável e os seus resultados podem ser os mais variados. Além de ser um meio de possível criação de riqueza, pode ser uma forma de otimizar meios, mas pode também dar origem a monopólios com as suas inerentes implicações. Porém, o motivo mais vezes associado às F&A será porventura a obtenção de sinergias. Por outro lado, o seu impacto na economia pode ser muito considerável pois, no caso de certos produtos/serviços pode ter repercussões que afetem diversas instituições e agentes económicos, desde a concorrência ao consumidor final.

No que concerne aos resultados obtidos, a literatura aponta de forma quase unânime identificando as empresas alvo como as que arrecadam melhores resultados. Por sua vez, as empresas licitantes tendem a não beneficiar com este tipo de estratégia como conclui Andrade *et al* (2001). Desde logo, isso condiciona as expectativas quanto aos resultados a encontrar. Assim, espera-se que os resultados a obter traduzam rendibilidades anormais positivas para a empresa alvo. Por sua vez, para o licitante a literatura já é mais divergente com autores que apontam para rendibilidades nulas, como Roll (1986) e outros para rendibilidades negativas como Jensen (1986). Já Morellec e Zhdanov (2005) apontam os dois cenários como possíveis. No entanto, os mesmos autores salientam que desde que haja criação de valor no curto prazo, os resultados serão positivos.

Mas existirão fatores que levam a esta estratégia mais importantes que outros e que possam influenciar o impacto/resultado do negócio? Nesta estratégia é fundamental estudar as variáveis que podem ser basilares na explicação dos resultados. Assim, o poder negocial, a liquidez do licitante e o facto de existir mais que um comprador serão variáveis a estudar. Além disso, são apontadas no estudo teórico desenvolvido por Morellec e Zhdanov (2005), como importantes no desenrolar do processo de F&A. Desta forma, pretende-se confirmar se alguns dos fatores apontados por Morellec e Zhdanov (2005) verificam empiricamente a sua importância, tendo ainda presente a relevância de outros fatores como o tipo de pagamento e a diferença de valor entre as empresas.

Por tudo isso, as F&A serão com certeza um tema que permitirá desenvolver um estudo aprofundado em vários aspetos. Com efeito, pretende-se aferir da real criação ou destruição de valor além de averiguar da maior relevância de determinadas variáveis.

A dissertação está organizada da seguinte forma: no ponto 2 faz-se a revisão de literatura, explanando resultados e conclusões de estudos precedentes; no ponto 3 será descrita a metodologia a utilizar, discriminando os diferentes passos a seguir; segue-se o ponto 4 com a descrição da amostra a utilizar, sucedendo-se o ponto 5 com a descrição e análise dos resultados obtidos; culmina depois com as conclusões retiradas do estudo no ponto 6.

## 2 - Revisão da Literatura

As F&A são utilizadas recorrentemente como forma de expansão e reestruturação, implicando investimentos cujo valor pode ter um papel decisivo no futuro das empresas. Nesse sentido, impera a necessidade de analisar a literatura existente sobre o tema, com o intuito de aferir quais os aspectos mais importantes. Esta é muito abrangente e versa sobre os mais variados aspectos. Assim, procurar-se-á dar o devido enquadramento, contudo, será dada ênfase à literatura que verse sobre aspectos considerados relevante para o tema abordado.

Desde logo a teoria identifica boas e más razões para as F&A. A obtenção de economias de escala é sem dúvida uma das razões mais utilizadas como uma boa razão para explicar este tipo de estratégia. Esta permite um melhor aproveitamento e otimização de eventuais excessos de capacidade instalada, com a consequente diminuição dos custos de produção. A obtenção de sinergias geradoras de valor para as empresas é outro fator usualmente referido como uma das razões para esta estratégia empresarial tal como aponta Leland (2007). Por outro lado, um exemplo utilizado frequentemente como de uma má razão é, a diversificação com o intuito de diminuir o risco. Pois, apesar de se reconhecer que diminui o risco da empresa, e de acordo com Jensen (1986), a diversificação tende a gerar menores ganhos totais. Além disso, a argumentação teórica diz que é mais dispendiosa quando efetuada pela empresa. Pois o acionista pode diversificar de forma mais eficaz e menos onerosa.

Para aferir de qual o contributo económico, Andrade *et al* (2001) analisam empiricamente as evidências e perspetivas sobre as fusões e se efetivamente são uma forma de criação ou destruição de valor. Neste estudo, concluem que o resultado desta estratégia tende a ser positivo no conjunto das duas empresas. No entanto, os resultados anormais positivos verificam-se nas empresas alvo<sup>1</sup> com maior incidência, e a verificar-se uma perda, esta geralmente ocorre na empresa compradora. No mesmo seguimento, Morellec e Zhdanov (2005) além de introduzirem novas hipóteses, procuram explicar teoricamente os resultados empíricos já encontrados. Os autores concluem que os retornos anormais serão recorrentemente maiores para o alvo e tendencialmente positivos. Por outro lado, para o licitante os resultados anormais tendem a ser inferiores comparativamente com os verificados pela empresa alvo, podendo mesmo ser negativos, principalmente se tiver concorrência no negócio. Mas acima de tudo,

---

<sup>1</sup> Na análise de Andrade *et al* (2001) há evidência estatística de que nos três dias subsequentes ao evento os resultados anormais são da ordem dos 16%.

Morellec e Zhdanov (2005) afirmam que se os dois licitantes tiverem características semelhantes nesse caso o retorno para o licitante vencedor será negativo.

De certa forma Jensen (1986) já tinha chegado as mesmas conclusões. Este autor no seu estudo em que faz uma análise teórica afirma que o conflito de interesses entre os gestores e os acionistas leva a um investimento no aumento do valor da empresa através das F&A, o que aumenta a probabilidade de resultados negativos. O autor prevê mesmo, que os retornos combinados devem ser negativos. Por sua vez, uma das previsões consideradas importantes no estudo de Morellec e Zhdanov (2005) é que quando combinados, os resultados serão positivos desde que seja criada riqueza no curto prazo. Para a empresa alvo e segundo Varaiya (1987), uma maior resistência dos gestores da empresa aquando da tentativa de aquisição, culminará num maior prémio de aquisição.

Outro facto realçado no estudo de Andrade *et al* (2001) é que os resultados anormais tendem a diminuir quando o pagamento é feito por ações, sendo que isto ocorre com maior predominância à medida que a dimensão da empresa alvo aumenta. Por sua vez, Morellec e Zhdanov (2005) constataam que os retornos diminuem com a correlação entre os retornos das empresas que se fundem, ou seja, quanto mais distintas forem as empresas menores devem ser os resultados obtidos com a F&A. O que vai ao encontro da teoria que diz que a opção por esta forma de diversificação não tem benefícios financeiros para a empresa. Os mesmos autores referem ainda que, os retornos anormais aumentam com a volatilidade dos retornos das ações. Andrade *et al* (2001) verificam também que as F&A ocorrem por vagas, impulsionadas por desregulamentação do setor, inovações tecnológicas, choques industriais, preço das matérias-primas, entre outros.

Relativamente ao prémio pago aquando da aquisição, Walkling e Edmister (1985) chegam à conclusão que o prémio tende a ser mais elevado quando se procura o controlo da empresa alvo. Por outro lado, será menor quando a empresa já possui ações da empresa. Além disso, está negativamente relacionado com o nível de endividamento da empresa alvo e com o rácio *Market to Book*<sup>2</sup>, à medida que estes aumentam, o prémio tende a diminuir.

No seu estudo teórico, Alvarez e Stenbacka (2006) afirmam que menor alavancagem por parte do licitante confere-lhe maior poder negocial e capacidade de persuasão. Por sua vez,

---

<sup>2</sup> Se a empresa tem um rácio *Market to Book* elevado considera-se que está sobreavaliada pelo que normalmente não se paga prémio.

Walkling e Edmister (1985) não encontram relação com o nível de liquidez da empresa alvo. Segundo a teoria, uma empresa com elevada liquidez torna-se mais apetecível e por isso será mais provável tornar-se alvo de uma tentativa de aquisição, o que intuitivamente leva a crer que o prémio seria maior, contudo neste estudo isso não se verifica.

Como referido, segundo a teoria, empresas com elevados montantes em caixa estão mais expostas a tentativas de aquisição. Isto leva-nos de volta a Jensen (1986) e ao conflito de interesses. Assim, para diminuir a probabilidade de ser alvo, os gestores não deveriam deixar acumular fundos, podendo levar a que realizem investimentos mais arriscados para investir os fundos excessivos. Além disso, os gestores podem ser tentados a fazerem desvios pelo elevado dinheiro disponível. Por sua vez, os acionistas preferem que os fundos sejam distribuídos a realizar investimentos arriscados. No entanto, Pinkowitz (2000) constata o contrário. No seu estudo, Pinkowitz verifica que empresas com elevadas disponibilidades durante muito tempo, não foram alvo de tentativa de aquisição e até pelo contrário essa probabilidade diminui. Além disso, o gestor aquando de uma tentativa de aquisição hostil dispõe desse dinheiro para adaptar a estrutura de capitais ou mesmo para se entrincheirar. Com efeito, este estudo refere também que os prémios não são afetados por esse facto, o que leva o autor a concluir que o mercado de F&A não monitoriza as disponibilidades monetárias. Todavia, o risco de desvios e de uma gestão menos cuidada por elevadas disponibilidades mantem-se.

Verificando uma onda de F&A, Bruner (2002) elabora o seu estudo analisando os resultados estimados por 130 estudos decorridos entre 1971 e 2001. O autor conclui que as empresas alvo obtêm retornos anormais positivos bastante consideráveis, segundo o autor, esta estratégia revela-se claramente favoráveis para essas empresas. Quanto aos retornos para o licitante, Bruner (2002) refere que os resultados são bem mais problemáticos. O autor afirma que da recolha efetuada, uma parte substancial apresenta destruição de valor para o licitante. Porém, de uma forma generalizada conclui que para as empresas adquirentes os resultados são essencialmente nulos. Relativamente aos resultados combinados, tipicamente a empresa alvo tem resultados superiores aos da empresa compradora e o resultado conjunto é significativamente positivo em cerca de metade dos estudos que fazem essa análise. Isto leva o autor a sugerir que os resultados combinados do licitante e do alvo, em média, pagam o investimento das F&A na generalidade dos estudos.

Por sua vez, Beitel, Schiereck e Wahrenburg (2004) estudam o sucesso das F&A na Europa. Os autores verificam que licitantes experientes, que têm um maior historial de F&A, têm normalmente menor criação de valor, comparativamente com licitantes menos ativos. Isto leva a crer que os investidores projetam maior incerteza nas transações de um licitantes mais ativo, considerando-o mais propenso ao risco. Os autores referem mesmo, que nesses casos a criação de valor para os acionistas não será a motivação principal dos gestores. Todavia, os resultados desse estudo vão de encontro com grande parte da literatura, com ganhos evidentes para o alvo e com os resultados do licitante a oscilar entre valores positivos e negativos e sempre muito próximos de zero. Por sua vez, na análise conjunta constata-se a existência de criação de valor nessa estratégia.

Moeller, Schlingemann e Stulz (2003) no seu estudo pretendem entender quais são os ganhos que os acionistas das empresas licitantes obtêm. Para tal analisam a aquisição de empresas pública, privadas e subsidiárias. Na amostra utilizada, os autores constata-se uma destruição de valor, apontando mesmo para uma perda por parte dos licitantes de 218 bilhões de dólares aquando do anúncio. Referem também que existe criação de valor quando o licitante é de pequenas dimensões e quando é de empresas subsidiárias. Contudo, mencionam que a perda por parte das grandes empresas é enorme. Para tal, apontam como causas, problemas de agência, mas principalmente, o facto de terem esgotado a possibilidade de crescimento interno e, ao optarem pelas aquisições como estratégia de crescimento leva-os a maus investimentos originando perdas avultadas.

Outro aspeto que pode ter influência nos resultados obtidos são as medidas anti aquisição (*poison pill*), que podem de alguma forma influenciar o valor das F&A. Scharfstein (1988) verifica que as medidas anti aquisição tendencialmente aumentam o custo de uma tentativa de aquisição e reduzem a sua probabilidade de ocorrência. Por este motivo, segundo a teoria, há autores que defendem que o mercado da F&A deve funcionar livremente, argumentando que estas medidas geram ineficiências de mercado. Já McWilliams (1990), conclui que, essas medidas têm efeito positivo no preço das ações. Contudo, se os gestores forem detentores de capital da empresa, quanto maior for a sua participação menor é o efeito destas medidas no preço das ações.

Fuller *et al* (2002) procuram identificar quais as variáveis que podem gerar retornos anormais sob o ponto de vista da empresa compradora. Nesse estudo, identificaram

rendibilidades anormais positivas aquando da compra de um alvo privado, mas negativas quando o alvo é público (cotado em bolsa). Concluem também que, á medida que a dimensão aumenta e o pagamento é em ações, o retorno aumenta no mesmo sentido (positivo para alvos privados e negativo para alvos públicos). Estes resultados evidenciam que, pelo facto da empresa ser cotada e, teoricamente possuir maior liquidez ou poder melhorar a liquidez mais facilmente<sup>3</sup>, não permite ao comprador obter resultados tão bons como com empresas privadas. Estas serão um ativo menos líquido, e teoricamente, aquando da aquisição irão otimizar os resultados beneficiando da maior liquidez.

Como já foi salientado, é muito importante saber quais serão os fatores que mais contribuem para a explicação dos retornos anormais. Nesse sentido, Varaiya (1987) estuda os determinantes dos prémios de aquisição e conclui que, o valor do prémio diminui para a empresa alvo se esta tiver pouco poder negocial. Mas aumentam à medida que aumentam os ganhos previstos pelo licitante, o que vai ao encontro de Alvarez e Stenbacka (2006) quando afirmam que maior poder por parte do licitante lhe dá vantagem na repartição das sinergias. No mesmo sentido Song e Walkling (1993) concluem que, maior poder por parte do gestor<sup>4</sup> da empresa alvo está associado a maiores retornos aos acionistas quando, sendo alvo de uma oferta hostil, se conclui o negócio. Varaiya (1987) verifica ainda que a má gestão, associada à subvalorização da empresa está relacionada com a magnitude dos ganhos. Por outro lado, o poder de negociação da empresa alvo aumenta quando são tomadas medidas anti aquisição ou se existir mais que um comprador. No mesmo sentido Morellec e Zhdanov (2005) constataam que a concorrência acelera o processo de aquisição. Além disso, defendem que pelo facto de existir mais que um comprador, o preço pago tende a aumentar o que irá gerar maiores resultados para a empresa alvo reduzindo os resultados do licitante, podendo mesmo culminar com resultados negativos para o adquirente.

No mesmo sentido, Rossi e Volpin (2004) direcionam o seu estudo sobre os determinantes das F&A. Os autores verificam que esta atividade é mais intensa em mercados com maior proteção dos acionistas e com melhores padrões de contabilidade. Em aquisições em que as empresas envolvidas não são do mesmo país, tendencialmente é a empresa alvo que pertence a um mercado menos protegido. No mesmo sentido Brakman *et al* (2006), além de

---

<sup>3</sup> Maior facilidade de aceder a financiamentos.

<sup>4</sup> Neste estudo, o aumento do poder negocial do gestor está diretamente associado ao aumento da sua participação no capital da empresa que gere.



confirmar o supra referido, verificam que a desregulamentação em países em desenvolvimento estimula ondas de F&A, tal como Andrade *et al* (2001).

De uma perspetiva mais financeira, com especial atenção á alavancagem, Morellec e Zhdanov (2008) concluem que o licitante que leva vantagem negocial, tem em média, menor alavancagem que a média da indústria. Assim, os autores destacam isso como uma vantagem negocial, o que vai de encontro com Alvarez e Stenbacka (2006). Por outro lado, Leland (2007) analisa a alavancagem como otimização financeira e aponta a criação de *Spinoffs* como uma otimização estrutural com sinergias financeiras advindas dum efeito alavancagem ótimo.

Lambercht (2004) centra-se no *timing* das fusões que visam atingir economias de escala e verifica que á medida que o poder de negociação do licitante aumenta, além de aligeirar a concretização do negócio, também aumenta o incentivo para as fusões. Por outro lado, maiores custos e maior incerteza tendem a atrasar a fusão, tal como concluído em Alvarez e Stenbacka (2006). No mesmo sentido Morellec e Zhdanov (2005) desenvolvem um modelo que determina o *timing* e os termos de aquisição. Uma das conclusões do estudo é que a concorrência entre empresas acelera o processo de aquisição. Além disso, a existência de concorrência e de incerteza, pode originar retornos negativos para o licitante. Alvarez e Stenbacka (2006) também comungam desta conclusão, afirmando que a incerteza afeta o momento ideal da aquisição, sendo que este é aligeirado á medida que a incerteza diminui. Contudo, segundo Morellec e Zhdanov (2005), embora seja menos provável que obtenha retornos anormais negativos, o mais sensível a esta possibilidade é a empresa alvo. Já relativamente á concorrência, Toxvaerd (2008) explicita que a pressão concorrencial acelera o processo.

Como referido anteriormente, pretende-se estudar quais os fatores dominantes do impacto do anúncio das F&A. Em que medida variáveis como o poder negocial, a liquidez do licitante e o facto de existir mais que um licitante, podem ser ou não determinantes nos resultados obtidos. Aferir quais as variáveis mais importantes é indubitavelmente relevante pois, os valores transacionados são por vezes superiores ao PIB de pequenos países, o que revela que além do valor em si também pode ter reflexos na economia tanto positiva como negativamente.

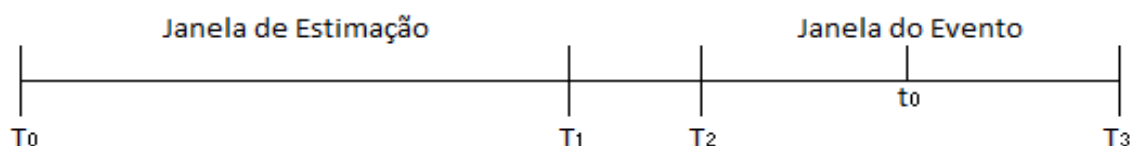
### 3 - Metodologia

No que concerne à metodologia a utilizar, o estudo de eventos será o mais indicado para testar as hipóteses referidas. Segundo MacKinlay (1997) esta metodologia tem sido desenvolvida ao longo dos anos com o intuito de estudar as rendibilidades, porém, o método utilizado por diversos autores na década de 60 era já muito semelhante ao atual.

#### 3.1 - Estudo de eventos

O estudo de eventos assume que o mercado incorpora rapidamente a informação disponível. Por isso, o preço das ações deve espelhar a cada momento o valor real da empresa, ajustando-se rapidamente e absorvendo toda a informação. No contexto das F&A, é utilizada uma janela de evento que mostrará a rendibilidade anormal passível de existir e que permitirá identificar a existência de criação ou destruição de valor. Assim, para tal, será definida uma janela temporal que abarque o período do anúncio e que permita verificar a possível existência de rendibilidades anormais.

**Figura 1:** Janela de eventos



**Fonte:** Adaptado de Mackinlay (1997)

#### 3.2 - Definição de janela de estimação e do evento

O período que precede o anúncio é definido como janela de estimação, é utilizado para descrever a rendibilidade dita normal. Este intervalo compreendido entre  $T_0$  e  $T_1$ , explanado na figura anterior, deve ter o cuidado de verificar se o evento não tem alguma interferência com a janela do evento, isto para não influenciar as rendibilidades explanadas nessa janela. Quanto à dimensão desta janela de estimação, não existe um número pré-estabelecido de observações que deva ser utilizado. No entanto, em MacKinlay (1997) é utilizada uma janela de 250<sup>5</sup> observações pelo que será utilizada uma de igual dimensão. Contudo, esta janela será limitada a 30 dias antes do evento para evitar eventuais sobreposições entre a janela de estimação e a janela de evento.

<sup>5</sup> Este período equivale a sensivelmente um ano, tendo em conta apenas os dias uteis.

A data do anúncio reporta o momento em torno do qual incide todo o interesse desta análise. Assim, essa data corresponde à janela do evento, na qual incidirá a análise para aferir de criação ou destruição de valor. Para esse efeito, a data do anúncio corresponde ao momento zero assinalado na figura 1 como  $t=0$ . Além disso, deve proceder-se a definição de janelas com diferentes dimensões e que possibilitem a análise das alterações, se existirem, nas rendibilidades das empresas.

Neste ponto, a definição da dimensão das janelas a utilizar implica cuidados acrescidos. Pois, como refere McWilliams e Siegel (1997) podem ser postos em causa os resultados obtidos, isto é, deve ter-se o máximo cuidado na definição das janelas para que incluam apenas o evento a analisar. Nesse sentido, e por ser implementado em grande parte dos estudos analisados como uma forma de evitar ruído em torno do negócio, na base de dados recolhida serão eliminados todos os eventos que não respeitem a dimensão da janela de estimação. Ou seja, foram eliminadas da amostra as empresas que não tinham dados de pelo menos 250 dias antes do dia do anúncio.

Para definir a amplitude das janelas a utilizar, serão tidos em conta estudos anteriores. Cichello & Lamdin (2006), no seu estudo fazem uma breve revisão sobre as técnicas dos estudos de eventos, nesse seguimento, mencionam vários estudos e referem as janelas utilizadas em cada um deles. Com efeito, e de acordo com Schuman (1993), as janelas escolhidas para examinar cada evento foram: (i) uma janela de 3 dias do dia - 1 a + 1; (ii) uma janela de 11 dias do dia - 5 a + 5; e (iii) uma janela de 21 dias do dia - 10 a + 10.

### **3.3 - Cálculo das rendibilidades**

Para aferir das rendibilidades<sup>6</sup> das empresas, foram retiradas da base de dados *DataStream* as rendibilidades ajustadas aos dividendos (o *Return Index*), respeitante a cada uma delas. Importa também salientar que todo este processo é aplicado à empresa licitante e à empresa alvo separadamente, posteriormente a análise culminará com a junção dos intervenientes para uma análise conjunta.

---

<sup>6</sup> Para efetuar todos os cálculos necessários, nomeadamente o cálculo das rendibilidades a ferramenta usada será o programa econométrico STATA. Importa também salientar que no processo de programação do referido programa, a parte referente ao estudo de eventos terá por base o código disponibilizado pelo Professor Doutor Gilberto Loureiro que será devidamente adaptado ao estudo em causa.

Tendo por base MacKinlay (1997), há duas formas de modelar o retorno normal. Com efeito, este pode ser aferido através do modelo de retorno médio constante. Este considera o valor esperado do retorno atual  $E(R_{it}|X_t)$ , onde  $X_t$  é tido como uma constante. Mais concretamente, este modelo assume que o retorno médio do respetivo título se mantém constante ao longo do tempo. Por outro lado, pode utilizar-se o modelo de mercado sendo que neste,  $X_t$  é o retorno do mercado que se assume como estável e linear.

Neste ponto será utilizado o modelo de mercado. Esta decisão baseia-se no facto de que ao usar o portefólio do mercado, a sua variação será menor Mackinlay (1997). Além disso, terá incorporado o risco específico de cada empresa contida nesse mercado. Assim, a rendibilidade normal é a rendibilidade esperada sem que ocorra qualquer fusão ou aquisição, ou seja, a rendibilidade verificada na janela de estimação. Com efeito, tal como em McWilliams e Siegel (1997) e Schwert (1996) é utilizada a regressão:

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

sendo  $(R_{it})$  a rendibilidade verificada e  $(R_{mt})$  é a rendibilidade obtida no portefólio de mercado. Por sua vez,  $(\varepsilon_{it})$  é o termo de perturbação onde estão incluídos os resíduos e que tem como média zero. O parâmetro  $\beta_i$  mede a sensibilidade da empresa perante o mercado e  $\alpha_i$  mede a rendibilidade média que não é explicada pelo modelo. Estes dois parâmetros são obtidos pelo método dos mínimos quadrados (*Ordinary Least Squares – OLS*), através de uma regressão linear simples. Além disso, optou-se por ter como portefólio a rendibilidade do mercado doméstico, ou seja, do país no qual a empresa está sediada. Desta forma, este modelo faz com que a rendibilidade da empresa dependa da rendibilidade do mercado, que por sua vez, está ajustado ao risco.

Posteriormente procede-se ao cálculo da rendibilidade em cada uma das janelas do evento acima referidas. Isto irá permitir verificar se existe criação ou destruição de valor. Para tal, a rendibilidade anormal  $(AR_{it})$  é obtida pela diferença entre a rendibilidade verificada  $(R_{it})$  e a rendibilidade esperada/normal  $E(R_{it}|X_t)$ . O seu cálculo será obtido da seguinte equação:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t) \quad (2)$$

com efeito, seguindo o exemplo de Mackinlay (1997) assume-se que a rendibilidade utilizada segue uma distribuição normal e são uniformemente distribuídas.

O passo seguinte é agregar os resultados de todas as empresas de forma a obter os retornos anormais da amostra. Para tal, não é necessário mais que uma regressão onde a única variável é os resultados anormais médios (CARs), à qual o *software* nos devolve a média da amostra em questão. Com efeito, neste ponto será possível aferir da criação ou destruição de valor tanto do lado da empresa licitante como do lado da empresa alvo.

Posteriormente segue-se a agregação dos resultados do licitante e do alvo. Assim, esta junção das rendibilidades permitirá verificar da efetiva criação ou destruição de valor gerada pelo negócio, independentemente da posição do interveniente, licitante ou alvo. Ou seja, pode-se aferir, tendo por base a amostra utilizada, da real criação ou destruição de valor que este tipo de estratégia proporciona para a economia. Assim, assumindo que o retorno médio se mantém constante é gerada uma variável tal que:

$$carBT_{11} = \frac{(carB_{11} + carT_{11})}{2} \quad (3)$$

onde,  $(carBT_{11})$  é a média de retornos alcançados em cada evento e para a janela de eventos, neste caso refere-se ao intervalo de  $(-1 : 1)$ . Esta média é obtida com o calculo entre  $(carB_{11})$  e  $(carT_{11})$  para a mesma janela de evento. Posteriormente é afetuada a junção, tal como já foi explanado anteriormente, para obter os retornos anormais de cada fusão ou aquisição. Em seguida é calculada a média da amostra, este procedimento será repetido para as diferentes janelas de evento a fim de aferir de possíveis diferenças dependentes da amplitude do período em questão. Assim, caso os resultados se revelem estatisticamente diferentes de zero, poderemos verificar se em média este tipo de estratégia é geradora ou destruidora de valor.

### **3.4 - Hipóteses a testar**

Como referido anteriormente, pretende-se aferir de quais os fatores determinantes do impacto do anúncio das F&A. Com efeito, e após a implementação do estudo de eventos, o passo seguinte será aferir da importância de algumas variáveis económicas.

Assim, as hipóteses a testar são três de entre as destacadas por Morellec e Zhdanov (2005). Entre outras, os autores destacam o poder negocial, a liquidez geral do licitante e o facto

de existir mais que um potencial comprador, como fatores importantes no desenrolar do processo negocial e nos resultados. Com efeito, testar-se-á se efetivamente maior poder negocial contribui para que o licitante tenha maior probabilidade de obter resultados negativos. Testar-se-á também se a liquidez lhe dá vantagem no processo negocial e se o facto de existir competição entre licitantes tem impacto negativo nos resultados obtidos. Para obter resultados que possam validar, ou não, estas hipóteses será utilizado o método dos mínimos quadrados (*Ordinary Least Squares – OLS*). Além disso, outras variáveis como o valor contabilístico, o valor relativo entre as empresas e o tipo de pagamento, entre outras, serão tidas em conta como variáveis de controlo. Também estas variáveis de controlo foram escolhidas tendo por base a revisão de literatura, nomeadamente, Billett, King e Mauer (2004) que afirmam a importância das três variáveis acima referidas. Desta forma, os resultados anormais (CARs) surgirão como variável dependente e todas as outras serão as variáveis independentes utilizadas para explicar os resultados anormais.

### 3. 5 – Descrição e fundamentação das variáveis utilizadas

Para verificar se o poder negocial é importante no processo, bem como a liquidez do licitante e do facto de existir mais que um potencial comprador, é essencial enumerar e fundamentar as variáveis de controlo a utilizar.

**Tabela 1:** Definição das variáveis a testar

Variáveis	Descrição
Comcompetidor	<i>Dummy</i> = 1 caso exista mais que um licitante, = 0 caso contrário
Podernegocial	É medido dividindo os ativos líquidos pela dívida líquida, valores em milhões de dólares
LiquidezG_B	Rácio de endividamento do adquirente retirado da SDC
Pag_dinheiro	<i>Dummy</i> = 1 se o pagamento for em dinheiro, = 0 caso contrário
Pag_acoes	<i>Dummy</i> = 1 se o pagamento for em ações, = 0 caso contrário
ValorRelativo	Logaritmo do valor do alvo dividido pelo logaritmo do valor do adquirente, ambos 4 semanas antes do anúncio, valores em milhões de dólares
A_valorcontabilistico	Valor contabilístico do adquirente (nos últimos 12 meses), valores em milhões de dólares
A_EPS	Ganhos médios por ação do licitante (nos últimos 12 meses), valores em dólares
P_P_Share	Preço pago pelo adquirente pelas ações do <i>target</i> , valores em dólares
InValor_bidder	Logaritmo do valor de mercado do licitante 4 semanas antes do anúncio

Assim na tabela 1 está explanada a descrição sumária das variáveis a utilizar e a descrição de como foram construídas. Segue-se as referências à literatura sob a qual foi fundamentada esta escolha. Com um breve resumo dos fundamentos utilizados pelos autores que além de fundamentarem a sua escolha fomentaram a sua utilização.

As três principais variáveis acima referidas são consideradas importantes em Morellec e Zhdanov (2005). No seu estudo os autores referem que o facto de existir mais que um comprador tenderá para que o pagamento seja mais elevado o que proporcionará maiores resultados para a empresa alvo e aumentando a possibilidade de resultados negativos para a empresa compradora. No mesmo sentido, o poder negocial e a liquidez serão determinante nos resultados. No que concerne ao poder negocial, o licitante procurará fazer prevalecer essa vantagem o que pode gerar investimentos mais elevados e que não gerem resultados proporcionais. Do mesmo modo a maior liquidez também o impulsiona ao investimento ficando mais exposto a resultados negativos. Desta forma, estas variáveis podem representar um maior poder de persuasão perante o alvo. Contudo, em caso de competição entre licitantes podem também contribuir para aumentar a probabilidade de resultados negativos, tal como refere Morellec e Zhdanov (2005).

Foram também incluídas duas variáveis que distinguem o tipo de pagamento (dinheiro ou ações). Estas variáveis foram consideradas importantes tendo em conta a literatura, nomeadamente Beitel, Schiereck e Wahrenburg (2004) e Billett, King e Mauer (2004). Segundo os autores, geralmente os acionistas alvo preferem pagamento em dinheiro pelo que, serão mais recetivos à proposta, apenas preferindo o pagamento em ações se considerarem que as ações do licitante estão subavaliadas e por isso com o ajustamento do mercado podem obter ganhos superior.

O tamanho relativo entre as empresas é também uma variável considerada pertinente na análise, esta é utilizada em vários estudos como Beitel, Schiereck e Wahrenburg (2004), Billett, King e Mauer (2004) e Hankir, Rauch e Umber (2011). Segundo os autores, a aquisição de alvos menores será menos complexa com efeitos de escala potencialmente menores ao passo que para alvos maiores perspetivam-se maiores sinergias com maior potencial de ganho. Por isso, é certamente uma variável a ter em consideração.

O valor contabilístico é outra variável utilizada pois, como refere Datta, Iskadar-Datta e Raman (2001), é uma variável que ajuda os investidores a avaliar se as ações da empresa estão sub ou sob avaliadas. Por sua vez, os ganhos por ação do licitante captam a performance de mercado da empresa adquirente. Segundo Billett, King e Mauer (2004), esta variável é muitas vezes utilizada por analistas para julgar o desempenho das empresas, além de poder ser usado como indicador de qualidade da empresa.

O preço das ações é, geralmente, a primeira imagem que a empresa projeta para o mercado e que reflete o valor da empresa. Em Fama (1998) o autor realça a importância do preço das ações e da sua eventual avaliação incorreta. Fama (1998) refere que, se o ativo estiver a ser transacionado fora de preço, sub ou sobrevalorizado, pode desencadear maior interesse no negócio. Caso se considere que as ações estão subvalorizadas o interesse será maior da parte do licitante, pois deteta a possibilidade de obter maiores ganhos. Por outro lado, se o alvo considerar que as ações estão sobrevalorizadas terá maior interesse em vender pois com os ajustamentos do mercado o seu preço será revisto em baixa.

Já o valor da empresa é, segundo Beitel, Schiereck e Wahrenburg (2004), um fator de dissuasão para eventuais licitantes concorrentes. Quando o primeiro licitante é uma empresa com valor superior a outros potenciais interessados, estes tendem a desistir da empresa alvo, exceto se a oferta inicial for considerada baixa. Nesse sentido será utilizado o logaritmo do valor do licitante pois será uma variável potencialmente importante nas regressões estimadas a seguir.

Com efeito, serão efetuadas várias regressões para o adquirente, para o alvo e para os resultados dos dois juntos com o intuito de verificar o mencionado. Através destas, aferir-se-á do contributo de cada variável na explicação dos resultados anormais. Posteriormente analisar-se-á da significância estatística dos resultados e se estatisticamente são diferentes de zero ou se pelo contrário nada podemos concluir.

Um dos pressupostos do método OLS é que os resíduos têm média de zero, dessa forma as variâncias serão homogêneas e não dependem das variáveis independentes. Com efeito, isso deve ser analisado, pois caso não se verifique, os estimadores estarão enviesados, o que poderá levar a conclusões erradas. Quando testamos a homoscedasticidade do modelo, estamos a verificar se a variância do termo de erro é constante. Ou seja:



$$\text{Var}(u | x) = \sigma^2 \quad (4)$$

e se a distribuição do termo erro, dado  $x$ , não depende de  $x$ . Em relação à heteroscedasticidade, contrariamente à homoscedasticidade, diz-nos que a variabilidade na variável dependente em torno da média, não é constante ou que está muito dispersa, e depende do valor das variáveis independentes. Nesse sentido o teste a implementar será o teste de Breusch-Pagan. Neste teste, inicialmente estimamos o modelo a estudar, segue-se uma regressão idêntica em que a variável dependente será o quadrado dos resíduos estimados. Por fim analisa-se a estatística F para aferir da existência de homoscedasticidade no modelo. Caso se verifique a existência de heteroscedasticidade no modelo, este será devidamente ajustado. Com efeito, passar-se-á a utilizar os desvios padrão robustos caso se verifique esse problema.

#### 4 - Dados

Como já foi referido, o propósito deste estudo é identificar e avaliar os fatores determinantes do impacto de uma fusão e aquisição. Verificando a sua importância no que concerne à obtenção, e possível explicação de eventuais retornos anormais gerados nesse processo. Nesse sentido, e por ser um setor muitas vezes excluído dos estudos efetuados, este incidirá mais precisamente sobre o setor financeiro do mercado Norte-americano.

O facto da escolha recair sobre o mercado Norte-americano prende-se essencialmente com a maior facilidade de obtenção de dados e informação. Além disso, é um dos mercados onde este tipo de estratégia é seguramente mais utilizada, além de ser uma das economias mais desenvolvidas. Assim, proporcionará seguramente a informação necessária para uma análise o mais fidedigna possível.

Deste modo, para identificar as F&A foi utilizada a base de dados *Thomson Financial (SDC) Platinum Mergers and Acquisitions database*. Para construir a base de dados a utilizar inicialmente estabeleceu-se um horizonte temporal sob o qual recairá o estudo. Para tal, foi tido em conta que na última década a economia mundial atravessa uma anormal turbulência dos mercados. Por isso, pretendeu-se que a amostra extravasasse esse ciclo, assim, a amostra abrange um período de 21 anos mais precisamente entre 1990 e 2011.

Posto isso, as restrições estipuladas aquando da pesquisa na base de dados SDC foram: (i) a empresa alvo teria de pertencer ao mercado Norte-americano, (ii) as empresas envolvidas pertencessem ao setor financeiro e (iii) todas as empresas serem cotadas em bolsa. Posteriormente restringiu-se ainda a amostra de forma a eliminar aquisições que não conferissem o controlo da empresa alvo, ou que se pudessem limitar a um reforço da posição da empresa ou que esta já o detivesse. Além disso, posteriormente foi também restringido que o adquirente pertencesse aos EUA. Este facto deveu-se a serem poucos os que pertenciam a outros mercados, cerca de 1% da amostra final, pelo que, não sendo um número significativo, poderia causar algum “ruído” nos valores apurados.

Desejando que os dados sejam recolhidos de forma mais homogénea possível, todas as variáveis<sup>7</sup> utilizadas foram retiradas da base de dados SDC. Por isso, esta base de dados

---

<sup>7</sup> As variáveis recolhidas foram-no (última versão) a 30 de janeiro de 2013.

assume-se como a principal fonte utilizada. Porém, foi utilizada também a *DataStream* nomeadamente para retirar as rendibilidades ajustadas aos dividendos<sup>8</sup>. Este índice foi recolhido para calcular a rendibilidade das empresas envolvidas em F&A. Para tal, foram recolhidas as cotações diárias para um período de 23 anos<sup>9</sup>, mais precisamente entre 1989 e 2012. Além disso, foram também retiradas as rendibilidades ajustadas aos dividendos<sup>10</sup> dos índices de mercado dos países onde as empresas estão sediadas uma vez que, também se afigurava necessário para os cálculos.

Após proceder à limpeza e filtragem dos dados de forma que o estudo incida sob uma amostra o mais fidedigna possível, a amostra final ficou constituída por 743 processos de F&A abrangendo um total de 1088 empresas. Posteriormente, para estudar o impacto do anúncio nos retornos das empresas, procedeu-se à subdivisão em licitante e alvo. Depois de processada esta divisão, ficaram 743 empresas alvo e 345 empresas adquirentes. Contudo, as empresas adquirentes foram repetidas tantas vezes quantos os eventos onde estiveram envolvidas com sucesso, de forma a calcular as rendibilidades obtidas em cada negócio de forma independente, fazendo posteriormente a média da amostra.

---

<sup>8</sup> Estas rendibilidades são designadas de "Return Index" sendo este foi retirado (última versão) no dia 14 de janeiro de 2013.

<sup>9</sup> Este período é superior ao dos dados anteriormente referidos, acrescentando um ano antes e um depois para possibilitar o futuro cálculo dos já referidos resultados anormais.

<sup>10</sup> Também estas rendibilidades são designadas de *Returns Index* e retiradas da base de dados a 14 de janeiro de 2013.

## 5 - Discussão dos resultados

Este estudo de certa forma pode ser dividido em duas fases. Inicialmente será implementado o estudo de eventos onde se pretende aferir da eventual criação ou destruição de valor, com a respetiva análise dos resultados e o devido enquadramento teórico. Em seguida proceder-se-á à implementação de regressões que visam aferir quais os fatores ou variáveis mais importantes no impacto do anúncio, seguindo-se a devida interpretação dos resultados. Neste ponto tentar-se-á fazer a ponte entre os resultados evidenciados e a literatura existente. Desta forma, tentar-se-á fazer sempre o devido enquadramento buscando explicação e suporte teórico para o eventual destaque que alguma variável possa refletir.

### 5.1 - Análise do estudo de eventos

Como já referido, o estudo inicia-se por uma análise separada das rendibilidades alcançadas pelo adquirente e pelo alvo, seguindo-se a análise das duas entidades combinadas. Nesse sentido, a tabela 2 apresenta o resumo dos resultados obtidos para cada uma das janelas de evento estimadas e com as respetivas referências à significância estatística dos resultados obtidos. O período está compreendido entre 1990 e 2011, com dados referentes apenas ao setor financeiro, sendo que os intervenientes estão limitados ao mercado dos Estados Unidos.

**Tabela 2:** Resultado dos estudos de eventos

	Janela de evento	N	cars em % <sup>a</sup>	t - teste	p – valor
Alvo	(-1 : 1)	743	0,198***	26,63	0,000
	(-5 : 5)	742	0,215***	27,69	0,000
	(-10 : 10)	742	0,227***	28,29	0,000
	Janela de evento	N	cars em %	t - teste	p – valor
Licitante	(-1 : 1)	754	-0,013***	-8,42	0,000
	(-5 : 5)	754	-0,018***	-8,07	0,000
	(-10 : 10)	754	-0,019***	-6,71	0,000
	Janela de evento	N	cars em %	t - teste	p – valor
Combinado	(-1 : 1)	743	0,093***	24,44	0,000
	(-5 : 5)	742	0,099***	24,36	0,000
	(-10 : 10)	742	0,104***	24,09	0,000

<sup>a</sup>Nível de significância \*\*\* 1%, \*\* 5%, \* 10%

A amostra final difere em número, entre adquirente e alvo, pelo facto dos alguns intervenientes não possuírem as observações pré estabelecidas como mínimo para a estimativa do evento ser considerada fiável. Como é constatável pela tabela 2, as empresas alvo apresentam resultados positivos e estatisticamente significativos. Com efeito, verifica-se uma criação de valor para a empresa alvo em todas as janelas de evento estimadas, isto vai ao encontro do estudo de Morellec e Zhdanov (2005) que, de forma teórica, prevê que isso ocorra. Já no estudo de Andrade *et al* (2001) o mesmo é verificado empiricamente. Desta forma, ambos verificam que as empresas alvo têm incidência de resultados anormais positivos, o que também é explanado em Beitel, Schiereck e Wahrenburg (2004). No mesmo sentido, Bruner (2002) afirma que a evidência é de que os acionistas alvo obtêm ganhos consideráveis com retornos anormalmente positivos.

Para a empresa licitante, os resultados também se revelam estatisticamente diferentes de zero. No entanto, nesta amostra os resultados anormais são negativos o que vai de encontro com a possibilidade aberta por Morellec e Zhdanov (2005). Também Bruner (2002), refere que muitos dos estudos analisados apresentam resultados anormais negativos para o licitante entre 1% e 3%, logo, este enquadrar-se-ia nesse intervalo no que concerne a resultados verificados.

Na análise dos dados combinados entre o adquirente e o alvo, os resultados revelam-se positivos e estatisticamente significativos. Tendo em conta Morellec e Zhdanov (2005), os autores referem que os resultados finais serão positivos desde que no curto prazo haja criação de riqueza. Ou seja, segundo os autores se o primeiro impacto for positivo deverá verificar-se uma real criação de riqueza para a empresa. É precisamente o que se verifica, uma vez que na janela de eventos o resultado é positivo e estatisticamente diferente de zero. Poderá assim concluir-se que, no que respeita a esta amostra, de forma global as F&A originaram uma criação de valor. Esta análise vai também de encontro com conclusão de Bruner (2002) pois, este autor conclui que os resultados combinados pagam o investimento.

## **5.2 – Determinantes das F&A**

Seguindo em conformidade com o definido na metodologia, foram implementadas várias regressões a fim de aferir da relevância de algumas variáveis. Com efeito, pretende-se verificar se o poder negocial é determinante no processo negocial, além da liquidez do licitante e do facto de existir mais que um comprador.

De forma a resumir os dados estatísticos das variáveis a utilizar, estes são apresentados de resumidamente na tabela 3, nomeadamente o número de observações, a média, o desvio padrão e o mínimo e máximo respetivamente. Assim, poder-se-á ter uma previsão do significado de cada variável.

**Tabela 3:** Resumo estatístico das variáveis

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Comcompetidor	816	0.01348	0.1153906	0	1
Podernegocial	816	0.597679	6.066394	-83.8668	63.26702
LiquidezG_B	816	1.143326	0.2972388	0.964286	5.322034
Pag_dinheiro	816	0.36152	0.4807353	0	1
Pag_acoes	816	0.808824	0.3934689	0	1
ValorRelativo	748	-2.41248	1.442073	-7.73376	1.037665
A_valorcontabilistico	816	25.18799	125.7224	-1152.83	2248.65
A_EPS	816	2.079067	37.91838	-988.65	307.42
P_P_Share	773	31.68329	50.80185	0.28	1285.25
InValor_bidder	816	7.04938	2.086039	-0.69315	12.69663

É de salientar também que foram tidas em conta outras variáveis como o ROE, o ROA, o endividamento do licitante e do alvo, entre outras. Estas variáveis foram incluídas inicialmente por serem muito utilizadas na literatura. Contudo, após verificar que não tinham relevância estatística aquando a estimação das regressões foram excluídas. Para essa decisão, além das variáveis não serem estatisticamente diferentes de zero, nesta amostra, pesou também o facto de se verificar a elevada correlação que apresentavam com outras variáveis que se revelaram mais importantes, tendo por base a amostra utilizada.

### 5.3 - Implementação e análise de regressões

Depois de implementado o estudo de eventos, o passo seguinte é a estimação de regressões a fim de aferir da relevância das variáveis na explicação dos resultados. Com efeito, foram definidas cinco regressões com diferentes combinações. Assim, optou-se, tal como é comum na literatura, por iniciar com uma regressão mais simples aumentando posteriormente o número das respetivas variáveis de forma a verificar se as interações entre as mesmas alteram os resultados observados. Este processo teve sempre o cuidado em não incluir variáveis com

elevada correlação<sup>11</sup> entre si, a fim de não condicionarem os resultados. A seguir explana-se, a título de exemplo, uma das regressões estimadas:

$$cars = \beta_0 + \beta_1 Podernegocial + \beta_2 LiquidezG_B + \beta_3 Comcompetidor + \beta_4 ValorRelativo + \beta_5 Pag\_dinheiro \beta_5 P\_P\_Share + \varepsilon$$

Depois de definidas a regressões e estimados os resultados, como foi acima referido, tem de ser confirmado a existência de homoscedasticidade, um dos pressupostos do modelo OLS. Assim é utilizado o teste de Breusch-Pagan, seguindo o processo acima referido. Com efeito, os resultados revelaram-se heterocedásticos, que de uma forma muito simplista quer dizer que os dados estão muito dispersos e a variabilidade em torno da média não é constante. Isto é, pode resultar em estimadores enviesados repercutindo-se numa análise enviesada. Desta forma e, em conformidade com o teste de Breusch-Pagan passam a ser utilizados os desvios padrão robustos para solucionar o problema. Assim, o valor dos estimadores mantêm-se inalterados sendo apenas ajustados os valores da estatística t, assim, estes passar-se-ão a chamar t estatístico robusto.

### **5.3.1 – Análise de regressões para o *target***

Como já foi referido, foram estimadas três janelas de evento. Contudo, como os resultados observados nas diferentes janelas são semelhantes serão apresentados e analisados apenas os resultados estimados para a janela de - 1 a + 1. Esta janela foi escolhida por se verificar que o principal impacto é espelhado na mesma, as restantes estão disponíveis em anexo e não serão objeto de análise pois, a evolução dos resultados é pouco relevante quando comparados com os verificados na primeira janela.

A tabela 4 agrupa as regressões que se reportam á empresa alvo. Todas as regressões têm como variável dependente os resultados anormais obtidos no estudo de eventos. Assim, verifica-se que a variável que contabiliza o número de licitantes (Comcompetição) tem sinal marcadamente negativo. Por outro lado, o sinal da variável que mede a liquidez é quase sempre positivo, já o poder negocial denota valores sempre extremamente próximos de zero. Isto vai ao encontro do explanado por Morellec e Zhdanov (2005). Contudo, estas variáveis não têm significância estatística, isto é, não são estatisticamente diferentes de zero por isso o seu

---

<sup>11</sup> Tabela de correlação em anexo (tabela - 7).

contributo para a explicação dos resultados anormais será negligenciado, sendo isto repercutido por todas as regressões em análise.

Por sua vez, na regressão 1 verifica-se que as variáveis ValorRelativo e A\_EPS, ambas têm um contributo negativo mas estatisticamente significativo para um grau de significância de 1%. Com efeito, o seu contributo para os resultados anormais obtidos pela empresa alvo é negativo. Isto indica que a diferença de tamanho, bem como os ganhos em ações obtidos pelo licitante, tendem a ter repercussões desfavoráveis nas rendibilidades obtidas pelo target.

**Tabela 4:** Regressões para o *target*, event-study -1 a +1

Variáveis	(1) cars	(2) cars	(3) cars	(4) cars	(5) cars
Comcompetidor	-0.0496 (-1.098)	-0.0507 (-1.069)	-0.0474 (-0.949)	0.0259 (0.322)	-0.0467 (-0.798)
Podernegocial	0.0001 (0.061)	0.0000 (0.013)	-0.0006 (-0.554)	-0.0006 (-0.502)	0.0000 (0.041)
LiquidezG_B	0.0651 (1.218)	0.0598 (1.085)	0.0549 (1.149)	-0.0191 (-0.653)	0.0621 (1.355)
A_valorcontabilistico		-0.0001** (-2.006)			-0.0000 (-0.025)
ValorRelativo	-0.0229*** (-3.863)	-0.0216*** (-3.671)	-0.0224*** (-3.722)		-0.0462*** (-6.394)
Pag_acoes		-0.0374* (-1.777)			0.0088 (0.366)
A_EPS	-0.0005*** (-14.109)			-0.0004*** (-10.190)	-0.0005*** (-9.030)
Pag_dinheiro			0.0543*** (3.300)	0.0452*** (2.709)	0.0492*** (2.661)
P_P_Share			0.0003 (0.906)	0.0002 (0.373)	0.0015*** (3.589)
lnValor_bidder				-0.0046 (-1.028)	-0.0270*** (-5.122)
Observações	702	702	671	707	671
R-squared	0.043	0.042	0.045	0.023	0.094

t - estatístico robusto em parênteses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Na regressão 2, verifica-se que o valor contabilístico do licitante tem um contributo de aproximadamente zero, embora seja estatisticamente significativo para um nível de significância de 5%, ao passo que o método de pagamento por ações contribui negativamente para os



resultados da empresa alvo. Isto dever-se-á ao facto de, tal como prevê Beitel, Schiereck e Wahrenburg (2004) e Billett, King e Mauer (2004), os licitantes apenas privilegiarem este tipo de pagamento quando consideram ter as ações sobrevalorizadas, que com o ajustamento de mercado revê em baixa o valor pago ao alvo. Por outro lado, na regressão 3 verifica-se que o pagamento em dinheiro contribui positivamente na explicação dos resultados anormais da empresa alvo com significância estatística para níveis inferiores a 1%. O que corrobora a literatura referida, pois, aquando do pagamento não existe o risco de se verificar uma revisão em baixa do valor das ações o que agrada aos investidores. Já o preço pago por ação não se revela estatisticamente diferente de zero. A regressão 4 acresce o logaritmo do valor do adquirente que tendo sinal negativo, também não é estatisticamente significativo. Por último, na regressão 5, são incluídas todas as variáveis referidas. Verifica-se que as variáveis com contributo estatisticamente significativo predominam. Porém, a única variável que denota um contributo positivo e que prevalece em todas as regressões onde é incluída, é o pagamento em dinheiro, o que, para esta amostra e tendo por base as regressões efetuadas, se revela como a variável que mais contribui na explicação dos resultados anormais obtidos pelo alvo.

### **5.3.2 – Análise de regressões para o *bidder***

A análise prossegue agora sob o ponto de vista do licitante. Assim, na tabela 5 tal como no caso anterior, as regressões têm como variável dependente os resultados anormais obtidos neste caso pelo adquirente. E justamente, como para a empresa alvo, neste caso as variáveis que medem a existência de competição e o poder negocial (Comcompetidor e Podernegocial respetivamente), não são estatisticamente diferentes de zero. Por outro lado, a liquidez do licitante (LiquidezG\_B) revela-se estatisticamente significativa para um nível de significância inferior a 1% na regressão 4. Isto leva a crer que maior liquidez poderá impelir o licitante para o negócio, contribuindo para que deste origem resultados anormais negativos como se verificou na amostra em análise e, como prevê Morellec e Zhdanov (2005). No entanto, o facto disso apenas se verificar em uma das regressões com significância estatística, poderá indicar que esse contributo não seja constantemente verificável.

Tal como no caso anterior, também agora para o licitante as variáveis ValorRelativo e A\_EPS têm um contributo negativo mas estatisticamente significativo para 5% e 1% respetivamente, contudo muito próximo de zero, como explana a regressão 1. Também para o licitante, o valor contabilístico tem um contributo insignificante, embora seja estatisticamente

significativo para um nível de significância de 5%, regressão 2. Já o método de pagamento por ações contribui negativamente para os resultados do licitante com significância estatística a 1%. Como acima referido, a empresa alvo tende a assumir que pelo facto do licitante querer efetuar o pagamento em ações, estas estarão sobrevalorizadas pelo que exigirá pagamento mais elevado com repercussões negativas para o licitante. Por outro lado, os investidores interpretam de igual forma a informação revendo o seu valor em baixa.

**Tabela 5:** Regressões para o *bidder, event-study*-1 a +1

Variáveis	(1) cars	(2) cars	(3) cars	(4) cars	(5) cars
Comcompetidor	0.0003 (0.017)	-0.0004 (-0.019)	0.0077 (0.416)	0.0102 (0.529)	0.0056 (0.300)
Podernegocial	-0.0000 (-0.335)	-0.0000 (-0.126)	-0.0002 (-0.957)	0.0000 (0.338)	-0.0001 (-0.680)
LiquidezG_B	0.0083 (1.209)	0.0056 (0.861)	0.0181* (1.653)	0.0271*** (3.006)	0.0188* (1.688)
A_valorcontabilistico		-0.0000** (-2.015)			0.0000 (0.167)
ValorRelativo	-0.0025** (-2.149)	-0.0020* (-1.717)	-0.0017 (-1.378)		-0.0016 (-0.787)
Pag_acoes		-0.0173*** (-4.925)			-0.0119*** (-3.011)
A_EPS	-0.0002*** (-14.619)			-0.0002*** (-15.627)	-0.0002*** (-11.445)
Pag_dinheiro			0.0050 (1.571)	0.0078** (2.486)	0.0013 (0.358)
P_P_Share			-0.0004*** (-3.944)	-0.0000 (-0.731)	-0.0004*** (-3.039)
lnValor_bidder				-0.0006 (-0.696)	0.0000 (0.004)
Observações	695	695	663	714	663
R-squared	0.033	0.043	0.057	0.058	0.090

t – estatístico robusto em parênteses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Na regressão 3 verifica-se que o preço pago por ação tem significância estatística para níveis de significância de 1%, porém com um contributo negativo e muito residual. Por sua vez, o pagamento em dinheiro não se revela estatisticamente diferente de zero. Na regressão 4 as variáveis A\_EPS e Pag\_dinheiro, mostram-se estatisticamente significativas para um nível de significância de 1% e 5% respetivamente, mas muito próximas de zero. Tal como na análise à empresa alvo, na última regressão, são incluídas todas as variáveis referidas. De salientar apenas o pagamento por ações com contributo negativo mas estatisticamente significativo e

superior a 1%, sendo que todas as restantes variáveis ou não têm relevância estatística, ou são extremamente próximas de zero. Assim, sob o ponto de vista do licitante não se destaca qualquer variável, no entanto a *LiquidezG\_B* revela alguma importância na regressão 4, que como já foi referido, pode de alguma forma revelar maior predisposição ao investimento, que nesta amostra resulta numa destruição de valor para o licitante.

### 5.3.3 – Análise de regressões conjunta

Relativamente à análise conjunta depois de agregados os resultados das empresas licitante e alvo, carece agora de uma análise aos resultados obtidos. Esta análise é feita, por se considerar importante aferir a existência de criação de riqueza, não apenas para os intervenientes, mas para a economia como um todo. Além disso, é com certeza pertinente aferir se algum dos fatores de alguma forma se destaca dos restantes.

**Tabela 6:** Regressões conjunta do *event-study*-1 a +1

Variáveis	(1) carBT	(2) carBT	(3) carBT	(4) carBT	(5) carBT
Comcompetidor	-0.0475*** (-2.663)	-0.0473*** (-2.747)	-0.0448** (-2.229)	-0.0395** (-2.046)	-0.0431** (-2.182)
Podernegocial	-0.0005 (-1.107)	-0.0005 (-1.199)	-0.0006 (-1.181)	-0.0006 (-1.109)	-0.0007 (-1.265)
LiquidezG_B	-0.0124 (-1.182)	-0.0112 (-1.033)	-0.0021 (-0.105)	0.0109 (0.981)	-0.0010 (-0.050)
A_valorcontabilistico		-0.0000 (-0.266)			-0.0000 (-0.130)
ValorRelativo	-0.0019 (-0.669)	-0.0020 (-0.718)	-0.0014 (-0.488)		-0.0027 (-0.622)
Pag_acoes		0.0100 (1.111)			0.0159 (1.427)
A_EPS	-0.0000 (-1.089)			-0.0000 (-0.688)	-0.0000 (-0.084)
Pag_dinheiro			-0.0048 (-0.573)	-0.0025 (-0.303)	0.0008 (0.084)
P_P_Share			-0.0003 (-1.509)	-0.0002*** (-3.750)	-0.0003 (-1.123)
lnValor_bidder				-0.0001 (-0.049)	-0.0011 (-0.348)
Observações	685	685	653	703	653
R-squared	0.006	0.007	0.008	0.012	0.011

t estatístico robusto em parênteses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Assim, na tabela 6, verifica-se que a variável que mede a existência de mais que um licitante em cada negócio (Comcompetidor) revela-se como a única variável com contributo na explicação dos resultados anormais. O seu contributo é negativo em todas as regressões, já no que concerne à significância estatística, nas regressões 1, 2 e 5 essa variável é estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%, ao passo que nas restantes regressões (3 e 4), essa variável é estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 5%. Com efeito, aquando da análise conjunta constata-se que, das variáveis em análise e para esta amostra, o facto de existir mais que um comprador é a única variável a destacar. Tal como preveem Morellec e Zhdanov (2005) na sua análise teórica, também nesta análise empírica, o seu contributo é negativo. Verifica-se assim, que a presença de concorrência entre licitantes, terá um impacto negativo na geração de riqueza. Assumindo a racionalidade dos agentes financeiros, estes irão rever em baixa o valor das ações, pois, por existir mais que um licitante tendem a considerar que o investimento será mais elevado que inicialmente seria previsto.

## 6 - Conclusão

Este estudo procurou aferir empiricamente da existência de criação ou destruição de valor aquando do anúncio de F&A. Além disso, pretendia-se identificar quais os fatores determinantes do impacto do anúncio, ou seja, qual ou quais as variáveis mais importantes na explicação dos resultados obtidos. Para tal, foram tidas em conta algumas variáveis destacadas no estudo teórico de Morellec e Zhdanov (2005). Mais concretamente pretendia-se verificar empiricamente se o facto de existir mais que um comprador, se a liquidez do licitante e o poder negocial, são de facto importantes na explicação dos resultados. Nesse sentido, recorreu-se ao estudo de eventos para calcular a rendibilidade do adquirente e do alvo e posteriormente à rendibilidade conjunta.

Os resultados obtidos neste estudo vão ao encontro do que já dominava na literatura precedente. Assim, a amostra utilizada revelou resultados anormais positivos para a empresa alvo na ordem dos 20% tendo por base a janela de ventos -1 a +1. Por outro lado, no que concerne aos resultados anormais obtidos pelo licitante, e sob a perspetiva da janela de eventos com a mesma amplitude, verificaram-se rendibilidades negativas de aproximadamente 1,3%. Também no mesmo período temporal se verificaram resultados anormais positivos quando agregados e, respetivos ao mesmo evento, na ordem dos 9,3%.

Estes resultados estão em concordância com o referido no estudo teórico de Morellec e Zhdanov (2005). Assim, de forma genérica, verifica-se que quem ganha com o anúncio é a empresa alvo. Por sua vez, em média, o licitante verifica resultados negativos aquando do anúncio, mas de forma agregada existiu criação de valor para a economia.

No estudo dos determinantes, pretendia-se aferir da importância de determinadas variáveis na explicação dos resultados anormais. Com efeito, verificou-se a existência de heteroscedasticidade através do teste de Breusch-Pagan. Como um dos pressupostos do modelo OLS é a existência de homoscedasticidade, este problema foi corrigido com a utilização dos desvios padrão robustos.

Posto isto, verificou-se que, aquando da análise sob o ponto de vista da empresa alvo, o pagamento em dinheiro era a variável que se destacava positivamente, o que foi interpretado como sendo uma mais-valia para o alvo. Depreende-se assim, que quando o pagamento é feito em dinheiro, os investidores encaram isso como benéfico levando-os a valorizar as ações da

empresas alvo, o que ajuda a explicar as rendibilidades anormais. Do lado do licitante, a variável que merece algum destaque é o pagamento em ações com o contributo negativo e estatisticamente significativo na explicação dos resultados. Isto de certa forma subescreve a literatura quando diz que o pagamento ao ser em ações leva os investidores a assumir que as ações estão sobrevalorizadas e reveem o seu valor em baixa, isto ajuda a explicar parte dos resultados anormais negativos. Quando agregados os resultados, verifica-se que a competição entre licitantes tem um contributo negativo e estatisticamente significativo na explicação dos resultados. Isso dever-se-á ao facto de que na presença de mais que um licitante o valor pago tende a aumentar. De certa forma, seria mais expectável que acontecesse aquando da análise ao licitante, no entanto apenas se verifica na análise conjunta.

Assim, das variáveis centrais do estudo, nenhuma se destaca ao ponto de dizer que tem influência nos resultados e que possa explicar as rendibilidades verificadas. Além disso, nas três análises efetuadas (ao alvo, ao licitante e a análise conjunta), em todas se destacou uma variável diferente pelo que não se pode afirmar que exista uma variável com um contributo solido. Com efeito, não se encontra explicação para os resultados anormais verificados, o que vai ao encontro da literatura que apregoa a eficiência dos mercados e, como tal, não é explicável a observância de rendibilidades anormais.

## Referências

Alvarez, L.H.R. and Stenbacka, R., (2006). Takeover Timing, Implementation Uncertainty, and Embedded Divestment Options. *Review of Finance*, 10(3), 417-441.

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

Beitel, P., Schiereck, D and Wahrenburg, M., (2004). Explaining M&A Success in European Banks: *European Financial Management*, 10 (1), 109–139.

Billett, M. T., King, T. D. and Mauer, D. C., (2004). Bondholder Wealth Effects in Mergers and Acquisitions: New Evidence from the 1980s and 1990s, *The journal of finance*. 59(1) 107-135.

Brakman, S. Garretsen, H. and Van Marrewijk, C., (2006). Cross-Border mergers & acquisitions: The facts as a guide for international economics. CESifo Working paper, N°. 1823.

Bruner, R. F. (2002). Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *Journal of Applied Finance*, 12(1), 48-68.

Cichello, M., and Lamdin, D. J., (2007). Event studies and the analysis of antitrust. *International Journal of the Economics of Business*, 13(2), 229-245.

Comment, R., and Schwert, G. (1995). Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures. *Journal of Financial Economics*, 39 (1), 3-43.

Datta, S., Iskandar-Datta, M. and Raman, K., (2001). Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions. *The journal of finance*, 56(6), 2299-2336.

Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283-306

Fuller, K., Netter, J., and Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.

Hankir, Y., Rauch, C. and Ueber, M. P. (2011). Bank M&A: A market power story? *Journal of Banking & Finance* 35(9), 2341–2354

- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers. *American Economics Review*, 76(2), 323-329.
- Kini, O., Kracaw, W., and Mian, S. (2004). The nature of discipline by corporate takeovers. *The Journal of Finance* 59(4), 1511-1552.
- Lambrecht, B., (2004). The timing and terms of mergers motivated by economies of scale. *Journal of Financial Economics*, 72(1), 41-62.
- Leland, H., (2007). Financial synergies and the optimal scope of the firm: Implications for mergers, spinoffs, and structured finance. *The Journal of Finance*, 62(2), 765-807.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- McWilliams, A., Siegel, D. (1997). Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. *The Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. and Stulz, R. M. (2003). Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions? NBER Working paper N° 9523.
- Morellec, E. and Zhdanov, A. (2005). The Dynamics of Mergers and Aquisitions, *Journal of Financial Economics*, 77(3), 649-672.
- Morellec, E. and Zhdanov, A., (2008). Financing and takeovers. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 556-581.
- McWilliams, V. B. (1990). Managerial Share Ownership and the stock price effects of antitakeover amendment proposals. *The Journal of Finance* 45(5), 1627-1640.
- Pinkowitz, L. (2000). The market for corporate control and cash holdings. Working paper, Georgetown University.
- Roll, R., 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business* 59(2), 197-216.
- Rossi, S., & Volpin, P. (2004). Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304.



- Scharfstein, D. (1988). The Disciplinary role of takeovers. *The Review of Economic Studies*, 55(2), 185-199.
- Schuman, L. (1993) Patterns of abnormal returns and the competitive effects of horizontal mergers. *Review of Industrial Organization*, 8(6), 679-696.
- Schwert, W. G., (1996). Markup pricing in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 153-192.
- Song, M., and Walkling, R. (1993). The impact of managerial ownership on acquisition attempts and target shareholder wealth. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(4), 439-457.
- Toxvaerd, F., (2008). Strategic merger waves: A theory of musical chairs. *Journal of Economic Theory*, 140(1), 1-26.
- Varaiya, N. (1987). Determinants of premiums in acquisition transactions. *Managerial and Decision Economics*, 8(3), 175-184.
- Walkling, R., and Edmister, R. (1985). Determinants of tender offer premiums. *Financial Analysts Journal*, 41(1)27-37.

## Anexos

**Tabela 7:** Correlações das variáveis utilizadas

	Comcompetidor	Podernegocial	LiquidezG_B	A_valorcontabilistico	ValorRelativo	InValor_bidder	Pag_dinheiro	A_EPS	Pag_acoes	P_P_Share
Comcompetidor	1,0000									
Podernegocial	-0,0033	1,0000								
LiquidezG_B	0,1055	0,0038	1,0000							
A_valorcontabilistico	-0,0130	-0,0162	0,0018	1,0000						
ValorRelativo	0,0344	0,0223	0,0988	0,0380	1,0000					
InValor_bidder	0,0377	0,0046	-0,0617	-0,0188	-0,5302	1,0000				
Pag_dinheiro	-0,0403	0,0251	0,0474	0,0916	0,0344	-0,1698	1,0000			
A_EPS	-0,0030	-0,0005	0,0270	0,6723	-0,0235	0,0620	0,0557	1,0000		
Pag_acoes	-0,0051	0,0006	-0,0433	-0,0404	0,0682	0,1377	-0,4853	-0,0288	1,0000	
P_P_Share	0,1195	-0,1145	-0,0144	-0,0050	0,1231	0,3778	-0,1691	0,0458	0,1548	1,0000

**Tabela 8:** Regressões para o *target* do *event-study*-5 a +5

Variáveis	(1) cars	(2) cars	(3) cars	(4) cars	(5) Cars
Comcompetidor	-0.0467 (-0.976)	-0.0485 (-0.989)	-0.0402 (-0.795)	0.0441 (0.518)	-0.0405 (-0.712)
Podernegocial	0.0002 (0.135)	0.0001 (0.083)	-0.0007 (-0.592)	-0.0008 (-0.648)	-0.0000 (-0.011)
LiquidezG_B	0.0843 (1.458)	0.0780 (1.313)	0.0778 (1.418)	-0.0161 (-0.412)	0.0877* (1.708)
A_valorcontabilistico		-0.0001** (-2.100)			0.0000 (0.539)
ValorRelativo	-0.0271*** (-4.578)	-0.0253*** (-4.292)	-0.0250*** (-4.072)		-0.0499*** (-7.013)
Pag_acoes		-0.0380* (-1.776)			0.0077 (0.323)
A_EPS	-0.0008*** (-22.204)			-0.0007*** (-22.676)	-0.0008*** (-15.883)
Pag_dinheiro			0.0498*** (2.965)	0.0426** (2.501)	0.0454** (2.454)
P_P_Share			0.0001 (0.222)	-0.0002 (-0.507)	0.0014*** (3.230)
InValor_bidder				-0.0033 (-0.706)	-0.0280*** (-5.351)
Observações	701	701	671	707	671
R-squared	0.068	0.057	0.048	0.035	0.113

Robust t - estatístico em parênteses \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

**Tabela 9:** Regressões para o *target* do *event-study*-10 a +10

Variáveis	(1) cars	(2) cars	(3) cars	(4) cars	(5) cars
Comcompetidor	-0.0674 (-1.459)	-0.0680 (-1.451)	-0.0591 (-1.197)	0.0228 (0.274)	-0.0589 (-1.171)
Podernegocial	0.0005 (0.256)	0.0004 (0.218)	-0.0005 (-0.359)	-0.0008 (-0.576)	0.0002 (0.157)
LiquidezG_B	0.0607 (0.895)	0.0549 (0.789)	0.0707 (0.909)	-0.0274 (-0.627)	0.0784 (1.068)
A_valorcontabilistico		-0.0000 (-0.628)			0.0001 (1.233)
ValorRelativo	-0.0330*** (-5.593)	-0.0317*** (-5.398)	-0.0314*** (-5.219)		-0.0536*** (-7.259)
Pag_acoes		-0.0433** (-1.971)			0.0003 (0.013)
A_EPS	-0.0005*** (-3.686)			-0.0004*** (-4.317)	-0.0006*** (-7.169)
Pag_dinheiro			0.0527*** (3.080)	0.0446** (2.541)	0.0444** (2.305)
P_P_Share			-0.0001 (-0.261)	-0.0006 (-1.423)	0.0010** (2.414)
lnValor_bidder				0.0008 (0.177)	-0.0249*** (-4.532)
Observações	701	701	671	707	671
R-squared	0.062	0.062	0.066	0.022	0.105

Robust t - estatístico em parênteses \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

**Tabela 10:** Regressões para o *bidder* do *event-study*-5 a +5

Variáveis	(1) cars	(2) cars	(3) cars	(4) cars	(5) cars
Comcompetidor	-0.0127 (-0.774)	-0.0136 (-0.752)	-0.0064 (-0.380)	0.0109 (0.406)	-0.0094 (-0.536)
Podernegocial	-0.0006** (-2.369)	-0.0006* (-1.816)	-0.0007* (-1.783)	-0.0003 (-0.951)	-0.0006 (-1.486)
LiquidezG_B	0.0062 (0.465)	0.0027 (0.195)	0.0354*** (3.226)	0.0174* (1.676)	0.0364*** (3.528)
A_valorcontabilistico		-0.0000 (-1.603)			0.0000 (0.960)
ValorRelativo	-0.0026 (-1.577)	-0.0020 (-1.201)	-0.0017 (-0.998)		-0.0022 (-0.985)
Pag_acoes		-0.0233*** (-4.045)			-0.0173*** (-2.893)
A_EPS	-0.0002*** (-9.001)			-0.0002*** (-10.237)	-0.0002*** (-11.573)
Pag_dinheiro			0.0088* (1.880)	0.0111** (2.403)	0.0027 (0.539)
P_P_Share			-0.0005*** (-4.274)	-0.0001 (-1.167)	-0.0004*** (-3.294)
lnValor_bidder				-0.0016 (-1.354)	-0.0008 (-0.463)
Observações	695	695	663	714	663
R-squared	0.025	0.034	0.051	0.039	0.080

Robust t - estatístico em parênteses \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

**Tabela 11:**Regressões para o *bidder* do *event-study*-10 a +10

Variáveis	(1) cars	(2) cars	(3) cars	(4) cars	(5) cars
Comcompetidor	-0.0170 (-0.658)	-0.0180 (-0.696)	-0.0071 (-0.253)	0.0099 (0.271)	-0.0103 (-0.379)
Podernegocial	-0.0006*** (-2.891)	-0.0006*** (-2.712)	-0.0008*** (-2.803)	-0.0004 (-1.568)	-0.0007** (-2.446)
LiquidezG_B	-0.0008 (-0.075)	-0.0047 (-0.471)	0.0114 (0.546)	0.0219 (1.502)	0.0130 (0.635)
A_valorcontabilistico		-0.0001* (-1.658)			-0.0000 (-0.090)
ValorRelativo	-0.0028 (-1.316)	-0.0020 (-0.959)	-0.0016 (-0.751)		-0.0031 (-1.104)
Pag_acoes		-0.0247*** (-3.166)			-0.0149* (-1.799)
A_EPS	-0.0003*** (-8.194)			-0.0003*** (-8.259)	-0.0002*** (-6.247)
Pag_dinheiro			0.0094 (1.529)	0.0119** (1.988)	0.0041 (0.645)
P_P_Share			-0.0005*** (-3.327)	-0.0001 (-1.067)	-0.0004** (-2.283)
lnValor_bidder				-0.0013 (-0.910)	-0.0018 (-0.897)
Observações	695	695	663	714	663
R-squared	0.024	0.028	0.029	0.034	0.054

Robust t - estatístico em parênteses \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

**Tabela 12:** Regressões conjunta do *event-study*-5 a +5

Variáveis	(1) carBT	(2) carBT	(3) carBT	(4) carBT	(5) carBT
Comcompetidor	-0.0008 (-0.026)	-0.0008 (-0.025)	0.0047 (0.135)	0.0142 (0.427)	0.0056 (0.159)
Podernegocial	-0.0000 (-0.005)	-0.0000 (-0.042)	-0.0001 (-0.106)	0.0000 (0.053)	-0.0001 (-0.091)
LiquidezG_B	-0.0099 (-0.855)	-0.0089 (-0.797)	0.0022 (0.091)	0.0042 (0.349)	0.0042 (0.171)
A_valorcontabilistico		-0.0000 (-0.861)			-0.0000 (-0.095)
ValorRelativo	-0.0008 (-0.246)	-0.0008 (-0.259)	0.0003 (0.105)		-0.0023 (-0.537)
Pag_acoes		0.0108 (1.075)			0.0135 (1.070)
A_EPS	-0.0001*** (-4.305)			-0.0001*** (-3.564)	-0.0001* (-1.811)
Pag_dinheiro			-0.0079 (-0.868)	-0.0051 (-0.574)	-0.0035 (-0.339)
P_P_Share			-0.0004** (-2.017)	-0.0001** (-2.283)	-0.0003 (-1.358)
InValor_bidder				-0.0025 (-1.147)	-0.0026 (-0.826)
Observações	684	684	652	702	652
R-squared	0.002	0.003	0.006	0.007	0.010

Robust t - estatístico em parênteses \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

**Tabela 13:** Regressões conjunta do *event-study*-10 a +10

Variáveis	(1) carBT	(2) carBT	(3) carBT	(4) carBT	(5) carBT
Comcompetidor	-0.0288 (-1.099)	-0.0290 (-1.115)	-0.0209 (-0.686)	-0.0114 (-0.366)	-0.0190 (-0.616)
Podernegocial	0.0000 (0.019)	-0.0000 (-0.046)	-0.0001 (-0.074)	0.0001 (0.166)	-0.0002 (-0.195)
LiquidezG_B	-0.0074 (-0.614)	-0.0060 (-0.512)	-0.0004 (-0.013)	0.0109 (0.687)	0.0011 (0.037)
A_valorcontabilistico		-0.0001*** (-2.880)			-0.0000 (-1.459)
ValorRelativo	0.0017 (0.500)	0.0017 (0.508)	0.0026 (0.772)		0.0032 (0.721)
Pag_acoes		0.0163 (1.528)			0.0206 (1.571)
A_EPS	-0.0002*** (-5.836)			-0.0002*** (-5.795)	-0.0001*** (-2.648)
Pag_dinheiro			-0.0104 (-1.061)	-0.0075 (-0.788)	-0.0005 (-0.044)
P_P_Share			-0.0005** (-2.279)	-0.0000 (-0.773)	-0.0006** (-2.250)
InValor_bidder				-0.0018 (-0.764)	0.0013 (0.378)
Observações	684	684	652	702	652
R-squared	0.006	0.008	0.009	0.007	0.017

Robust t - estatístico em parênteses \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1