

A DIVULGAÇÃO DE ALTERAÇÕES NOS ÓRGÃOS SOCIAIS E O
SEU IMPACTO NO MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS

Inês Filipa da Costa Cavaleiro

Dissertação submetida como requisito parcial para a obtenção do grau
de Mestre em Finanças

Orientador:

Prof. Doutor Pedro Leite Inácio, Prof. Auxiliar do Departamento de Finanças

Dezembro 2010

RESUMO

A literatura financeira há muito que reconhece a influência que a liderança corporativa tem no desempenho de uma organização. Este facto faz com que as alterações na gestão de topo sejam um acontecimento marcante no dia-a-dia de uma empresa, reflectindo-se no preço das suas acções. No resto do mundo, este tema tem sido alvo de um estudo intenso. Contudo, em Portugal, este encontra-se pouco desenvolvido.

O objectivo deste trabalho é aferir se o mercado de capitais português atribui valor informativo a alterações na gestão de topo. Para tal, aplicou-se a metodologia do estudo de eventos a 61 alterações no Conselho de Administração e no Conselho Geral e de Supervisão de 18 empresas pertencentes ao PSI-20, ocorridas entre 1 de Janeiro de 2005 e 31 de Dezembro de 2009.

Os resultados obtidos sugerem que o mercado de capitais português reage e ajusta-se com rapidez à divulgação deste tipo de evento. Perante alterações nos titulares dos órgãos sociais, é possível verificar claramente a existência de rendibilidades anormais em torno do dia do evento, dando-se posteriormente a incorporação total da nova informação nos preços e, conseqüentemente, a sua estabilização.

Assim sendo, o estudo realizado permite confirmar que o mercado de capitais português atribui valor informativo às alterações na gestão de topo, reflectindo-as nos preços das acções, o que vem comprovar a sua eficiência semi-forte ou informacional.

Palavras-Chave: mercados financeiros, alterações na gestão de topo, rendibilidades anormais, estudo de eventos.

Classificação JEL: G14, G34.

ABSTRACT

Corporate leadership has been documented for a long time by the financial literature, as having a major influence on the performance of an organization. Changes in top management are a crucial event in the daily life of a company, which is reflected in the price of its shares. Overseas, this theme has been intensively researched. However, in Portugal, it still remains almost untouched.

The goal of this paper is to assess if the Portuguese capital market recognizes informational value in top management turnover. To achieve it, the event study methodology was applied to 61 changes in the composition of the Board and the General Council and Supervisory Board of 18 companies belonging to the Portuguese Stock index, occurred between January 1, 2005 and December 31, 2009.

The results suggest that the Portuguese stock market reacts and adjusts rapidly to the disclosure of this type of event. In the occurrence of top management changes, was possible to verify the existence of abnormal returns around the announcement day. Soon afterwards, the new information was fully incorporated in stock prices, which stabilized.

Therefore, according to the results, the analysis undertaken confirmed that the Portuguese stock market assigns informational value to management changes, reflecting it in stock prices. This proves that in Portugal, the capital market is efficient in its semi-strong form.

Keywords: financial markets, changes in top management, abnormal returns, event study.

JEL Classification System: G14, G34

SUMÁRIO EXECUTIVO

Os mercados financeiros caracterizam-se por uma enorme volatilidade. Alimentada pela percepção individual dos investidores, a evolução dos mercados é o resultado da avaliação que estes fazem de toda a informação disponível acerca do desempenho passado, presente e futuro das empresas, assim como do contexto económico, financeiro e social em que estas se inserem.

A forma como os investidores e, por conseguinte, o mercado, analisa, assimila e reage a nova informação, encontra-se enquadrada pelo conceito de «eficiência do mercado de capitais». Um mercado é considerado eficiente, quando o preço de um activo financeiro num determinado momento, reflecte toda a informação disponível nesse mesmo momento. Embora os seus fundamentos tenham surgido há mais de 100 anos, actualmente, a Hipótese dos Mercados Eficientes continua a gerar opiniões contraditórias.

Uma das maiores críticas ao conceito de mercados eficientes é a área das Finanças Comportamentais (*Behavioral Finance*), uma disciplina que tenta compreender o comportamento dos investidores através da psicologia. De acordo com as Finanças Comportamentais, os desvios à eficiência do mercado (anomalias), são o resultado de determinados comportamentos dos investidores: estes são “*avessos até a pequenas perdas, especialmente quando os retornos de investimentos recentes foram desapontantes, (...) dão demasiada importância a um número reduzido de eventos recentes quando tentam prever o futuro, (...) podem ter excesso de confiança nas suas previsões e podem ser lentos a reagir a nova informação*” (Brealey, Myers e Allen (2008)).

Apesar da extensa literatura que desafia o conceito de eficiência do mercado, este continua a ser amplamente aceite.

Sendo o mercado de capitais altamente dependente de nova informação e, em grande medida, influenciado por esta, tornou-se necessário regulamentar a divulgação, por parte de empresas cotadas e de outros organismos públicos e privados, de toda a

informação passível de influir o comportamento dos investidores. Em Portugal, esta função cabe à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

São muitos os acontecimentos que podem ter impacto no preço de um título financeiro; as alterações na gestão de topo são conhecidas na literatura financeira como sendo um deles.

As alterações nos titulares de órgãos sociais são um acontecimento marcante na história de qualquer organização, pois acarretam, frequentemente, consequências profundas para a empresa e para os seus accionistas (Kind e Schlapfer (2010)). A incerteza perante as capacidades do novo administrador e a possível ruptura com a estratégia até então desenvolvida, leva a que as expectativas do mercado sobre o valor da empresa possam ser revistas mais frequente e dramaticamente, provocando um aumento da volatilidade do preço das suas acções (Clayton, Hartzell e Rosenberg (2003)).

Os casos de Steve Jobs/Apple, Stanley Ho/SJM e Fred Kindle/ABB, Ltd., são alguns exemplos marcantes no que toca ao impacto no preço das acções, de possíveis alterações na gestão de topo.

Apesar de existir um número reduzido de autores que não encontrou evidências de que alterações na gestão de topo efectivamente provocam reacções no mercado, a literatura financeira está repleta de estudos que confirmam a existência de rendibilidades anormais em torno da divulgação deste tipo de evento. É o sinal dessas rendibilidades anómalas que tende a gerar discordância.

Em Portugal, as alterações nos titulares de órgãos sociais e o seu impacto no preço das acções é ainda um tema pouco desenvolvido. Espera-se que este trabalho possa contribuir para desvendar a importância que o mercado de capitais português deposita neste acontecimento particular do dia-a-dia de uma organização.

Para tal, seguindo a metodologia do estudo de eventos, testou-se o impacto no preço das acções, de 61 alterações no Conselho de Administração e no Conselho Geral e de Supervisão de 18 empresas pertencentes ao PSI-20, ocorridas entre 01 de Janeiro de 2005 e 31 de Dezembro de 2009. Para determinar as rendibilidades normais recorreu-se

ao método do Modelo de Mercado, que foi depois comparado com os valores alcançados pelas rendibilidades normais calculadas a partir dos métodos da rendibilidade ajustada à média e da rendibilidade ajustada ao mercado.

Os resultados alcançados sugerem que o mercado de capitais português tende a reagir e a ajustar-se com rapidez à divulgação de alterações no Conselho de Administração e no Conselho Geral e de Supervisão. Perante a ocorrência deste tipo de evento, foi possível verificar a existência de rendibilidades anormais em torno do dia do evento, dando-se posteriormente a incorporação total da nova informação nos preços e a sua consequente estabilização.

Assim sendo, o estudo realizado permite confirmar que o mercado de capitais português atribui valor informativo às alterações na gestão de topo, reflectindo-as nos preços das acções, o que vem comprovar a sua eficiência semi-forte ou informacional.

Estes resultados confirmam aqueles obtidos por Fernandes (1996), Isidro (1997), Alves e Teixeira dos Santos (2005), Romacho e Cidrais (2007), entre outros, onde a eficiência na forma semi-forte do mercado de capitais português foi comprovada.

AGRADECIMENTOS

Ao marcar o final de uma etapa tão importante num percurso académico, uma tese de mestrado reveste-se de intenso significado. É o culminar de meses de pesquisa, trabalho e dedicação. Embora seja um estudo predominantemente individual, muitos foram aqueles que contribuíram ao longo de todo este percurso para o resultado final.

Ao Prof. Doutor Pedro Leite Inácio pelo apoio e disponibilidade sempre demonstrados. Os seus comentários, críticas e sugestões foram sempre um apoio e uma mais-valia.

Ao Dr. Ivo Pereira, pelo tempo dispensado e ajuda imprescindível.

À Prof. Doutora Clara Raposo e à Prof. Doutora Alberta di Giuli, que me ofereceram a sua ajuda num momento difícil.

À família e amigos pelas palavras de incentivo e pela compreensão e apoio incondicionais.

A todos o meu sincero reconhecimento.

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	1
2. REGIME LEGAL	7
3. REVISÃO DA LITERATURA	11
3.1. A EFICIÊNCIA DOS MERCADOS.....	11
3.2. AS ALTERAÇÕES NA GESTÃO DE TOPO.....	15
4. METODOLOGIA E DADOS.....	21
4.1. O ESTUDO DE EVENTOS.....	21
4.1.1. Introdução.....	21
4.1.2. As etapas do Estudo de Eventos	22
4.1.2.1. Definição do evento.....	23
4.1.2.2. Critério de Selecção.....	24
4.1.2.3. Medição dos Retornos Normais e Anormais.....	26
4.1.2.4. Determinação dos parâmetros	29
4.1.2.5. Realização dos testes	29
4.1.2.6. Resultados Empíricos	32
5. CONCLUSÕES	48
6. BIBLIOGRAFIA	52

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 4.1: Número de eventos por empresa	25
Quadro 4.2: Distribuição de eventos por ano	25
Quadro 4.3: Classificação por tipo de evento.....	26
Quadro 4.4: Resultados dos testes às AAR e CAAR por método	32
Quadro 4.5: Resultados dos testes às AAR e CAAR por método – “Boas Notícias”	34
Quadro 4.6: Resultados dos testes às AAR e CAAR por método – “Más Notícias”	35
Quadro 4.7: Número de eventos relevantes por empresa	38
Quadro 4.8: Classificação de eventos relevantes por tipo de evento.....	39
Quadro 4.9: Resultados dos testes às AAR e CAAR por método – Eventos Relevantes.....	40
Quadro 4.10: Resultados dos testes às AAR e CAAR por método – Eventos Relevantes (“Boas Notícias”).....	41
Quadro 4.11: Resultados dos testes ao AAR e CAAR por método – Eventos Relevantes (“Más Notícias”).....	42
Quadro 4.12: Resultados para um evento de entrada relevante - Inapa	45
Quadro 4.13: Resultados para um evento de saída relevante - Inapa	46

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 4.1 – Etapas do Estudo de Eventos	22
Figura 4.2 – Janela Temporal	23

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4.1: Rendibilidades Anormal Média (M_3) – “Boas e Más Notícias”	37
Gráfico 4.2: Rendibilidade Anormal Média Acumulada (M_3) – “Boas e Más Notícias”	37
Gráfico 4.3: Rendibilidade Anormal Média (M_3) – Eventos Relevantes (“Boas Notícias”).....	43
Gráfico 4.4: Rendibilidade Anormal Média Acumulada (M_3) – Eventos Relevantes (“Más Notícias”).....	44

LISTAS DE SIGLAS

AR – *Abnormal Return*

AAR – *Average Abnormal Return*

BCP – Banco Comercial Português

BES – Banco Espírito Santo

BPI – Banco Português de Investimento

CAAR – *Cumulative Average Abnormal Return*

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CAR - *Cumulative Abnormal Return*

CdMV – Código dos Valores Mobiliários

CEO – *Chief Executive Officer*

CFO – *Chief Financial Officer*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

COO – *Chief Operating Officer*

CRSP – *Center for Research in Security Prices*

EDP – Electricidade de Portugal

HME – Hipótese dos Mercados Eficientes

PT – Portugal Telecom

REN – Rede Eléctrica Nacional

1. INTRODUÇÃO

O mercado de acções é conhecido pela sua extrema instabilidade. O mínimo acontecimento ou o mínimo rumor, ainda que totalmente desfasado da realidade, influencia as expectativas dos investidores, podendo desencadear subidas ou descidas consideráveis e completamente inesperadas nos preços.

Desta forma, o investidor, e conseqüentemente o mercado, encontram-se inteiramente dependentes de toda e qualquer nova informação disponível relacionada com as empresas, os respectivos activos financeiros e tudo o que os rodeia. A rapidez com que o mercado analisa, assimila e reage a esta informação, encontra-se enquadrada pelo conceito de «eficiência do mercado de capitais». Embora este tema se encontrasse já referenciado em alguns trabalhos anteriores, foi Fama (1970) que consolidou o conceito de mercados eficientes e que lançou os fundamentos para muitas investigações posteriores. Segundo o autor, *“um mercado em que os preços «reflectem plenamente» e sempre toda a informação disponível é designado por eficiente”*. Por outras palavras, um mercado é considerado eficiente quando o preço futuro de um activo financeiro é aleatório, na medida em que este evolui a partir da incorporação total e instantânea de toda a nova informação divulgada no mercado (Nascimento (2007)). Se, pelo contrário, o mercado assimila a nova informação de forma gradual e reage tardiamente, então o mercado é relativamente ineficiente.

A dependência do preço dos títulos negociáveis relativamente a toda e qualquer nova informação que possa surgir, faz com que o mercado de capitais se caracterize por uma enorme incerteza, o que se traduz num maior risco para os investidores. Neste contexto, torna-se crucial tentar compreender e enquadrar a resposta dos mercados financeiros à divulgação de toda a informação relativa a acontecimentos que digam directa ou indirectamente respeito às empresas e aos títulos neles transaccionados.

No entanto, a complexidade e volatilidade intrínsecas aos mercados financeiros, tornam impossível enumerar todos os acontecimentos que podem afectar as tendências de investimento dos investidores. Se existem evidências de que até o mês do ano (Bouman e Jacobsen (2002)) ou a fase da Lua (Yuan, Zheng e Zhu (2006)) podem influenciar a

rendibilidade de um activo, então praticamente tudo pode condicionar as expectativas do mercado relativamente a determinada empresa e a determinado título.

Este trabalho surge assim, a partir do momento em que se elege um determinado acontecimento tido na literatura financeira além-fronteiras como sendo teoricamente passível de influenciar os intervenientes no mercado – alterações na gestão de topo – e se procura compreender se e em que medida esse acontecimento efectivamente provoca alterações nas tendências de investimento no mercado de capitais português.

É a gestão de topo que define o percurso de uma organização. É através dela que se definem estratégias de investimento, políticas financeiras e operacionais e a cultura organizacional da empresa. Assim sendo, uma alteração a este nível pode suscitar dúvidas quanto à continuidade ou à ruptura com políticas instaladas e, no caso desta última, levar os investidores a elaborar uma série de suposições acerca da viabilidade económico-financeira da empresa. Por este motivo, a decisão de se proceder a uma alteração na gestão de topo, é sempre alvo de uma cuidadosa reflexão por parte de uma organização, pois pode levar a que se formem ideias erradas sobre o seu desempenho actual e futuro. No entanto, este tipo de alteração acontece frequentemente de forma inesperada, ou seja, a alteração não é prevista antecipadamente, pelo menos pelo público em geral. Esta situação faz com que as reacções do mercado que daí advêm, sejam sempre incertas e, normalmente, bastante mais acentuadas.

Reacção dos mercados a alterações na gestão de topo - Exemplos

As grandes empresas têm, regra geral, na sua gestão de topo, um elemento que se distingue dos demais, não só pelo bom desempenho que a empresa alcança sob a sua liderança, mas também devido ao carisma que possui e à confiança que transmite aos investidores e público em geral. Steve Jobs, CEO da Apple, é um exemplo de excelência.

Steve Jobs co-fundou a Apple em 1976, uma empresa de informática e electrónica. Sob o seu comando, a empresa alcançou um sucesso estrondoso e obteve lucros avultadíssimos. Para além de CEO, Jobs tornou-se a alma da empresa.

Visto como o responsável máximo pelos excelentes resultados da empresa, mas também como um líder carismático e a imagem de marca da organização, a Apple e Steve Jobs tornaram-se indissociáveis. Este facto levou a que, sempre que alguma notícia sobre a permanência ou não de Steve Jobs como CEO da Apple viesse a público, ocorressem imediatamente oscilações no valor das acções da empresa.

Com base numa notícia da agência *REUTERS*¹, é apresentada de seguida, a cronologia da situação de saúde de Steve Jobs e da consequente variação no preço das acções da Apple.

Agosto 2004 – Steve Jobs anuncia que se sujeitou a uma cirurgia para remover uma forma rara de cancro do pâncreas.

9 de Junho de 2008 – Steve Jobs marca presença num evento da Apple iPhone, onde a sua magreza extrema cria rumores de que o cancro possa ter voltado. A Apple comunicou que o seu CEO não tem nada de grave e que está já a tomar antibióticos.

3 de Outubro de 2008 – Uma notícia falsa na Internet anuncia que Steve Jobs sofreu um ataque cardíaco, o que provoca um **descida de 2% nas acções** da empresa. Esta descida provocou um mínimo após 17 meses. A Apple rapidamente negou a veracidade desta notícia.

16 de Dezembro de 2008 – Apple anuncia que Steve Jobs não vai participar na exposição Macworld, relançando dúvidas em relação à sua saúde.

30 de Dezembro de 2008 – As **acções da Apple descem 2%** após uma notícia de que a saúde de Jobs está a piorar e que esse é o motivo da sua ausência na exposição MacWorld.

5 de Janeiro de 2009 – Steve Jobs, num comunicado, afirma que um distúrbio hormonal é a causa da sua magreza e que o tratamento é simples. Afirma também que durante a recuperação vai continuar a ser o CEO da empresa. **As acções da Apple sobem 5%.**

14 de Janeiro de 2009 – Steve Jobs anuncia que vai tirar uma licença médica até ao fim do mês de Junho, pois os seus problemas de saúde são “mais complexos” do que inicialmente se pensou. O seu trabalho do dia-a-dia fica a cargo de Tim Cook (COO), mas planeia continuar envolvido nas decisões de carácter estratégico. **As acções da Apple descem 10%.**

21 de Janeiro de 2009 – A “*U.S. Securities and Exchange Commission*” examina a divulgação de informação da Apple relativamente à situação de Steve Jobs para assegurar que os investidores não estão a ser mal informados.

¹ <http://www.reuters.com/article/idUSTRE55S6OP20090629>

20 de Junho de 2009 – O “*Wall Street Journal*” informa que Jobs sofreu um transplante de fígado há 2 meses e que se espera que volte ao trabalho no final Junho.

30 de Junho de 2009 – O CEO volta ao trabalho, embora a maior parte do tempo trabalhe a partir de casa.

Este é um exemplo extremo de como a possível entrada ou saída de um membro dos órgãos sociais pode afectar a cotação das acções de uma empresa.

Um outro exemplo é o caso de Stanley Ho, presidente da holding SJM.

A 29 de Julho de 2009, Stanley Ho de 87 anos, presidente da holding SJM, deu entrada no Hospital Adventista de Hong Kong com um suposto traumatismo craniano resultante de uma queda. Como resposta, a SJM, que opera casinos e hotéis em Macau e que detém aproximadamente um terço de quota no mercado do jogo nesta região, terminou a sessão da bolsa a descer 3,94%, depois de ter chegado a perder 6,67%. Esta descida acentuada teve lugar num dia em que o Hang Seng, índice de referência para Hong Kong, encerrou pouco alterado. Com a hospitalização de Ho, gerou-se uma grande polémica sobre quem seria o seu sucessor, alimentada pelo grande número de possíveis candidatos ao lugar (16 filhos, três ex-mulheres e actual esposa). A incerteza relativamente ao estado de saúde de Ho aliada a uma possível crise de sucessão, levaram os investidores a questionar o futuro da SJM, o que provocou uma queda no preço das suas acções. No entanto, quando em Março de 2010 Stanley Ho finalmente saiu do hospital, a SJM Holdings, Ltd teve o maior aumento desde Fevereiro na cotação das suas acções, subindo 5,7%.

Na Europa, pode referir-se o caso de Fred Kindle e da empresa ABB, Ltd.

Em 2005, Fred Kindle foi nomeado presidente executivo da ABB, Ltd., uma empresa suíça pertencente ao segmento da energia e automação. Nesta altura, o preço das acções da empresa rondava os 6 francos suíços. Sob o comando de Kindle, a empresa alcançou, no início de 2008, os 25 francos suíços por acção. No entanto, em Fevereiro de 2008, surge a notícia de que Kindle iria abandonar a empresa “devido a diferenças irreconciliáveis”² em relação ao futuro da organização. Apesar da divulgação da saída de Kindle ter sido acompanhada pela nomeação de um sucessor (Michel Demaré, que assumia já o cargo de CFO na empresa), pelo anúncio de resultados recorde em 2007,

² Anúncio no site oficial da empresa: <http://www.abb.com/>

pela duplicação de dividendos e pela recompra de acções próprias (as três últimas informações consideradas normalmente como “boas notícias” pelo mercado), o preço das acções desceu 5,14% no próprio dia do anúncio, tendo chegado a uma desvalorização de 10%, a maior descida dos três anos anteriores.

Na realidade portuguesa, embora não haja qualquer evidência de que tenha efectivamente provocado qualquer reacção no mercado, a sucessão no grupo SONAE é um exemplo a ter em conta. Quando, em 2007, Belmiro de Azevedo anunciou a sua saída como presidente executivo da empresa, muitas notícias vieram a público sobre quem viria a ocupar o seu lugar. Na altura, quatro nomes apareceram como possíveis sucessores: Paulo Azevedo, filho do empresário e vice-presidente executivo da SONAE SGPS desde 2000; Ângelo Paupério, vice-presidente executivo da SONAE SGPS e o CFO do grupo; Álvaro Portela, administrador da Sonae desde 1986; e Nuno Jordão, vice-presidente executivo da SONAE SGPS desde 2000. A 20 de Março de 2007, Belmiro de Azevedo anunciou Paulo de Azevedo como seu sucessor, passando o primeiro a desempenhar o cargo de presidente do Conselho de Administração da SONAE, o chamado "*chairman*".

A sucessão no grupo SONAE seria, à partida, um evento a analisar neste estudo. No entanto, a divulgação do sucessor coincidiu com o anúncio dos resultados de 2006 da empresa, o que viola um dos critérios de selecção definidos no ponto 4.1.1.2.. Assim sendo, este evento não foi incluído na amostra considerada.

Os exemplos apresentados permitem concluir que uma alteração na gestão de topo é realmente um evento deveras importante no dia-a-dia de uma empresa, na medida em que a gestão de topo é a derradeira responsável pelo desempenho organizacional, operacional, económico e financeiro de uma empresa.

Este trabalho tem então como finalidade, avaliar o impacto que o anúncio de um determinado tipo de informação – a entrada ou saída de elementos no Conselho de Administração e no Conselho Geral e de Supervisão –, pode ter no preço de um determinado activo financeiro, as acções. Este impacto pode ser positivo ou negativo, tornando-se necessário referir que, o evento em questão, pode ainda ter um efeito neutro, ou seja, pode não influenciar de todo o valor de mercado de uma empresa.

Nesta análise, foi aplicado o método do estudo de eventos a 61 alterações no Conselho de Administração e no Conselho Geral e de Supervisão de 18 empresas cotadas no PSI-20, ocorridas no período compreendido entre 01 de Janeiro de 2005 e 31 de Dezembro de 2009.

Quanto à estrutura deste trabalho, no capítulo seguinte serão apresentadas as disposições legais que enquadram a divulgação em Portugal da informação considerada relevante para os investidores. De seguida, a revisão da literatura relativa à hipótese de eficiência dos mercados financeiros e às alterações na gestão de topo será exposta no capítulo três. No capítulo quatro será apresentada a metodologia do estudo de eventos, os métodos aplicados na determinação dos parâmetros utilizados e os resultados obtidos. Por fim, no capítulo cinco serão expostas as conclusões finais, assim como as limitações do estudo e as possíveis linhas de investigação futura.

2. REGIME LEGAL

A divulgação, por parte de sociedades cotadas e de outros organismos públicos e privados, de toda a informação que possa influenciar o comportamento dos investidores e, conseqüentemente, a integridade e a eficiência do mercado de capitais português, está regulamentada pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

A CMVM foi constituída em 1991 pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, e tem como principais funções a organização, regulamentação, supervisão e fiscalização do mercado de valores mobiliários e da actividade de todos aqueles que nele intervêm directa e indirectamente. Neste contexto, em 1999, a CMVM, através do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, criou o Código dos Valores Mobiliários³ (CdMV).

A problemática da divulgação de informação privilegiada vem mencionada no CdMV onde, no Art. 7.º n.º1, se faz referência à qualidade da informação prestada pelos emitentes, devendo esta ser “completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita”. Também a definição de informação privilegiada é mencionada no Art. 248.º n.º s 1 e 2, devendo esta dizer respeito aos emitentes ou a valores mobiliários por si emitidos, ser precisa, não pública e passível de, caso seja conhecida dos investidores, influenciar as suas decisões de investimento e, conseqüentemente, o preço do valores mobiliários.

Sendo a divulgação de informação privilegiada um tema bastante complexo e de extrema importância para o correcto funcionamento do mercado de instrumentos financeiros e para a confiança no mesmo daqueles que nele intervêm, a CMVM publicou em 2008 um conjunto de “conceitos, linhas de orientação, exemplos e condutas a adoptar” denominado “Entendimentos da CMVM sobre a divulgação de informação privilegiada por emitentes”. Neste documento, o legislador aprofunda o conceito de informação privilegiada, dividindo-o em informação directa e indirecta.

³ Alterado pela última vez pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho.

A informação directa⁴ diz respeito ao emitente e aos instrumentos financeiros por si emitidos, possuindo este todo o controlo sobre o conteúdo, o momento e a forma de a anunciar. Por sua vez, na informação indirecta⁵, embora esta esteja também relacionada com o emitente e os instrumentos financeiros por si emitidos, este não tem qualquer controlo sobre tudo o que com ela se relaciona, tendo normalmente conhecimento da informação ao mesmo tempo que o público em geral.

Tal como é feito pela CMVM, torna-se necessário referir que a classificação da informação como privilegiada não é um processo simples e consensual. Deste modo, o “significado da informação varia consoante a dimensão do emitente, desenvolvimentos recentes que se tenham verificado, o sentimento dos mercados face ao emitente e ao sector em que opera e ainda consoante o tipo de instrumento que está em causa”.

O legislador refere ainda, uma série de regras de conduta segundo as quais os emitentes e as terceiras entidades⁶ se devem reger no que diz respeito ao anúncio de informação privilegiada. As empresas negociadas em bolsa devem, a título de exemplo, “em caso de dúvida: divulgar” toda a informação que possa ser considerada privilegiada, anunciar tanto “boas” como “más notícias o mais depressa possível”, “os comunicados divulgados devem ter um título que reflecta, de modo claro e conciso, o seu conteúdo”, “a informação deve ser completa mas cingir-se aos elementos relevantes, não devendo ser acompanhada de dados ou aspectos menores que lhe retirem a necessária clareza ou concisão” e “deve permitir aos investidores tirar as suas próprias conclusões”.

A CMVM enumera também, um conjunto de situações que os emitentes devem evitar, nomeadamente “divulgar informação baseada em juízos subjectivos ou considerações

⁴ As informações directas respeitam à posição financeira e aos resultados do emitente, à sua estratégia e desenvolvimento do negócio e à estrutura de capital e respectivo controlo, entre outros, assim como às condições de emissão e conteúdo dos valores mobiliários

⁵ As informações indirectas referem-se, por exemplo, a informações estatísticas divulgadas por organismos públicos, a decisões do banco central relativas a taxas de juro, a decisões governamentais relativas a enquadramentos fiscais, publicações de relatórios de *research*, recomendações de investimento ou análises referentes ao valor de instrumentos financeiros cotados, a decisões relativas à alteração das regras sobre composição de índices de mercado, etc.

⁶ Organismos públicos que produzem informações estatísticas, sociedades de notação de risco, o Governo, a autoridade responsável pelo controlo da concorrência nos mercados relevantes em que se insira o emitente e outros organismos públicos e outros que produzam ou divulguem informação sobre factos indirectamente relacionados com o emitente ou com os instrumentos financeiros por ele emitidos.

conclusivas”, “difundir expectativas”, “adiar a divulgação de informação a fim de proteger a imagem do emitente ou de algum dos seus administradores/colaboradores”, “dar prioridade ou prevalência aos seus accionistas em detrimento dos investidores em geral”, entre outros.

Por fim, as terceiras entidades devem, a título de exemplo, anunciar a informação considerada privilegiada ao público em geral depois do encerramento dos mercados e dar a conhecer previamente as datas da sua divulgação.⁷

Nos “Entendimentos da CMVM sobre a divulgação de informação privilegiada por emitentes” são ainda mencionados exemplos de eventos que podem dar origem a informação privilegiada. Estes dividem-se em quatro categorias, nomeadamente aqueles relacionados com:

- (a) *A situação financeira ou resultados* – emissão de obrigações, disputas legais, revogação, cancelamento ou suspensão de linhas de crédito por um ou mais bancos, dissolução ou verificação de causa de dissolução, alteração nos resultados esperados, política de dividendos, etc.
- (b) *A estratégia e desenvolvimento do negócio* – processos negociais, aquisição ou alienação de interesses accionistas ou de outros activos, novas licenças, patentes e registos de marcas, alterações na política de investimento, entre outros.
- (c) *Os valores mobiliários emitidos* – modificação dos direitos de uma categoria de acções, *stock-splits* e *reverse stock-splits* e o anúncio relativo ao pagamento de dividendos, incluindo anúncio ou alteração da data de dividendos.
- (d) *A estrutura de capital e controlo* – alterações nos órgãos de administração e fiscalização, factos relacionados com o processo de eleição ou designação de

⁷ Devido ao carácter essencial que o acesso a informação privilegiada comporta, não só para os investidores, mas também para empresas cotadas e reguladores, a CMVM publicou ainda um documento intitulado “Abuso de Informação Privilegiada – Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais”.

titulares de órgãos sociais, operações envolvendo o capital próprio (aumentos e diminuições), fusões, cisões e *spin-offs*, etc.

É precisamente neste último ponto que se enquadra o objecto deste estudo - a divulgação de alterações nos órgãos de administração de empresas cotadas e o seu impacto no preço das respectivas acções. O estudo desenvolvido vai, desta forma, permitir aferir se este tipo de informação é de facto relevante e se realmente afecta o comportamento dos investidores, podendo assim ser considerado como informação privilegiada.

3. REVISÃO DA LITERATURA

3.1. A EFICIÊNCIA DOS MERCADOS

A problemática da eficiência dos mercados financeiros é um dos temas mais controversos da teoria financeira.

Apesar de os seus fundamentos terem surgido há mais de 100 anos, actualmente, a Hipótese dos Mercados Eficientes continua a gerar opiniões contraditórias. A título de exemplo, enquanto Shiller (2003) defende que “*temos de nos distanciar do pressuposto de que os mercados financeiros funcionam sempre bem e de que a variação dos preços reflecte sempre informação genuína*”, Dimson e Mussavian (2000) constataam que “*a importância da Hipótese dos Mercados Eficientes é demonstrada pelo facto de, aparentes oportunidades rentáveis de investimento, serem ainda denominadas de «anomalias»*”.

Os pressupostos fundamentais do conceito de mercados eficientes, surgiram quando, em 1900, Bachelier referiu, pela primeira vez, o comportamento aleatório dos preços dos títulos (*random walk*). Mais tarde, na década de 50, Kendall (1953) tentou identificar ciclos regulares nos preços das acções, mas acabou por não reconhecer qualquer padrão na sua evolução, concluindo que esta se fazia de forma aleatória. A partir desta altura, os trabalhos sobre este tema evoluíram e multiplicaram-se, destacando-se os trabalhos de Roberts (1959) que fez, já naquela altura, referências implícitas ao conceito da Hipótese dos Mercados Eficientes (doravante HME). Roberts é considerado um dos pioneiros no que toca à comparação entre séries de números aleatórios e séries de preços correntes. Nos anos 60, Samuelson (1965) e Mandelbrot (1966) deram importantes contributos, do ponto de vista teórico, para a HME. Mais tarde, Fama (1970) sistematizou a literatura teórica e empírica existente até à data, formulando o conceito de mercados eficientes. Segundo ele, um mercado é considerado eficiente quando o preço dos títulos “*reflecte totalmente*” e em qualquer instante, toda a “*informação disponível*” no mercado.

O nível de eficiência de um mercado de capitais é definido com base no conjunto de informação que é reflectida nos preços de um título financeiro. Segundo Fama (1970), existem três graus de eficiência: fraca, semi-forte e forte. Estamos perante um mercado eficiente na sua:

- *forma fraca (weak form)* – quando os preços dos títulos reflectem toda a informação existente sobre os preços passados dos títulos financeiros;
- *forma semi-forte (semi-strong form)* – se os preços dos activos reflectem toda a informação pública disponível; e
- *forma forte (strong form)* – quando nenhum investidor é capaz de obter rendibilidades anormais com base em qualquer tipo de informação, seja ela pública ou privada.

Nas décadas de 70 e 80 do século XX, os investigadores foram unânimes ao concluir que a HME representava, efectivamente, uma boa descrição da realidade. No entanto, entre 1980 e 1990, começaram a surgir na literatura financeira, inúmeras evidências que indicavam a existência de anomalias no mercado. Rendibilidades superiores em Janeiro relativamente aos restantes meses do ano (efeito Janeiro) e menores rendibilidades à Segunda-Feira comparativamente com os outros dias da semana, foram algumas das anomalias encontradas. Embora algumas anomalias apresentem um forte suporte empírico, é bastante difícil de encontrar uma que tenha permitido verdadeiramente alcançar rendibilidades anormais.

As declarações de Roll (1994) confirmam este facto:

“Depois de passar 25 anos a analisar supostas alegações sobre ineficiências do mercado, e 10 anos a tentar explorá-las como investidor, convenci-me de que o conceito de mercados eficientes (...) é realmente uma primeira aproximação à realidade e, talvez mais importante, é um paradigma extremamente útil na formulação do pensamento teórico. (...) Ao longo das últimas décadas, tentei explorar muitas das aparentemente mais promissoras “ineficiências”, ao investir efectivamente montantes significativos de dinheiro (...) Até este momento, ainda não

encontrei uma que resultasse na prática, no sentido em que se obtivesse uma rendibilidade superior à da estratégia “buy-and-hold.”

Assim sendo, muito embora existam duas correntes de literatura, uma que apoia a existência de eficiência informacional e outra que defende a existência de anomalias e, no limite, de ineficiência e ineficiência informacional, actualmente a HME é amplamente aceite, principalmente devido à dificuldade em provar a sua inexistência.

Retomando a definição de mercados eficientes, no momento t , os preços dos activos devem reflectir toda a informação disponível nesse momento, Φ_t , e assim impedir que o investidor alcance rendibilidades anormais (Pinto (2003)). Num mercado eficiente, assim que nova informação chega ao mercado (“boas” ou “más notícias”), os preços devem reajustar-se rapidamente, incorporando a nova informação. No entanto, este ajustamento não é imediato. Existem sim, investidores que estão atentos à chegada da nova informação e que tentam, de acordo com essa informação, identificar activos sub ou sobreavaliados e transaccioná-los até que as ineficiências desapareçam, ou seja, até que a nova informação esteja completamente reflectida no preço. Dessa forma, estes operadores contribuem para a eficiência do mercado.

Num mercado onde não existem custos de aquisição e análise de informação, nem custos de transacção, onde a informação é completa e está disponível a todos os agentes, e em que estes estão de acordo com o impacto que essa informação pode provocar, os preços dos activos reflectem totalmente as expectativas que os investidores têm acerca da rendibilidade dos activos (Fama (1970)). Assim sendo, num mercado perfeitamente eficiente, o ajustamento dos preços é total e imediato, na medida em que, obter e processar a nova informação, não acarreta quaisquer custos. No entanto, na realidade, existem custos de aquisição e de processamento de informação que, aliás, não são os mesmos para todos os investidores, existindo também custos de transacção. Neste sentido, os preços dos activos financeiros vão reflectir a informação até ao ponto em que o benefício marginal esperado iguale o custo marginal de aquisição de informação e de transacção (Jensen (1978)). Este facto faz com que possam existir ineficiências no mercado, já que, para alguns investidores, o benefício de explorar essas ineficiências não supera o custo adicional associado. Desta forma, a probabilidade de encontrar

ineficiências num mercado é tanto maior quanto maiores forem os custos de transacção e de informação.

O conceito de HME baseia-se no ajustamento total e imediato dos preços à nova informação que chega ao mercado. É através da análise desta informação, que os investidores tomam as suas decisões de investimento e, conseqüentemente, negociam os títulos financeiros até que o seu preço reflecta os novos dados e as ineficiências sejam eliminadas.

Notícias relativas a políticas de dividendos, alterações nos resultados esperados, dissoluções, inovações e registo de patentes e marcas, alterações nos órgãos de administração e fiscalização, fusões e cisões, etc., são alguns exemplos de informações endógenas aos emitentes que podem alterar o comportamento dos investidores. Por sua vez, acontecimentos relativos ao contexto socioeconómico em que as empresas se inserem, tais como decisões de bancos centrais relativamente a taxas de juro, relatórios de notação de risco, decisões do governo relativas a regulamentações sectoriais e a enquadramentos legais, etc., são exemplos de informações extrínsecas às empresas e que têm também um grande impacto no seu desempenho em bolsa.

Neste contexto, Sharpe (1964) formalizou pela primeira vez a teoria do modelo de mercado. Segundo o autor, a rendibilidade dos activos financeiros está dependente de duas componentes: a primeira diz respeito às variações ocorridas no mercado, variações essas resultantes de alterações macroeconómicas que afectam todos os títulos do mercado, ainda que com graus distintos de intensidade (traduzindo-se no risco sistemático); a segunda componente está relacionada com acontecimentos que afectam unicamente um determinado título (risco específico).

Um vasto conjunto de metodologias tem sido utilizado para testar a eficiência dos mercados. De entre os testes que podem ser realizados, encontram-se aqueles feitos com base nos preços passados, onde se tenta identificar, por exemplo, a existência de padrões de sazonalidade, testes à reacção do mercado perante a chegada de nova informação, utilizando normalmente o estudo de eventos, e testes ao desempenho de investidores profissionais e *insiders*.

3.2. AS ALTERAÇÕES NA GESTÃO DE TOPO

A reacção do mercado às alterações na gestão de topo tem sido amplamente discutida na literatura financeira. No entanto, os resultados alcançados são, por vezes, contraditórios, já que este é um tema bastante complexo e nem sempre as análises dos diversos autores são directamente comparáveis. Enquanto uns estudam a rotação dos órgãos de gestão como um evento único, outros subdividem-no em vários tipos de eventos, tendo em conta o desempenho passado dos gestores de saída e dos seus sucessores, os motivos da saída, a forma de divulgação, a origem do sucessor, a divulgação em simultâneo de um sucessor ou de outro tipo de informações, etc.

De acordo com Bonnier e Bruner (1989), a reacção do mercado à divulgação de alterações nas posições de topo é influenciada por dois efeitos, o efeito informativo (“*information effect*”) e o efeito real (“*real effect*”). O primeiro influencia os investidores, na medida em que estes podem concluir que a saída do administrador é o resultado de uma deterioração na situação económico-financeira da empresa (efeito normalmente negativo). O segundo está relacionado com a avaliação que os investidores fazem dos benefícios que a alteração lhes vai proporcionar (efeito normalmente positivo). De modo a isolar o efeito real, os autores analisaram as mudanças na gestão de topo em empresas em dificuldades, onde o seu baixo desempenho era já do conhecimento público. Usando estas empresas como amostra, Bonnier e Bruner (1989) chegaram a uma rendibilidade anormal média positiva de 2.5% nos dias -1 e 0. Estes resultados contrastam com aqueles alcançados por Reinganum (1985)⁸, que não encontrou evidências significativas de que este evento provoque uma reacção no mercado, e por Beatty e Zajac (1987)⁹ que obtiveram resultados negativos, entre outros.

Em conformidade com Bonnier e Bruner (1989), Furtado e Rozeff (1987) concluíram que as promoções na gestão de topo provocam, normalmente, reacções positivas no mercado. As promoções internas são vistas mais favoravelmente do que as externas, mas a sua ocorrência tende a diminuir em empresas de dimensão mais reduzida. Os autores referem ainda, que os despedimentos são pouco frequentes mas, quando ocorrem, tendem a aumentar a riqueza dos accionistas.

⁸ Citado por Bonnier e Bruner (1989).

⁹ Citados por Bonnier e Bruner (1989).

Por sua vez, Khurana e Nohria (2000), tendo por base as empresas pertencentes à Fortune 200 em 1978, e seguindo-as até 1993, concluíram que: **(i)** uma saída por motivos naturais (reforma ou outro emprego similar noutra organização) seguida por um sucessor já pertencente à empresa, tem pouco efeito no desempenho posterior desta; **(ii)** uma saída forçada (quando o administrador não sai para desempenhar uma função similar noutra empresa) seguida por um sucessor externo à organização, melhora o desempenho subsequente da empresa (4,4% com $p < 0,01$); **(iii)** não existe evidência de que uma saída forçada aliada a uma sucessão interna, provoque um declínio no desempenho da empresa (0,1% com $p < 0,10$); e **(iv)** uma saída por motivos naturais seguida por uma sucessão externa, tende a provocar uma diminuição na performance de uma empresa (5,8% com $p < 0,01$).

Contrariando a conclusão (ii), Kind e Schlapfer (2010), tendo por base anúncios de alterações na gestão de topo de empresas listadas na bolsa suíça entre 1998 e 2009, concluíram que, para saídas forçadas aliadas a um sucessor externo à empresa, o sinal das reacções do mercado depende do desempenho anterior do CEO, isto é, se o administrador de saída tiver tido um desempenho baixo (alto), o mercado vê essa saída como uma boa (má) notícia, reagindo positivamente (negativamente).

Dedman e Lin (2000) examinaram o comportamento do preço das acções de empresas do Reino Unido entre 1990 e 1995, perante o anúncio da saída de *CEOs*. Baseando-se numa amostra de 251 eventos, os autores concluíram que a divulgação da saída de executivos provoca, geralmente, uma reacção negativa do mercado (“más notícias”), especialmente para aqueles anúncios onde não foram divulgadas outras informações durante o período de teste utilizado de 3 dias úteis (-1 a 1), e quando a divulgação é feita pela imprensa e não oficialmente pela empresa. Este estudo permitiu concluir também, que as empresas tentam mitigar os efeitos negativos nos preços que a divulgação de alterações nos órgãos sociais possa provocar, anunciando ao mesmo tempo “boas notícias”, normalmente sobre dividendos, ganhos e outras alterações na administração. Os autores defendem que a reacção do mercado é parcialmente determinada pelo motivo da saída, estando saídas devido a despedimentos e a novos empregos normalmente associadas a reacções negativas do mercado. No entanto, na sua opinião, “esta pode ser uma reacção exagerada, uma vez que as empresas cujos administradores saem por

despedimento ou novos empregos não têm mais probabilidade de falir do que as empresas com alterações no Conselho de Administração causadas por outros motivos”.

Estes resultados estão em conformidade com Hillier, Marshall, McColgan e Werema (2006), que se depararam com rendibilidades anormais cumulativas negativas de 0,848% após a saída de CEO's. Quando fazem a distinção entre saídas forçadas e naturais, as primeiras alcançam uma CAR de -1,369%, enquanto que, as segundas, apresentam resultados pouco significativos.

Pelo contrário, Dahyaa e MacConnel (2003)¹⁰, também para o Reino Unido, encontraram evidências de que o mercado reage favoravelmente a anúncios de alterações no cargo de CEO e registaram rendibilidades anormais positivas em torno do dia do evento.

No contexto francês, Dherment-Ferere e Renneboog (2000), estudaram 277 alterações no cargo de CEO ocorridas em 207 empresas listadas no *Premier Marché* da *Paris Stock Exchange* entre 1988 e 1992. De acordo com os testes realizados, as saídas forçadas provocaram uma rendibilidade anormal positiva de 0,5%, as demissões voluntárias não causam qualquer reacção do mercado e as reformas devido à idade provocam reacções negativas em pequena escala. Quando o passado do sucessor é tido em conta, os autores concluíram que as saídas forçadas devido ao desempenho dos administradores seguidas de sucessão externa à empresa, causaram uma forte variação positiva de 2% nas rendibilidades anormais e que, pelo contrário, as sucessões internas em empresas com um baixo desempenho no período anterior à alteração, causaram uma reacção negativa do mercado em aproximadamente 1% no dia do anúncio.

Mais tarde, Clayton, Hartzell e Rosenberg (2003), estudaram o impacto que alterações na gestão de topo têm na volatilidade do preço das acções. Através da revista *Forbes*, os autores identificaram 872 eventos (*CEO turnovers*) no período compreendido entre 1979 e 1995. As análises efectuadas pelos autores permitiram concluir que, para saídas voluntárias de membros da gestão de topo e para as situações em que o sucessor já desempenhava outras funções dentro da empresa, a volatilidade do preço das acções, no

¹⁰ Citados por Setiawan (2008).

primeiro ano a seguir às alterações, aumentou 10% (o que contradiz, em parte, as conclusões alcançadas por Dherment-Ferere e Renneboog (2000) referidas anteriormente). Os autores destacaram ainda que, para saídas forçadas (por exemplo, despedimento), o aumento na volatilidade alcançou os 24% para a amostra utilizada. Estes resultados vieram contradizer o estudo teórico realizado por Dewatripont e Tirole (1994), que sustenta que a volatilidade diminui após alterações nos órgãos dirigentes de uma organização. Ainda segundo Clayton, Hartzell e Rosenberg (2003), a substituição de um membro na gestão de topo cria incerteza relativamente à estratégia que será adoptada pelo novo gestor, assim como às suas competências profissionais, sendo esta incerteza o que provoca um aumento da volatilidade do preço das acções.

No contexto holandês, Cools e van Praag (2007) encontraram indícios de que alterações na gestão de topo provocaram rendibilidades anormais médias insignificantes. Numa análise individual, os autores encontraram evidência de que o anúncio simultâneo de despedimento e nomeação de um sucessor é visto positivamente pelo mercado, provocando rendibilidades anormais positivas de 5%.

No mercado indonésio, Setiawan (2008) concluiu que a divulgação de alterações no cargo de CEO provoca reacções no mercado. Quando a saída de um administrador é um processo rotineiro e o sucessor é alguém interno à empresa, o mercado reage positivamente; pelo contrário, quando a uma saída por motivos naturais se segue um sucessor externo à empresa, o mercado reage negativamente (em conformidade com Khurana e Nohria (2000)). O autor conclui também, que saídas forçadas são acontecimentos complexos e que apresentam resultados mistos na janela do evento [-5;+5], isto é, o mercado reage positiva e negativamente. Para saídas forçadas seguidas de sucessão interna, o autor encontrou rendibilidades anormais negativas de 6,19% (5% de nível de significância) em t-3 e rendibilidades anormais positivas em no dia 0 e t+3 de 8,32% e 5,60%, respectivamente. Para saídas forçadas e para sucessor externo, as rendibilidades anormais foram positivas em t-3 (3,79%) mas negativas no dia seguinte. No dia 0, as rendibilidades anormais são positivas.

Na Austrália, Suchard, Singh e Barr (2001) concluíram que o mercado vê as alterações na gestão de topo como más notícias, reagindo negativamente. Por outro lado, van Zyl (2007) concluiu que este evento não provoca reacções significativas no preço das acções

de empresas sul-africanas. No mercado japonês, Kang e Shivdasani (1996)¹¹ encontraram evidência de que o mercado reage positivamente a alterações nos órgãos sociais.

Em Portugal, a temática das alterações na gestão de topo permanece pouco investigada. Apesar de ser amplamente reconhecida a influência que a liderança corporativa tem no desempenho de uma organização, são escassos os estudos realizados na literatura financeira portuguesa que analisam a importância que os investidores colocam neste acontecimento em particular na vida de uma empresa. Pelo contrário, eventos como a divulgação de resultados e a distribuição de dividendos são normalmente utilizados pelos investigadores portugueses para avaliar a resposta do mercado português à divulgação de informação relevante e, conseqüentemente, a sua eficiência informacional.

Os estudos realizados por Fernandes (1996), Isidro (1997), Alves e Teixeira dos Santos (2005) e Romacho e Cidrais (2007) são quatro exemplos da utilização do anúncio de resultados como um evento relevante para aferir sobre a eficiência do mercado de capitais português. Todos estes trabalhos permitiram concluir que o mercado é eficiente na forma semi-forte.

Também Nascimento (2007) procurou analisar a eficiência informacional do mercado de acções português, baseando-se no modelo de *random walk* dos preços. O resultado deste estudo não foi inteiramente conclusivo, uma vez que, embora na parte mais significativa da amostra a evidência seja consistente com a hipótese de eficiência de mercado, na restante parte surgiram indícios que indicaram uma potencial previsibilidade dos preços.

Pinto (2003), por sua vez, procurou determinar se a divulgação de informação considerada relevante por parte de empresas cotadas é incorporada de uma forma eficiente no preço dos títulos, considerando, entre outros eventos, as alterações nos órgãos sociais como factos relevantes. A análise efectuada permitiu confirmar a existência de rendibilidades anormais de 2% e o aumento da quantidade de títulos

¹¹ Citados por Setiawan (2008).

transaccionados no mercado em torno do dia 0. Assim sendo, a autora concluiu que a divulgação de determinados acontecimentos é relevante para o mercado e que a informação revelada é incorporada eficientemente no preço das acções.

O trabalho de Francisco e Gonçalves (2008) faz uma breve alusão a modificações nos órgãos sociais e ao seu impacto na cotação das empresas em Portugal. Utilizando uma metodologia inversa à que vai ser aqui posta em prática, os autores começam por, num horizonte temporal previamente definido – de 15 de Outubro de 2005 a 14 de Outubro de 2007, – identificar rendibilidades extremas (positivas e negativas) no PSI-Geral. Só depois tentam encontrar uma justificação para a sua ocorrência. Estes autores consideraram as alterações na composição da administração e órgãos de supervisão, um tipo de notícias que justificam as rendibilidades extremas. No entanto, estas justificações não foram, de todo, as mais frequentes e as que provocaram rendibilidades anormais mais expressivas. Os tipos de informação que mais frequentemente deram origem a rendibilidades positivas extremas (“boas notícias”) foram as reestruturações empresariais e as recomendações de investimento.

4. METODOLOGIA E DADOS

4.1. O ESTUDO DE EVENTOS

4.1.1. Introdução

O estudo de eventos (*event studies*) é a metodologia comumente utilizada para testar a HME e foi inicialmente introduzido na literatura financeira por Ball e Brown (1968) e Fama, Fisher, Jensen e Roll¹² (1969). Mais tarde, em 1991, Fama classificou o estudo de eventos como um teste à forma semi-forte de eficiência dos mercados.

Apesar de terem sido estes autores, os primeiros a apresentar o conceito de estudo de eventos, MacKinlay (1997) menciona um estudo de evento levado a cabo por Dolley (1933), que examinou o impacto de *stock splits* no preço das acções, e aponta ainda para um vasto conjunto de outros trabalhos publicados sobre esta metodologia nos anos 60 (Myers and Bakay, 1948; Barker, 1956, 1957, 1958; Ashley, 1962).

Segundo Corrado (2010), o sucesso dos trabalhos realizados por Ball-Brown (1968) e Fama-Fisher-Jensen-Roll (1969) deveu-se à utilização do então recentemente desenvolvido modelo de mercado (CAPM) por Sharpe (1964), à utilização de dados do então recém-criado *Center for Research in Security Prices (CRSP)* da Universidade de Chicago, que se tornou numa base de dados essencial para a investigação relativa aos mercados de capitais, ao desenvolvimento e acesso a sistemas de computador com programas estatísticos sofisticados e aos estudos de Modigliani e Miller (1958, 1961 e 1963), que trouxeram a questão da estrutura de capitais para a vanguarda da investigação financeira. Devido a estes factores, o estudo de eventos tornou-se uma ferramenta chave de investigação, primeiro na área financeira, alargando-se depois a áreas como a economia, história, direito, gestão, marketing e ciências políticas.

Binder (1998) considera que o estudo de Fama-Fisher-Jensen-Roll (1969) deu origem a uma revolução a nível metodológico, uma vez que o estudo de eventos veio permitir analisar a reacção do preço de um título financeiro à divulgação de qualquer tipo de

¹² Embora esta metodologia tenha sofrido alguns melhoramentos ao longo dos anos, os princípios base contidos nestes trabalhos continuam a ser utilizados actualmente.

acontecimento. Segundo Binder (1998), o estudo de eventos tem, normalmente, duas aplicações:

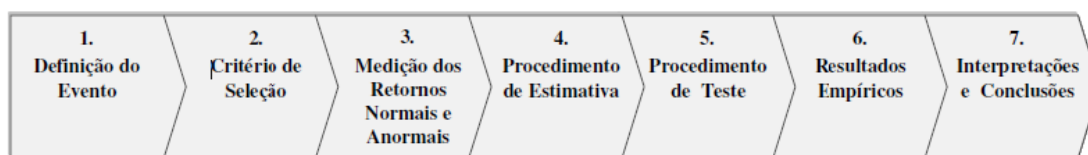
- (i) Testar se o mercado assimila e incorpora eficientemente a informação divulgada;
- (ii) Examinar o impacto de um determinado acontecimento nas rendibilidades e na riqueza dos accionistas, analisando a eficiência informacional dos mercados.

A partir do momento em que o estudo de eventos foi introduzido na literatura financeira, muitos foram os trabalhos publicados utilizando esta metodologia. Segundo Kothari e Warner (2006), no período compreendido entre 1974 e 2000, os cinco maiores jornais financeiros publicaram 565 artigos contendo estudos de eventos. A este número, acrescentam-se ainda os artigos publicados nos restantes jornais financeiros e económicos e aqueles realizados fora do âmbito económico-financeiro. Isto vem provar a ampla aceitação do método de estudo de eventos.

4.1.2. As etapas do Estudo de Eventos

Segundo Campbell, Lo e Mackinley (1997), o estudo de eventos comporta sete etapas:

Figura 4.1 – Etapas do Estudo de Eventos



Fonte: Adaptado de Campbell, Lo e Mackinley (1997)

Nos pontos que se seguem, serão apresentadas teoricamente as diversas fases do estudo de eventos, ao mesmo tempo que serão expostas as suas aplicações práticas a este trabalho. A única exceção será a etapa respeitante à conclusão que, pela sua importância, será exposta num capítulo próprio.

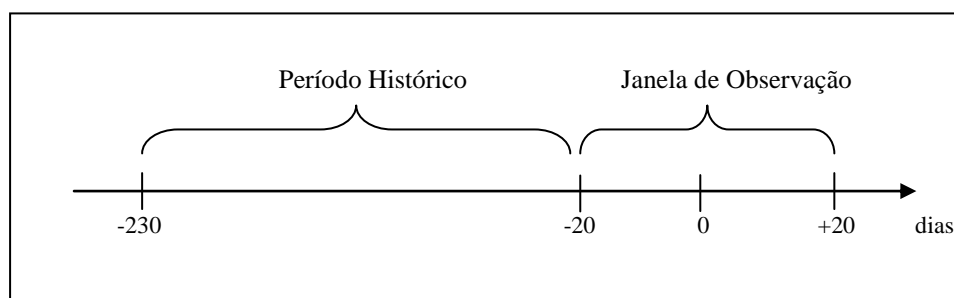
4.1.2.1. Definição do evento

A primeira fase do estudo de eventos consiste em definir o acontecimento através do qual se vai testar a eficiência informacional do mercado.

Para este trabalho, considerou-se que a divulgação de alterações nos órgãos sociais de empresas cotadas é uma informação relevante para os investidores, podendo influenciar as suas intenções de investimento e, conseqüentemente, influenciar o preço de um activo financeiro. Para que o resultado da análise seja o mais exacto possível, é necessário definir a janela de observação. Este período não deve ser demasiado curto, pois pode não captar uma parte importante do impacto do evento ou captar apenas possíveis “fugas de informação” (*insider information*), nem demasiado longo, de modo a evitar a possível sobreposição de eventos.

Assim sendo, considerou-se uma janela de observação de 41 dias, incluindo os 20 dias imediatamente anteriores ao acontecimento, o dia do evento (dia 0) e os 20 dias imediatamente posteriores ao acontecimento. Este foi o período utilizado por MacKinley (1997) e Isidro (1998). No que respeita ao período histórico, para efeitos de cálculo de rendibilidades normais, foi considerada uma janela de 230 dias, o que dá um total de 271 dias.

Figura 4.2 – Janela Temporal



4.1.2.2. Critério de Selecção

Após a selecção do evento, torna-se necessário definir a amostra que vai ser utilizada.

Para este estudo, recolheram-se anúncios de alterações nos membros titulares do Conselho de Administração e do Conselho Geral e de Supervisão das empresas cotadas no PSI-20 (*Portuguese Stock Index*), o índice que agrega as 20 empresas mais representativas do mercado bolsista português. Para este estudo foi necessário recolher as cotações diárias das empresas pertencentes ao PSI-20, assim como do índice português, entre 01/01/2004 e 31/12/2009, utilizando-se para isso a base de dados *Datastream*. Através da página online da CMVM¹³, foram recolhidos 160 anúncios de alterações nos titulares de órgãos sociais referentes ao período compreendido entre 01/01/2005 e 31/12/2009. A estes eventos foram aplicados quatro critérios de selecção: (i) as alterações têm que ocorrer no Conselho de Administração ou no Conselho Geral e de Supervisão; (ii) se ocorrer a divulgação de outro tipo de evento no período compreendido entre -5 e +5 dias relativamente a qualquer evento da amostra, este é excluído; (iii) se existirem, na amostra, dois eventos relacionados que tenham um intervalo entre si superior a 20 dias, são considerados dois eventos distintos e analisados separadamente; e (iv) se dois eventos distintos tiverem entre si um intervalo inferior a 20 dias é apenas integrado na amostra o evento que tiver ocorrido primeiro. Em qualquer dos três casos, os eventos incompatíveis têm que dizer respeito, obviamente, à mesma empresa.

Após a aplicação dos critérios de selecção, obteve-se uma amostra final de 61 eventos, sendo que o BES e a EDP são as empresas com o maior número de ocorrências (8). A EDP Renováveis e a Cimpor não fazem parte da análise, uma vez que não foi possível encontrar para estas empresas, qualquer evento que respeitasse os critérios atrás definidos. Para a amostra utilizada, obteve-se um valor médio de 0,95 para o parâmetro β . Este valor aproxima-se bastante de 1, o que indica que a amostra utilizada é bastante representativa do mercado.

¹³ www.cmvm.pt

Quadro 4.1: Número de eventos por empresa

Empresas	Nº de eventos	%
ALTRI	1	1,64%
BCP	4	6,56%
BES	8	13,11%
BPI	1	1,64%
BRISA	2	3,28%
EDP	8	13,11%
GALP ENERGIA	4	6,56%
INAPA	5	8,20%
JERÓNIMO MARTINS	1	1,64%
MOTA-ENGIL	3	4,92%
PORTUCEL	1	1,64%
PORTUGAL TELECOM	3	4,92%
REN	2	3,28%
SEMAPA	3	4,92%
SONAE INDÚSTRIA	2	3,28%
SONAE COM	4	6,56%
SONAE SGPS	5	8,20%
ZON MULTIMÉDIA ¹⁴	4	6,56%
Total	61	100%

Ao examinar os eventos que compõem a amostra, foi possível agregá-los da seguinte forma:

Quadro 4.2: Distribuição de eventos por ano

Ano do Evento	Nº de eventos	%
2005	8	13,11%
2006	11	18,03%
2007	12	19,67%
2008	16	26,23%
2009	14	22,95%
Total	61	100%

¹⁴ Até 2008 era designada como PT Multimédia.

Quadro 4.3: Classificação por tipo de evento

Tipo de Evento	Nº de eventos	%
Falecimento	1	1,64%
Renúncia Conselho Superior	1	1,64%
Renúncia Conselho Geral e de Supervisão	6	9,84%
Renúncia Administrador	11	18,03%
Renúncia Conselho Administração	33	54,10%
Renúncia Comissão Executiva	1	1,64%
Cooptação Conselho Administração	2	3,28%
Cooptação Comissão Executiva	3	4,92%
Cooptação Conselho Geral e de Supervisão	1	1,64%
Cooptação Administrador	1	1,64%
Outros	1	1,64%
Total	61	100%

Do total de eventos que dizem respeito a saídas de elementos (53), em 37,7% dos casos o anúncio da alteração foi feito simultaneamente com a nomeação de um sucessor.

4.1.2.3. Medição dos Retornos Normais e Anormais

Após a definição da amostra que será utilizada, torna-se necessário determinar a diferença entre a rendibilidade efectiva e a rendibilidade esperada ou normal de um determinado título. Esta diferença denomina-se de rendibilidade anormal (*abnormal return* – *AR*) e é através dela que se avalia o impacto de um determinado acontecimento.

A rendibilidade normal é definida como a rendibilidade que seria esperada se o evento não tivesse ocorrido. Esta rendibilidade será depois comparada com a rendibilidade ocorrida num determinado intervalo de tempo que contém o evento, por forma a identificar a existência ou não de comportamentos anormais nas rendibilidades.

Segundo Campbell, Lo e MacKinlay (1997), para o título j e para o período do evento t , a rendibilidade anormal será:

$$AR_{jt} = R_{jt} - E[R_{jt} | X_t], \quad (1)$$

Sendo R_{jt} e $E(R_{jt})$ a rendibilidade real e esperada, respectivamente, encontrando-se esta última condicionada ao conjunto informativo X_t .

A rendibilidade normal ($E(R_{jt})$) é determinada, normalmente, com base em três métodos:

(i) *Rendibilidade ajustada à média (Mean adjusted model – M₁)*

Segundo este método, a rendibilidade esperada é definida como sendo a média aritmética das rendibilidades obtidas no período histórico (230 sessões anteriores à janela do evento) para o título t , ou seja:

$$E(R_{jt}) = \bar{R}_{jt} \quad (2)$$

(ii) *Rendibilidade ajustada ao mercado (Market adjusted model – M₂)*

Nesta abordagem, a rendibilidade esperada é definida como sendo a rendibilidade do mercado (R_{mt}), ou seja:

$$E(R_{jt}) = R_{mt} \quad (3)$$

(iii) *Modelo de Mercado (M₃)*

De acordo com o modelo de mercado, a rendibilidade esperada de um activo pode ser decomposta em duas componentes, uma relativa ao mercado ($\beta_j R_{mt}$) e outra independente do mercado (α_j). Assim, temos:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + e_{jt} \quad (4)$$

sendo,

R_{jt} – Rendibilidade do título “j” verificada no período “t”;

R_{mt} – Rendibilidade de um índice de mercado no período “t”;

α_j – Termo constante;

β_j – Medida de sensibilidade da rendibilidade do título “j” relativamente às flutuações da rendibilidade do mercado;

e_{jt} – Termo residual, com $E(e_{jt}) = 0$ e $\text{Var}(e_{jt}) = \sigma^2_{e_{jt}}$

O alfa e o beta são determinados com base num período histórico de 230 sessões anteriores à janela do evento.

Tendo em conta a hipótese nula (H_0), para a qual o acontecimento não tem impacto no comportamento das rendibilidades, a distribuição de probabilidades das rendibilidades anormais de uma determinada observação na janela de observação é dada por:

$$AR_{jt} \sim N(0, \sigma^2 (AR_{jt})) \quad (5)$$

onde:

$$\sigma^2 (AR_{jt}) = \sigma^2_{e_j} \quad (6)$$

Segundo Campbell, Lo e MacKinlay (1997), o modelo de mercado é o mais indicado para identificar o impacto de um determinado evento, uma vez que, ao retirar a parte da rendibilidade que está relacionada com a variação do retorno do mercado, a variância da rendibilidade anormal é reduzida. Para a estimação da rendibilidade normal pode ainda recorrer-se a modelos multi-factores. No entanto, Campbell, Lo e MacKinlay (1997) defendem que estes modelos, para além de difícil execução, apresentam apenas ganhos marginais em termos de poder explicativo quando comparados com métodos mais simples.

4.1.2.4. Determinação dos parâmetros

No estudo de eventos, depois de seleccionado o método de cálculo das rendibilidades normais (etapa três), procede-se à estimação de todos os parâmetros necessários à sua determinação.

A análise realizada foi feita através dos três métodos anteriormente descritos. As rendibilidades de cada um dos títulos do PSI-20 e do próprio índice (*proxy* da rendibilidade de mercado) foram calculadas da seguinte forma:

$$R_{jt} = \ln (P_{j,t} / P_{j,t-1}) \quad (7)$$

Onde,

R_{jt} – rendibilidade do título j no período t ;

$P_{j,t}$ – preço da acção j no período t ;

$P_{j,t-1}$ – preço da acção j no período $t-1$.

Com base nas rendibilidades instantâneas calculadas, determinaram-se as rendibilidades esperadas pelos métodos já referidos - rendibilidade ajustada à média, rendibilidade ajustada ao mercado e modelo de mercado. Relativamente a este último, os parâmetros β_j e α_j foram calculados pelo método dos mínimos quadrados utilizando para o efeito as funções “declive” e “interceptar” do Excel, respectivamente.

4.1.2.5. Realização dos testes

Na etapa cinco, depois de determinadas as rendibilidades efectivas e normais, podem então calcular-se as rendibilidades anormais.

Segundo Campbell, Lo e MaKinlay (1997), para que se possam chegar a conclusões gerais sobre um determinado evento, é necessário agregar as rendibilidades anormais,

quer em termos de valores ao longo da janela de observação, quer em relação ao número de empresas incluídas na amostra.

Assim sendo, a acumulação da rendibilidade anormal ao longo do tempo (*Cumulative Abnormal Return – CAR*) para o activo j e para a janela de observação (t_1 e t_2) é dada por:

$$CAR_j(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} AR_{jt} \quad (8)$$

onde, sob a hipótese nula (H_0), a distribuição da rendibilidade anormal acumulada é:

$$CAR_j(t_1, t_2) \sim N(0, \sigma_j^2(CAR_j(t_1, t_2))) \quad (9)$$

e:

$$\sigma_j^2(CAR_j(t_1, t_2)) = (t_2 - t_1 + 1) \sigma_{ej}^2 \quad (10)$$

Para se proceder à acumulação das rendibilidades anormais individuais para todos os eventos da amostra, é necessário obter primeiro um valor médio para a rendibilidade anormal (*Average Abnormal Return – AAR*). Para N acontecimentos, temos:

$$AAR_t = 1/N * \sum_{j=1}^N AR_j \quad (11)$$

A rendibilidade anormal média é depois agregada ao longo da janela do evento (*Cumulative Average Abnormal Return - CAAR*):

$$CAAR_j(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} AAR_t \quad (12)$$

Segundo a hipótese nula (H_0),

$$CAAR_j(t_1, t_2) \sim N[0, \text{var}(CAAR(t_1, t_2))] \quad (13)$$

com:

$$\text{var}(\text{CAAR}(t_1, t_2)) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} \text{var}(\text{AAR}_{jt}) \quad (14)$$

e:

$$\text{var}(\text{AAR}_t) = 1/N^2 * \sum_{t=t_1}^{t=t_2} \sigma_{e_j}^2 \quad (15)$$

A partir deste ponto e em conformidade com a metodologia do estudo de eventos, podem então realizar-se dois testes estatísticos:

$$\Theta_1 = \frac{\text{AAR}_t}{(\text{var}(\text{AAR}_t))^{1/2}} \sim N(0,1) \quad (16)$$

e,

$$\Theta_2 = \frac{\text{CAAR}(t_1, t_2)}{(\text{var}(\text{CAAR}(t_1, t_2)))^{1/2}} \sim N(0,1) \quad (17)$$

4.1.2.6. Resultados Empíricos

Seguindo a metodologia descrita nos pontos anteriores, obtiveram-se os seguintes resultados estatísticos para a amostra utilizada (61 eventos):

Quadro 4.4: Resultados dos testes às AAR e CAAR por método¹⁵

Dia	M ₁				M ₂				M ₃			
	AAR	Θ_1	CAAR	Θ_2	AAR	Θ_1	CAAR	Θ_2	AAR	Θ_1	CAAR	Θ_2
-10	0,050%	0,551	-0,452%	-0,776	0,134%	1,760*	-0,036%	-0,094	0,101%	1,378	-0,146%	-0,308
-9	0,146%	1,601	-0,306%	-0,525	0,183%	2,410**	0,147%	0,381	0,170%	2,331**	0,024%	0,051
-8	-0,149%	-1,629	-0,454%	-0,781	-0,037%	-0,480	0,111%	0,286	-0,028%	-0,379	-0,004%	-0,008
-7	0,003%	0,029	-0,452%	-0,776	0,006%	0,078	0,117%	0,302	0,007%	0,100	0,004%	0,008
-6	-0,010%	-0,108	-0,462%	-0,793	-0,071%	-0,931	0,046%	0,118	-0,088%	-1,205	-0,084%	-0,178
-5	-0,143%	-1,567	-0,605%	-1,039	-0,088%	-1,157	-0,042%	-0,109	-0,101%	-1,383	-0,186%	-0,391
-4	0,012%	0,127	-0,593%	-1,019	0,017%	0,224	-0,025%	-0,065	-0,019%	-0,257	-0,204%	-0,431
-3	-0,004%	-0,046	-0,598%	-1,027	0,001%	0,018	-0,024%	-0,062	-0,003%	-0,043	-0,207%	-0,437
-2	-0,137%	-1,497	-0,734%	-1,262	-0,064%	-0,845	-0,088%	-0,228	-0,106%	-1,452	-0,314%	-0,661
-1	-0,227%	-2,481**	-0,961%	-1,651	-0,162%	-2,135**	-0,251%	-0,649	-0,167%	-2,286**	-0,481%	-1,013
0	-0,077%	-0,846	-1,039%	-1,784*	-0,068%	-0,897	-0,319%	-0,825	-0,045%	-0,609	-0,525%	-1,107
1	-0,023%	-0,255	-1,062%	-1,824*	-0,136%	-1,790*	-0,455%	-1,178	-0,143%	-1,951*	-0,668%	-1,408
2	0,001%	0,012	-1,061%	-1,822*	0,049%	0,650	-0,406%	-1,050	0,033%	0,445	-0,635%	-1,339
3	-0,019%	-0,203	-1,079%	-1,854*	-0,008%	-0,100	-0,413%	-1,070	-0,020%	-0,280	-0,656%	-1,382
4	0,083%	0,907	-0,996%	-1,712*	-0,091%	-1,191	-0,504%	-1,304	-0,067%	-0,911	-0,722%	-1,523
5	-0,092%	-1,007	-1,088%	-1,870*	-0,074%	-0,967	-0,577%	-1,495	-0,069%	-0,950	-0,792%	-1,669
6	0,095%	1,042	-0,993%	-1,706*	0,073%	0,965	-0,504%	-1,304	0,058%	0,787	-0,734%	-1,548
7	-0,132%	-1,447	-1,125%	-1,934*	-0,114%	-1,492	-0,618%	-1,598	-0,133%	-1,822*	-0,867%	-1,829*
8	-0,122%	-1,337	-1,248%	-2,143**	-0,018%	-0,236	-0,635%	-1,645	-0,022%	-0,300	-0,889%	-1,875*
9	-0,037%	-0,407	-1,285%	-2,207**	0,021%	0,282	-0,614%	-1,589	-0,003%	-0,047	-0,893%	-1,882*
10	-0,231%	-2,523**	-1,516%	-2,604**	-0,033%	-0,438	-0,647%	-1,676	-0,017%	-0,236	-0,910%	-1,919*

* parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 10%.

** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 5%.

Nota: As bases de dados que serviram de suporte a todas as tabelas que serão apresentadas podem ser consultadas no CD que foi disponibilizado juntamente com a tese em suporte papel.

Analisando o quadro acima, é possível observar que, pelo método 1 (rendibilidade ajustada à média), se alcançam rendibilidades anormais estatisticamente significativas

¹⁵ Para facilitar a apresentação dos resultados, optou-se por exibir apenas parte da janela efectivamente utilizada (41 dias). Assim sendo, serão apenas exibidos os 10 dias imediatamente anteriores e posteriores (janela de 21 dias) ao dia do evento (dia 0) para todas as tabelas apresentadas.

em torno do dia do anúncio. Para a rendibilidade anormal média (AAR), alcança-se o valor -0,227% para o dia imediatamente anterior (dia -1), o qual está associado a um valor de 2,481 para o teste Θ_1 , significativo para um nível de confiança de 5%.

Por outro lado, obteve-se uma rendibilidade anormal média acumulada (CAAR) negativa de 1,039% para um nível de confiança de 10% no dia 0, que se estende depois até ao final da janela de observação apresentada. Este facto pode ser o resultado da ocorrência de outros tipos de eventos, que podem estar a empolar os valores estatisticamente relevantes encontrados (ver critérios de selecção no ponto 4.1.2.2.).

Examinando agora os resultados obtidos pelo método da rendibilidade ajustada ao mercado (M_2) e pelo Modelo de Mercado (M_3), verifica-se a existência de rendibilidades anormais médias negativas estatisticamente significativas para o dia -1 e 1. No entanto, não se verificou qualquer parâmetro com relevância estatística no dia do anúncio.

Embora os três métodos sejam unânimes no que diz respeito ao sinal da reacção do mercado, já que todas as rendibilidades anormais estatisticamente relevantes alcançaram valores negativos, a quase inexistência de qualquer parâmetro com relevância estatística no dia do anúncio, levou a que se realizassem os mesmos testes, separando no entanto, os eventos em “boas e más notícias”, tendo em conta o sinal da rendibilidade efectiva no dia do anúncio de cada evento específico. Dos 61 eventos, 32 foram considerados “boas notícias” (52,5%).

A técnica da classificação de eventos entre “Boas e Más Notícias” é utilizada por vários autores de modo a eliminar o possível efeito do sinal das rendibilidades (Pinto (2003), Francisco e Gonçalves (2008), entre outros).

Tendo em conta a nova análise, obtiveram-se os seguintes resultados:

Quadro 4.5: Resultados dos testes às AAR e CAAR por método – “Boas Notícias”

Dia	M ₁				M ₂				M ₃			
	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂
-10	0,177%	1,225	-0,524%	-2,442**	0,252%	2,148**	0,038%	0,112	0,257%	2,057	0,042%	0,106
-9	0,155%	1,075	-0,370%	-1,721*	0,155%	1,320	0,193%	0,571	0,185%	1,477	0,227%	0,575
-8	-0,174%	-1,204	-0,543%	-2,528**	-0,041%	-0,346	0,152%	0,451	-0,040%	-0,323	0,186%	0,473
-7	0,043%	0,296	-0,500%	-2,330**	-0,056%	-0,480	0,096%	0,284	-0,058%	-0,467	0,128%	0,324
-6	0,001%	0,009	-0,499%	-2,324**	-0,125%	-1,064	-0,029%	-0,086	-0,136%	-1,086	-0,008%	-0,020
-5	-0,120%	-0,834	-0,619%	-2,884**	-0,169%	-1,440	-0,198%	-0,586	-0,143%	-1,143	-0,151%	-0,383
-4	0,027%	0,187	-0,593%	-2,759***	-0,027%	-0,228	-0,225%	-0,665	-0,082%	-0,658	-0,233%	-0,592
-3	-0,020%	-0,138	-0,612%	-2,852***	-0,042%	-0,357	-0,267%	-0,789	-0,034%	-0,271	-0,267%	-0,678
-2	-0,074%	-0,514	-0,687%	-3,196***	-0,106%	-0,904	-0,373%	-1,103	-0,118%	-0,939	-0,385%	-0,977
-1	-0,233%	-1,618	-0,920%	-4,282***	-0,163%	-1,387	-0,536%	-1,585	-0,172%	-1,378	-0,557%	-1,414
0	0,452%	3,136***	-0,468%	-2,178**	0,258%	2,195**	-0,278%	-0,823	0,342%	2,732**	-0,215%	-0,547
1	0,160%	1,113	-0,307%	-1,431	0,093%	0,794	-0,185%	-0,547	0,060%	0,480	-0,155%	-0,394
2	-0,010%	-0,072	-0,318%	-1,479	-0,042%	-0,355	-0,227%	-0,670	-0,034%	-0,268	-0,189%	-0,479
3	0,136%	0,946	-0,181%	-0,844	0,092%	0,782	-0,135%	-0,398	0,052%	0,416	-0,137%	-0,347
4	0,153%	1,058	-0,029%	-0,134	-0,057%	-0,486	-0,192%	-0,567	-0,050%	-0,396	-0,186%	-0,473
5	-0,248%	-1,720*	-0,277%	-1,288	-0,299%	-2,542**	-0,490%	-1,450	-0,288%	-2,301	-0,474%	-1,204
6	0,079%	0,551	-0,197%	-0,918	0,053%	0,451	-0,437%	-1,293	0,051%	0,411	-0,423%	-1,073
7	-0,110%	-0,764	-0,307%	-1,431	-0,096%	-0,820	-0,534%	-1,578	-0,155%	-1,236	-0,578%	-1,466
8	-0,025%	-0,175	-0,333%	-1,548	0,010%	0,085	-0,524%	-1,549	-0,017%	-0,137	-0,595%	-1,509
9	-0,030%	-0,205	-0,362%	-1,686	0,008%	0,069	-0,516%	-1,525	-0,013%	-0,100	-0,607%	-1,541
10	-0,067%	-0,466	-0,429%	-1,998*	0,068%	0,576	-0,448%	-1,325	0,041%	0,329	-0,566%	-1,436

* parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 10%.

** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 5%.

*** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 1%.

Quadro 4.6: Resultados dos testes às AAR e CAAR por método – “Más Notícias”

Dia	M ₁				M ₂				M ₃			
	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂
-10	-0,112%	-0,679	-0,376%	-0,328	0,003%	0,024	-0,118%	-0,239	-0,072%	-0,583	-0,354%	-0,557
-9	0,142%	0,863	-0,234%	-0,204	0,215%	1,630	0,097%	0,196	0,154%	1,245	-0,199%	-0,314
-8	-0,104%	-0,632	-0,338%	-0,295	-0,032%	-0,243	0,065%	0,131	-0,014%	-0,110	-0,213%	-0,335
-7	-0,042%	-0,252	-0,380%	-0,331	0,075%	0,567	0,139%	0,282	0,080%	0,644	-0,133%	-0,210
-6	-0,045%	-0,274	-0,425%	-0,371	-0,011%	-0,084	0,128%	0,260	-0,035%	-0,285	-0,169%	-0,265
-5	-0,181%	-1,099	-0,606%	-0,528	0,001%	0,011	0,130%	0,263	-0,055%	-0,442	-0,224%	-0,352
-4	0,016%	0,095	-0,590%	-0,515	0,065%	0,497	0,195%	0,395	0,051%	0,413	-0,172%	-0,271
-3	0,003%	0,016	-0,588%	-0,512	0,049%	0,374	0,244%	0,495	0,031%	0,248	-0,141%	-0,222
-2	-0,203%	-1,231	-0,790%	-0,689	-0,018%	-0,136	0,226%	0,459	-0,093%	-0,754	-0,235%	-0,370
-1	-0,223%	-1,356	-1,014%	-0,884	-0,162%	-1,229	0,064%	0,130	-0,161%	-1,300	-0,396%	-0,623
0	-0,684%	-4,154***	-1,698%	-1,480	-0,428%	-3,249***	-0,364%	-0,737	-0,471%	-3,796***	-0,867%	-1,364
1	-0,231%	-1,404	-1,929%	-1,682	-0,389%	-2,955***	-0,753%	-1,526	-0,366%	-2,954***	-1,233%	-1,940*
2	0,017%	0,103	-1,912%	-1,667	0,150%	1,139	-0,603%	-1,222	0,105%	0,850	-1,128%	-1,774*
3	-0,184%	-1,120	-2,096%	-1,828*	-0,117%	-0,891	-0,720%	-1,460	-0,101%	-0,810	-1,228%	-1,933*
4	-0,009%	-0,058	-2,106%	-1,836*	-0,128%	-0,970	-0,848%	-1,719*	-0,085%	-0,688	-1,314%	-2,067**
5	0,094%	0,568	-2,012%	-1,755*	0,175%	1,327	-0,673%	-1,365	0,172%	1,383	-1,142%	-1,797*
6	0,116%	0,704	-1,896%	-1,654	0,096%	0,729	-0,577%	-1,170	0,064%	0,518	-1,078%	-1,696
7	-0,157%	-0,951	-2,053%	-1,790*	-0,132%	-1,006	-0,710%	-1,439	-0,109%	-0,883	-1,187%	-1,868*
8	-0,217%	-1,319	-2,270%	-1,980*	-0,049%	-0,370	-0,759%	-1,537	-0,027%	-0,220	-1,215%	-1,911*
9	-0,030%	-0,182	-2,300%	-2,006*	0,036%	0,274	-0,723%	-1,464	0,007%	0,053	-1,208%	-1,900*
10	-0,415%	-2,518**	-2,715%	-2,367**	-0,145%	-1,099	-0,867%	-1,758*	-0,082%	-0,659	-1,290%	-2,029*

* parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 10%.

** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 5%.

*** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 1%.

Tendo em conta os resultados dos novos testes realizados, é possível comprovar que o mercado de acções português tende a reagir à divulgação de informação relativa a alterações no Conselho de Administração e no Conselho Geral e de Supervisão.

Analisando os resultados apresentados no Quadro 4.5 e 4.6, é notória a existência de AAR estatisticamente significativos para o dia do anúncio (dia 0) para os três métodos utilizados, e tal como era esperado, os eventos classificados como “boas notícias” apresentam rendibilidades anormais médias positivas de 0,452% ($p < 0,01$), 0,258% ($p < 0,05$) e 0,342% ($p < 0,05$) para os métodos M₁, M₂ e M₃, respectivamente. Por sua vez, os eventos entendidos como “más notícias” apresentam rendibilidades anormais médias negativas de 0,684% ($p < 0,01$), 0,428% ($p < 0,01$) e 0,471% ($p < 0,01$), para os

métodos M_1 , M_2 e M_3 , respectivamente. De acordo com estes resultados é possível concluir que o mercado tende a reagir com maior intensidade perante “más notícias”.

Relativamente ao ajustamento do mercado, é possível verificar que este é feito rapidamente e que a nova informação é incorporada rapidamente no preço da acção. Quando os eventos são entendidos como “boas notícias”, o mercado tende a ajustar-se mais rapidamente à nova informação, já que as rendibilidades anormais não se estendem por mais do que um dia na janela de observação. Pelo contrário, para alterações na gestão de topo vistas como “más notícias”, o preço da acção tende a incorporar totalmente a nova informação já no dia 1 (M_2 e M_3). Em qualquer dos casos, é possível concluir que o mercado é eficiente no que respeita à velocidade com que os preços se ajustam à nova informação.

No que toca à rendibilidade anormal média acumulada e tendo em conta os eventos tidos como “boas notícias”, não se obteve qualquer valor estatisticamente significativo para os métodos com base no mercado (M_2 e M_3). Para o método da rendibilidade ajustada à média, obteve-se um pico de -0,920% (para um nível de confiança de 1%) para a CAAR no dia -1. No dia 0, a CAAR alcança os -0,468% ($p < 0,05$). Estes resultados parecem sugerir que, no dia anterior à divulgação oficial das alterações nos órgãos sociais, existiriam já rumores ou indícios de que estas teriam lugar, facto que pode ter reduzido o efeito no preço das acções aquando do anúncio público destes eventos e potenciado rendibilidades anormais no dia -1. A ocorrência de outro tipo de eventos pode também explicar o facto de se verificarem valores estatisticamente relevantes nos dias anteriores ao dia do evento (ver ponto 4.1.2.2). No entanto, estes resultados não são suportados por aqueles alcançados pelos outros métodos.

Para a divulgação de “más notícias”, os resultados para as CAAR são também pouco significativos. O método da rendibilidade ajustada ao mercado (M_2) não apresenta qualquer parâmetro estatisticamente relevante em torno do dia 0. Tendo em conta o M_1 , são alcançadas CAAR estatisticamente significativas a partir do dia 3, enquanto que para o M_3 estas ocorrem logo no dia 1. Mais para o último caso, é possível que esta situação seja causada pelo facto de a alteração nos órgãos sociais ter sido divulgada perto do final do horário de funcionamento da bolsa ou até mesmo já depois do seu

encerramento, o que retardaria a reacção dos investidores para o dia imediatamente seguinte.

A reacção do mercado a alterações na gestão de topo, quer sejam entendidas como “boas ou más notícias”, pode ser analisada mais facilmente através dos seguintes gráficos:

Gráfico 4.1: Rendibilidades Anormal Média (M_3) – “Boas e Más Notícias”

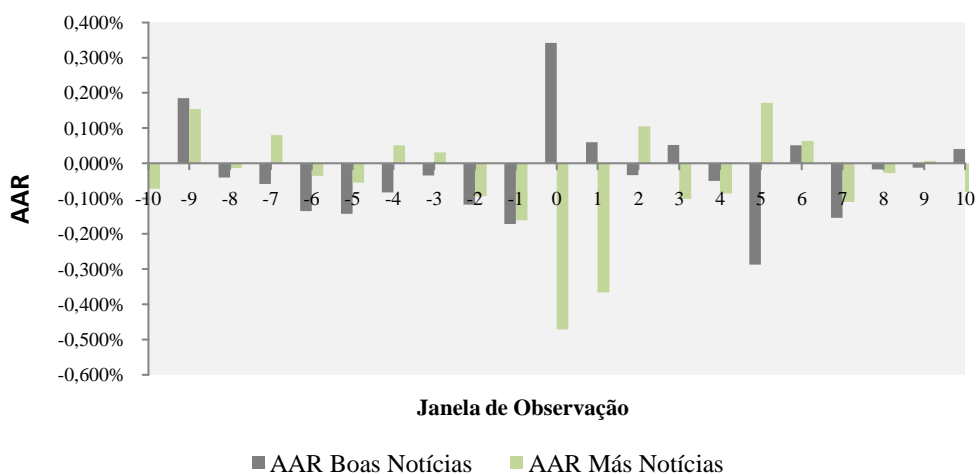
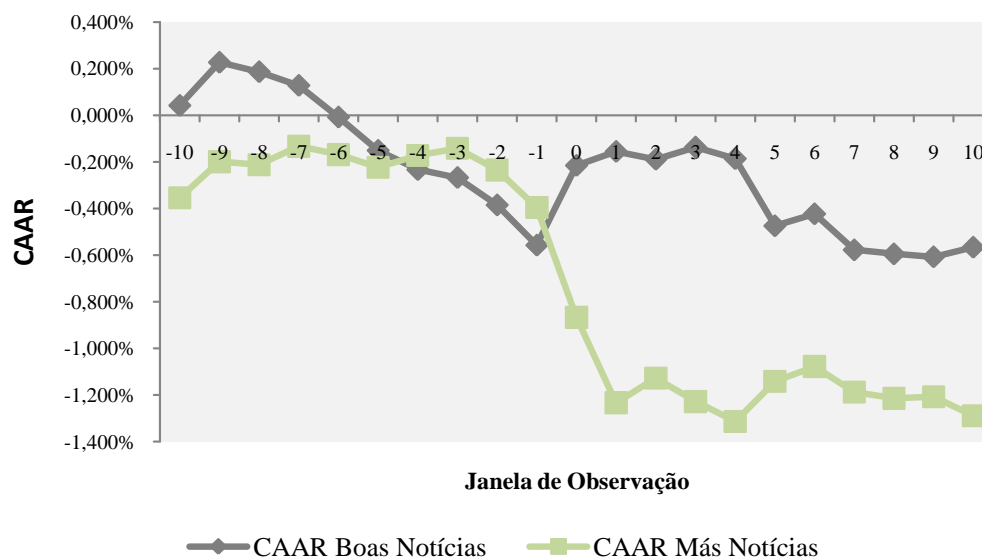


Gráfico 4.2: Rendibilidade Anormal Média Acumulada (M_3) – “Boas e Más Notícias”



Ambos os gráficos evidenciam que o mercado de capitais português tende a reagir à divulgação de alterações no Conselho de Administração e no Conselho Geral e de Supervisão.

Após a realização dos testes e analisando mais pormenorizadamente cada um dos 61 eventos que compõem a amostra, foi possível concluir que 34 (54,8%) podem efectivamente ser considerados relevantes. Foram classificados de efectivamente relevantes, os acontecimentos que: (i) apresentaram valores estatisticamente significativos em pelo menos 4 dos 6 testes efectuados; (ii) apresentaram estes valores, pelo menos, no sub-intervalo [-5;5] da janela de observação.

Quadro 4.7: Número de eventos relevantes por empresa

Empresas	Nº de eventos	%	Nº de eventos relevantes	%
ALTRI	1	1,64%	1	2,94%
BCP	4	6,56%	3	8,82%
BES	8	13,11%	2	5,88%
BPI	1	1,64%	1	2,94%
BRISA	2	3,28%	1	2,94%
EDP	8	13,11%	8	23,53%
GALP ENERGIA	4	6,56%	3	8,82%
INAPA	5	8,20%	3	8,82%
JERÓNIMO MARTINS	1	1,64%	1	2,94%
MOTA-ENGIL	3	4,92%	1	2,94%
PORTUCEL	1	1,64%	1	2,94%
PORTUGAL TELECOM	3	4,92%	1	2,94%
REN	2	3,28%	0	0,00%
SEMAPA	3	4,92%	2	5,88%
SONAE INDÚSTRIA	2	3,28%	0	0,00%
SONAE COM	4	6,56%	2	5,88%
SONAE SGPS	5	8,20%	1	2,94%
ZON MULTIMÉDIA	4	6,56%	3	8,82%
Total	61	100%	34	100%

Quadro 4.8: Classificação de eventos relevantes por tipo de evento

Tipo de Evento	Nº de eventos	%
Falecimento	1	2,94%
Renúncia Conselho Superior	1	2,94%
Renúncia Conselho Geral e de Supervisão	5	14,71%
Renúncia Administrador	4	11,76%
Renúncia Conselho Administração	16	47,06%
Renúncia Comissão Executiva	1	2,94%
Cooptação Conselho Administração	2	5,88%
Cooptação Comissão Executiva	2	5,88%
Cooptação Conselho Geral e de Supervisão	1	2,94%
Cooptação Administrador	1	2,94%
Outros	0	0,00%
Total	34	100%

Como se pode comprovar pelo quadro acima, dos 34 eventos efectivamente relevantes, 28 (82,4%) são anúncios de saídas de elementos da gestão de topo. Em 32% dos casos, a comunicação das renúncias foi acompanhada pela nomeação de um sucessor.

Para os eventos efectivamente relevantes, obtiveram-se os seguintes resultados para os testes estatísticos efectuados:

Quadro 4.9: Resultados dos testes às AAR e CAAR por método – Eventos Relevantes

Dia	M ₁				M ₂				M ₃			
	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂
-10	0,042%	0,398	-0,503%	-0,678	0,139%	1,556	0,005%	0,022	0,092%	0,982	-0,095%	-0,241
-9	0,096%	0,902	-0,407%	-0,549	0,122%	1,370	0,127%	0,616	0,093%	0,996	-0,002%	-0,006
-8	-0,264%	-2,490**	-0,671%	-0,905	-0,022%	-0,243	0,105%	0,511	-0,026%	-0,283	-0,029%	-0,073
-7	-0,064%	-0,604	-0,735%	-0,991	0,038%	0,429	0,144%	0,697	0,032%	0,347	0,004%	0,009
-6	-0,038%	-0,362	-0,773%	-1,043	-0,078%	-0,871	0,066%	0,319	-0,117%	-1,250	-0,113%	-0,286
-5	-0,270%	-2,550**	-1,044%	-1,407	-0,111%	-1,239	-0,045%	-0,218	-0,148%	-1,592	-0,261%	-0,661
-4	-0,131%	-1,239	-1,175%	-1,583	0,011%	0,124	-0,034%	-0,164	-0,032%	-0,347	-0,294%	-0,742
-3	-0,043%	-0,405	-1,218%	-1,641	-0,008%	-0,092	-0,042%	-0,204	-0,013%	-0,141	-0,307%	-0,776
-2	-0,188%	-1,775*	-1,406%	-1,895*	-0,097%	-1,087	-0,139%	-0,675	-0,158%	-1,692	-0,465%	-1,174
-1	-0,246%	-2,324**	-1,652%	-2,227**	-0,176%	-1,971*	-0,315%	-1,530	-0,202%	-2,165**	-0,666%	-1,684
0	-0,024%	-0,227	-1,676%	-2,259**	0,020%	0,229	-0,295%	-1,431	0,016%	0,175	-0,650%	-1,643
1	-0,190%	-1,797*	-1,866%	-2,516**	-0,214%	-2,396**	-0,509%	-2,470**	-0,257%	-2,753**	-0,907%	-2,292**
2	0,044%	0,412	-1,823%	-2,457**	0,135%	1,508	-0,374%	-1,816*	0,106%	1,133	-0,801%	-2,025*
3	0,027%	0,254	-1,796%	-2,421**	0,069%	0,772	-0,305%	-1,481	0,030%	0,327	-0,770%	-1,948*
4	0,107%	1,006	-1,689%	-2,277**	-0,074%	-0,827	-0,379%	-1,840*	-0,028%	-0,297	-0,798%	-2,018*
5	-0,094%	-0,891	-1,784%	-2,404**	-0,018%	-0,202	-0,397%	-1,927*	-0,017%	-0,178	-0,815%	-2,060**
6	0,120%	1,129	-1,664%	-2,243**	0,158%	1,767*	-0,239%	-1,161	0,136%	1,456	-0,679%	-1,717*
7	-0,086%	-0,807	-1,750%	-2,358**	-0,145%	-1,618	-0,384%	-1,863*	-0,143%	-1,533	-0,822%	-2,078**
8	-0,039%	-0,371	-1,789%	-2,411**	0,042%	0,470	-0,342%	-1,659	0,034%	0,365	-0,788%	-1,992*
9	-0,003%	-0,031	-1,792%	-2,416**	0,021%	0,231	-0,321%	-1,559	0,000%	0,002	-0,788%	-1,992*
10	-0,156%	-1,472	-1,948%	-2,626**	0,010%	0,108	-0,312%	-1,512	0,042%	0,450	-0,746%	-1,885*

* parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 10%.

** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 5%.

*** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 1%.

Também neste caso se optou por subdividir os eventos em “boas e más notícias”. Dos 34 eventos considerados efectivamente relevantes, 17 foram entendidos pelo mercado como “boas notícias” (50%). Para os novos testes estatísticos, obtiveram-se os seguintes resultados:

Quadro 4.10: Resultados dos testes às AAR e CAAR por método – Eventos Relevantes (“Boas Notícias”)

Dia	M ₁				M ₂				M ₃			
	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂
-10	0,173%	0,845	-0,677%	-1,613	0,140%	0,901	-0,165%	-0,741	0,137%	0,863	-0,088%	-0,324
-9	0,074%	0,363	-0,603%	-1,437	0,012%	0,075	-0,153%	-0,688	0,019%	0,117	-0,070%	-0,255
-8	-0,255%	-1,247	-0,858%	-2,044*	0,117%	0,752	-0,037%	-0,165	0,120%	0,754	0,050%	0,185
-7	-0,050%	-0,246	-0,908%	-2,164**	-0,023%	-0,148	-0,060%	-0,268	-0,025%	-0,158	0,025%	0,092
-6	0,000%	-0,002	-0,909%	-2,165**	-0,086%	-0,556	-0,146%	-0,655	-0,115%	-0,724	-0,090%	-0,331
-5	-0,282%	-1,380	-1,191%	-2,836***	-0,213%	-1,375	-0,359%	-1,612	-0,189%	-1,189	-0,280%	-1,025
-4	-0,060%	-0,292	-1,250%	-2,978***	0,041%	0,265	-0,318%	-1,428	-0,021%	-0,135	-0,301%	-1,104
-3	-0,245%	-1,197	-1,495%	-3,561***	-0,093%	-0,599	-0,411%	-1,845*	-0,074%	-0,464	-0,375%	-1,375
-2	-0,086%	-0,419	-1,580%	-3,765***	-0,136%	-0,876	-0,547%	-2,455**	-0,178%	-1,115	-0,553%	-2,026*
-1	-0,348%	-1,703*	-1,928%	-4,594***	-0,199%	-1,280	-0,746%	-3,346***	-0,246%	-1,545	-0,799%	-2,929***
0	0,689%	3,373***	-1,239%	-2,952***	0,526%	3,389***	-0,220%	-0,987	0,566%	3,552***	-0,233%	-0,854
1	0,060%	0,294	-1,179%	-2,809***	0,110%	0,706	-0,110%	-0,496	0,017%	0,106	-0,216%	-0,792
2	0,075%	0,367	-1,104%	-2,630**	0,063%	0,403	-0,048%	-0,215	0,061%	0,385	-0,155%	-0,567
3	0,337%	1,649	-0,767%	-1,827**	0,239%	1,542	0,191%	0,859	0,199%	1,251	0,045%	0,164
4	0,290%	1,418	-0,477%	-1,137	0,041%	0,262	0,232%	1,041	0,047%	0,293	0,091%	0,335
5	-0,425%	-2,082**	-0,902%	-2,150**	-0,352%	-2,269**	-0,120%	-0,538	-0,338%	-2,119**	-0,246%	-0,903
6	0,168%	0,820	-0,735%	-1,751*	0,124%	0,801	0,004%	0,019	0,122%	0,766	-0,124%	-0,455
7	0,112%	0,550	-0,623%	-1,483	-0,021%	-0,137	-0,017%	-0,076	-0,099%	-0,618	-0,223%	-0,816
8	0,024%	0,117	-0,599%	-1,426	0,051%	0,326	0,034%	0,151	0,025%	0,156	-0,198%	-0,725
9	-0,030%	-0,145	-0,628%	-1,497	0,016%	0,103	0,050%	0,223	0,003%	0,022	-0,194%	-0,713
10	0,003%	0,013	-0,626%	-1,491	0,182%	1,175	0,232%	1,041	0,152%	0,954	-0,042%	-0,156

* parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 10%.

** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 5%.

*** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 1%.

Quadro 4.11: Resultados dos testes ao AAR e CAAR por método – Eventos Relevantes (“Más Notícias”)

Dia	M ₁				M ₂				M ₃			
	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂	AAR	Θ ₁	CAAR	Θ ₂
-10	-0,088%	-0,430	-0,328%	-0,254	0,138%	0,780	0,174%	0,375	0,046%	0,272	-0,102%	-0,149
-9	0,117%	0,569	-0,211%	-0,163	0,233%	1,315	0,407%	0,876	0,167%	0,997	0,065%	0,095
-8	-0,273%	-1,327	-0,484%	-0,374	-0,160%	-0,903	0,247%	0,532	-0,173%	-1,032	-0,108%	-0,158
-7	-0,078%	-0,378	-0,562%	-0,434	0,100%	0,562	0,347%	0,746	0,090%	0,536	-0,018%	-0,027
-6	-0,076%	-0,372	-0,638%	-0,493	-0,069%	-0,391	0,278%	0,597	-0,118%	-0,702	-0,136%	-0,199
-5	-0,258%	-1,256	-0,897%	-0,693	-0,008%	-0,046	0,270%	0,580	-0,107%	-0,640	-0,243%	-0,356
-4	-0,203%	-0,987	-1,099%	-0,849	-0,019%	-0,107	0,251%	0,539	-0,043%	-0,258	-0,286%	-0,419
-3	0,159%	0,772	-0,941%	-0,727	0,077%	0,432	0,327%	0,703	0,048%	0,284	-0,238%	-0,349
-2	-0,291%	-1,414	-1,231%	-0,951	-0,058%	-0,329	0,269%	0,578	-0,138%	-0,822	-0,376%	-0,551
-1	-0,144%	-0,702	-1,375%	-1,063	-0,154%	-0,866	0,115%	0,248	-0,157%	-0,939	-0,533%	-0,781
0	-0,737%	-3,587***	-2,113%	-1,632	-0,485%	-2,736**	-0,370%	-0,795	-0,534%	-3,185***	-1,067%	-1,562
1	-0,441%	-2,145**	-2,554%	-1,973*	-0,538%	-3,034***	-0,908%	-1,952*	-0,530%	-3,164***	-1,597%	-2,337**
2	0,012%	0,060	-2,541%	-1,963*	0,207%	1,168	-0,701%	-1,507	0,150%	0,895	-1,447%	-2,118**
3	-0,283%	-1,378	-2,825%	-2,182**	-0,101%	-0,572	-0,802%	-1,725*	-0,138%	-0,827	-1,586%	-2,321**
4	-0,077%	-0,373	-2,901%	-2,241**	-0,188%	-1,063	-0,990%	-2,130**	-0,102%	-0,609	-1,688%	-2,470**
5	0,237%	1,151	-2,665%	-2,059**	0,316%	1,782*	-0,674%	-1,450	0,304%	1,817	-1,383%	-2,024**
6	0,072%	0,348	-2,593%	-2,003*	0,192%	1,080	-0,483%	-1,038	0,149%	0,891	-1,234%	-1,806**
7	-0,283%	-1,379	-2,877%	-2,222**	-0,268%	-1,512	-0,751%	-1,615	-0,187%	-1,118	-1,421%	-2,080**
8	-0,103%	-0,499	-2,979%	-2,301**	0,033%	0,189	-0,717%	-1,543	0,043%	0,258	-1,378%	-2,017**
9	0,023%	0,112	-2,956%	-2,284**	0,025%	0,142	-0,692%	-1,489	-0,003%	-0,018	-1,381%	-2,021**
10	-0,314%	-1,529	-3,271%	-2,526**	-0,163%	-0,920	-0,855%	-1,839*	-0,068%	-0,407	-1,449%	-2,121**

* parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 10%.

** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 5%.

*** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 1%.

À semelhança do que aconteceu com os resultados apresentados anteriormente, também os três testes estatísticos realizados para os eventos efectivamente relevantes (“boas e más notícias”), evidenciam AAR estatisticamente significativas, na maioria dos casos para um nível de confiança de 1%, em torno do anúncio (dia -1, 0 e 1). Tendo em conta o modelo de mercado, é possível concluir que, apesar de quando confrontado com “boas notícias”, o mercado tender a ajustar-se à nova informação mais rapidamente do que quando se encontra perante “más notícias”, em geral, a nova informação é incorporada eficientemente no preço das acções (AAR de 0,566% com $p < 0,01$ no dia 0, para “boas notícias” e -0,53% com $p < 0,01$ no dia 0 e 1, respectivamente, para “más notícias”).

Tendo em conta as rendibilidades anormais médias acumuladas, e para os testes realizados pelo Modelo de Mercado (considerado por muitos autores como o mais indicado para determinar o impacto de um determinado evento (MacKinlay (1997), por exemplo), foram alcançadas rendibilidades anormais estatisticamente significativas nos 2 dias imediatamente anteriores ao dia 0 para os eventos classificados como “boas notícias”, e para os dias imediatamente posteriores para os eventos tidos como “más notícias”. Desta forma, pode admitir-se que só as “más notícias” é que terão verdadeiramente “surpreendido” o mercado.

A existência de parâmetros estatisticamente relevantes para dias anteriores a -4/-5 e para dias posteriores a +4/+5, como foi dito anteriormente, pode estar relacionada com a ocorrência de outro tipo de eventos (ver ponto 4.1.2.2).

Graficamente,

Gráfico 4.3: Rendibilidade Anormal Média (M_3) – Eventos Relevantes (“Boas Notícias”)

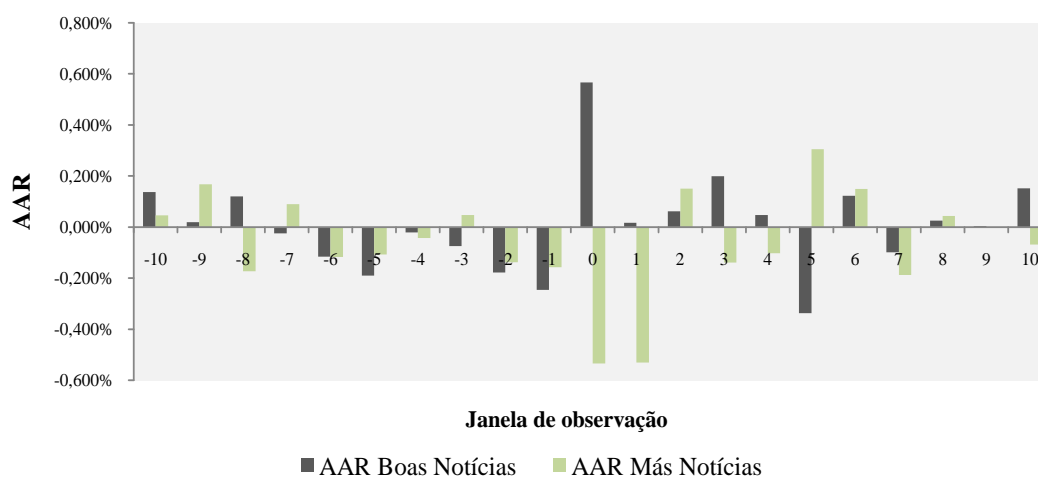
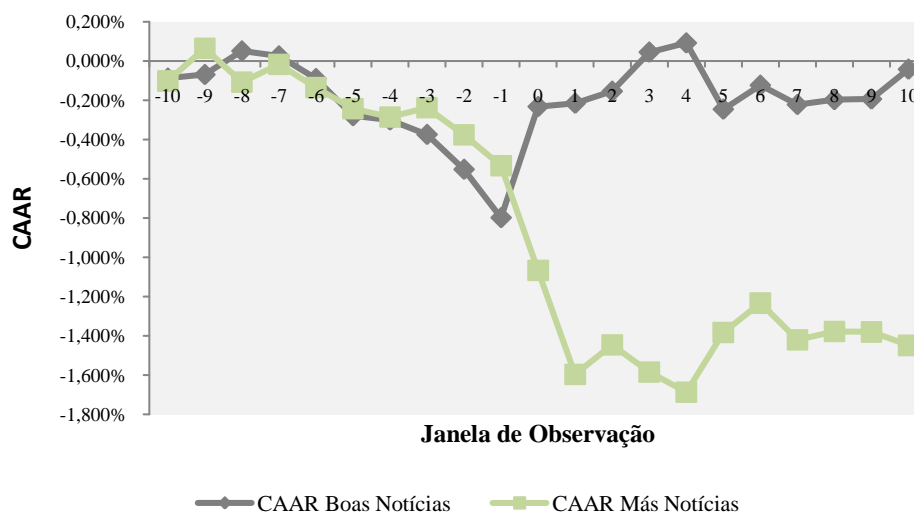


Gráfico 4.4: Rendibilidade Anormal Média Acumulada (M₃) – Eventos Relevantes (“Más Notícias”)



Mais uma vez, é possível confirmar que as alterações na gestão de topo provocam uma variação no preço das acções aquando da sua divulgação pública. Depois do dia 0, as rendibilidades tendem a normalizar.

No que respeita à subdivisão dos eventos por “boas e más notícias”, não se verificou qualquer tendência no tipo de evento que pudesse explicar o sinal das rendibilidades no dia da divulgação. Não se encontraram evidências de que entradas, saídas com e sem nomeação de sucessor, alterações no Conselho de Administração ou no Conselho Geral e de Supervisão, entre outros, pudessem estar mais relacionadas com um tipo de notícia. Assim sendo, optou-se por não realizar testes apenas para entradas ou para saídas, por exemplo, porque umas e outras tanto são vistas como boas ou más notícias por parte dos investidores. Para descobrir um padrão na diferença entre “boas e más notícias”, provavelmente teriam que ser integradas outras variáveis no estudo efectuado, tais como, a título de exemplo, o desempenho da empresa aquando da divulgação do evento.

A nível individual, foram identificados 2 eventos que se destacaram dos demais, pois os valores que alcançaram nos testes estatísticos exemplificam o suposto comportamento dos preços à chegada de nova informação num mercado eficiente. Ambos os eventos

dizem respeito à Inapa e consistem na cooptação e na renúncia de um administrador (sem a nomeação simultânea de um sucessor).

Quadro 4.12: Resultados para um evento de entrada relevante - Inapa

Dia	M ₁				M ₂				M ₃			
	AR	Θ ₁	CAR	Θ ₂	AR	Θ ₁	CAR	Θ ₂	AR	Θ ₁	CAR	Θ ₂
-10	-0,649%	-1,055	-2,453%	-1,521	0,145%	0,215	-1,030%	-0,672	-0,389%	-0,629	-1,883%	-1,287
-9	1,104%	1,797*	-1,349%	-0,836	1,432%	2,126**	0,402%	0,262	1,218%	1,967	-0,665%	-0,455
-8	-0,324%	-0,528	-1,673%	-1,038	-0,835%	-1,240	-0,433%	-0,282	-0,473%	-0,763	-1,138%	-0,778
-7	-0,010%	-0,015	-1,683%	-1,044	0,072%	0,108	-0,360%	-0,235	0,027%	0,044	-1,110%	-0,759
-6	-0,968%	-1,575	-2,651%	-1,644	-1,116%	-1,656	-1,476%	-0,963	-1,003%	-1,620	-2,113%	-1,444
-5	-0,173%	-0,281	-2,824%	-1,751*	-0,049%	-0,073	-1,525%	-0,995	-0,123%	-0,198	-2,236%	-1,528
-4	-0,332%	-0,541	-3,156%	-1,957*	-0,683%	-1,014	-2,208%	-1,440	-0,430%	-0,695	-2,666%	-1,822*
-3	0,636%	1,036	-2,519%	-1,562	0,444%	0,659	-1,764%	-1,151	0,588%	0,949	-2,079%	-1,421
-2	0,789%	1,284	-1,730%	-1,073	0,730%	1,084	-1,034%	-0,675	0,782%	1,263	-1,297%	-0,886
-1	-0,010%	-0,015	-1,740%	-1,079	0,123%	0,183	-0,911%	-0,594	0,043%	0,070	-1,254%	-0,857
0	-1,292%	-2,103**	-3,032%	-1,880*	-1,330%	-1,975*	-2,241%	-1,462	-1,293%	-2,088**	-2,546%	-1,740*
1	0,475%	0,772	-2,558%	-1,586	0,508%	0,755	-1,732%	-1,130	0,497%	0,802	-2,050%	-1,401
2	0,789%	1,284	-1,768%	-1,097	0,623%	0,925	-1,110%	-0,724	0,749%	1,209	-1,301%	-0,889
3	0,772%	1,257	-0,996%	-0,618	0,572%	0,849	-0,538%	-0,351	0,721%	1,164	-0,580%	-0,397
4	-0,791%	-1,287	-1,787%	-1,108	-0,921%	-1,368	-1,459%	-0,952	-0,821%	-1,325	-1,401%	-0,957
5	0,461%	0,750	-1,327%	-0,823	0,560%	0,832	-0,899%	-0,586	0,503%	0,813	-0,898%	-0,613
6	-0,165%	-0,268	-1,491%	-0,925	0,042%	0,062	-0,857%	-0,559	-0,089%	-0,144	-0,986%	-0,674
7	-0,961%	-1,564	-2,453%	-1,521	-1,061%	-1,576	-1,918%	-1,251	-0,981%	-1,585	-1,967%	-1,344
8	0,149%	0,243	-2,303%	-1,428	0,114%	0,169	-1,805%	-1,177*	0,149%	0,241	-1,818%	-1,242
9	-0,330%	-0,537	-2,634%	-1,633	-0,426%	-0,632	-2,231%	-1,455	-0,349%	-0,563	-2,167%	-1,481
10	-0,010%	-0,015	-2,643%	-1,639	0,092%	0,137	-2,138%	-1,395	0,034%	0,054	-2,133%	-1,458

* parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 10%.

** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 5%.

*** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 1%.

Analisando o quadro acima, é possível verificar que em 5 dos 6 testes efectuados se alcançaram rendibilidades anormais estatisticamente significativas no dia do anúncio (dia 0). Os valores mais relevantes foram alcançados pelos métodos da rendibilidade ajustada à média e do Modelo de Mercado (M₁ e M₃, respectivamente) onde, com um nível de significância de 5%, se alcançaram rendibilidades anormais médias de aproximadamente -1,3%. Também pelo método 1 e 3, foi possível obter rendibilidades anormais médias acumuladas de -3% (p<0,1) e -2,5% (p<0,1), respectivamente, para o dia do anúncio. É importante referir que os valores estatisticamente significativos

apenas ocorreram no dia 0, sendo que no dia -1 e 1, os valores para as AAR e CAAR não tiveram qualquer relevância estatística. Este facto evidencia que, neste evento em particular, o mercado reagiu assim que a notícia de alterações nos órgãos sociais foi publicamente anunciada e que o preço da acção se ajustou imediatamente, o que confirma a forma semi-forte de eficiência do mercado de capitais português. Tendo em conta o critério de selecção (ii) referido no ponto 4.1.2.2, é bastante provável que os restantes parâmetros estatisticamente relevantes encontrados, digam respeito a outro tipo de eventos que não as alterações na gestão de topo.

Quadro 4.13: Resultados para um evento de saída relevante - Inapa

Dia	M ₁				M ₂				M ₃			
	AR	Θ ₁	CAR	Θ ₂	AR	Θ ₁	CAR	Θ ₂	AR	Θ ₁	CAR	Θ ₂
-10	-0,844%	-1,433	-1,011%	-0,240	-0,940%	-1,462	0,533%	0,235	-0,854%	-1,457	-0,839%	-0,211
-9	0,339%	0,575	-0,672%	-0,160	0,563%	0,876	1,096%	0,485	0,363%	0,620	-0,475%	-0,119
-8	-0,056%	-0,095	-0,729%	-0,173	0,087%	0,135	1,183%	0,523	-0,040%	-0,068	-0,515%	-0,129
-7	-0,317%	-0,539	-1,046%	-0,249	-0,240%	-0,373	0,943%	0,417	-0,309%	-0,526	-0,824%	-0,207
-6	-0,588%	-0,998	-1,633%	-0,388	-0,146%	-0,227	0,797%	0,352	-0,539%	-0,919	-1,363%	-0,342
-5	-0,056%	-0,095	-1,689%	-0,402	0,304%	0,472	1,101%	0,487	-0,016%	-0,028	-1,379%	-0,346
-4	-1,829%	-3,105***	-3,518%	-0,837	-1,269%	-1,973	-0,168%	-0,074	-1,767%	-3,015***	-3,147%	-0,790
-3	-0,759%	-1,289	-4,278%	-1,017	-0,068%	-0,106	-0,236%	-0,104	-0,683%	-1,166	-3,830%	-0,961
-2	-0,768%	-1,305	-5,046%	-1,200	-0,253%	-0,394	-0,489%	-0,216	-0,712%	-1,214	-4,542%	-1,140
-1	-1,517%	-2,576**	-6,563%	-1,561	-1,136%	-1,766*	-1,625%	-0,718	-1,475%	-2,516**	-6,017%	-1,510
0	-1,112%	-1,887*	-7,675%	-1,825*	-0,707%	-1,099	-2,332%	-1,031	-1,067%	-1,820*	-7,084%	-1,778*
1	0,097%	0,165	-7,577%	-1,802*	-0,038%	-0,060	-2,370%	-1,048	0,083%	0,141	-7,001%	-1,757*
2	0,094%	0,160	-7,483%	-1,779*	0,044%	0,069	-2,326%	-1,028	0,089%	0,152	-6,912%	-1,735*
3	0,397%	0,674	-7,086%	-1,685	0,310%	0,483	-2,015%	-0,891	0,388%	0,662	-6,524%	-1,637
4	-0,056%	-0,095	-7,142%	-1,698	-0,631%	-0,982	-2,647%	-1,170	-0,119%	-0,202	-6,642%	-1,667
5	-0,813%	-1,380	-7,955%	-1,892*	-0,721%	-1,121	-3,368%	-1,489	-0,803%	-1,369	-7,445%	-1,869*
6	0,097%	0,165	-7,858%	-1,868*	0,752%	1,169	-2,616%	-1,156	0,169%	0,289	-7,276%	-1,826*
7	-0,056%	-0,095	-7,914%	-1,882*	0,087%	0,135	-2,529%	-1,118	-0,040%	-0,068	-7,316%	-1,836*
8	0,548%	0,930	-7,366%	-1,752*	0,662%	1,029	-1,867%	-0,825	0,560%	0,956	-6,755%	-1,696
9	-0,207%	-0,352	-7,574%	-1,801*	-0,784%	-1,219	-2,651%	-1,172	-0,270%	-0,461	-7,026%	-1,763*
10	-0,358%	-0,608	-7,931%	-1,886*	-0,272%	-0,424	-2,923%	-1,292	-0,348%	-0,594	-7,374%	-1,851*

* parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 10%.

** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 5%.

*** parâmetro estatisticamente significativo com um nível de confiança de 1%.

Examinando os resultados gerados pela renúncia de um administrador (sem a nomeação simultânea de um sucessor) na Inapa, é possível verificar que 4 dos 6 testes realizados

são estatisticamente significativos no dia 0. Através do método da rendibilidade ajustada à média (M_1) e do Modelo de Mercado (M_3), obtiveram-se rendibilidades anormais médias e rendibilidades anormais médias acumuladas significativas para um nível de confiança de 10% no dia 0 (pelo M_1 , -1,112% e -7,675%, respectivamente e para o M_3 , -1,067% e -7,084%, respectivamente). Para os três métodos, e tendo em conta os AAR, parecem existir evidências de que o mercado pode ter tido conhecimento do evento antes do seu anúncio público.

Baseando a análise apenas no método do Modelo de Mercado (M_3), suportado pelo método da rendibilidade ajustada à média (M_1), é possível concluir que o mercado reagiu negativamente à comunicação pública, feita através da CMVM, da saída de um administrador na Inapa. Esta reacção foi mais expressiva para a rendibilidade anormal média acumulada, que atingiu os -7,084%, para um nível de confiança de 10%, no dia da divulgação. Nos dias seguintes, o mercado corrigiu levemente a sua posição (AAR positivos), embora os valores acumulados (CAAR) se tenham mantido negativos.

É curioso verificar que, tal como foi referido anteriormente, não é possível associar eventos de entrada a “boas notícias” e eventos de saídas a “más notícias” e vice-versa. Neste caso, tanto o evento de entrada como o de saída provocaram reacções negativas no mercado (rendibilidades anormais negativas).

5. CONCLUSÕES

A literatura financeira há muito que defende que as alterações na gestão de topo são um acontecimento marcante no dia-a-dia de uma empresa. Embora um número reduzido de autores não tenha encontrado evidências que confirmem a existência de reacções anómalas de certos mercados perante o anúncio de modificações ao nível dos titulares dos órgãos sociais (Reinganum (1985), van Zyl (2007), entre outros), são praticamente inumeráveis aqueles que identificaram rendibilidades anormais estatisticamente significativas (Bonnier e Bruner (1989), Dedman e Lin (2000), Khurana e Nohria (2000), Hillier, Marshall, McColgan e Werena (2006), Cools e van Praag (2007), entre outros).

Embora no resto do mundo este tema seja amplamente estudado, no contexto português são raros os trabalhos que focam a temática das alterações na gestão de topo.

Este trabalho surge então, com a finalidade de determinar o impacto de alterações ao nível dos titulares dos órgãos sociais no mercado de capitais português e, assim, testar a sua eficiência informacional.

Para tal, foi aplicada a metodologia do estudo de eventos a uma amostra de 61 alterações no Conselho de Administração e no Conselho Geral e de Supervisão de 18 empresas pertencentes ao índice português PSI-20, ocorridas entre 01 de Janeiro de 2005 a 31 de Dezembro de 2009. Os eventos foram recolhidos através da página oficial da CMVM na internet.

Os resultados obtidos, após a subdivisão dos eventos em “boas e más notícias”, permitiram identificar a existência de rendibilidades anormais em torno do dia da divulgação de alterações na gestão de topo. Para os eventos vistos pelo mercado como “boas notícias”, alcançou-se uma rendibilidade anormal média positiva de 0,342% (para um nível de confiança de 5%) no dia 0. Para os eventos classificados como “más notícias”, obteve-se uma AAR de -0,471% ($p < 0,01$) no dia 0 e uma CAAR de -1,223% ($p < 0,1$) no dia 1. A existência de rendibilidades anómalas no dia 1 pode advir do facto de o anúncio ter ocorrido, provavelmente, depois do encerramento da sessão de bolsa, o

que retardaria a reacção dos investidores para o dia imediatamente posterior ao dia da comunicação.

Da amostra inicial de 61 eventos, e aplicando determinados critérios de selecção (ver ponto 4.1.2.6), foram identificados 34 eventos efectivamente relevantes. Para a nova amostra e depois de, mais uma vez, se terem classificados os eventos em “boas e más notícias”, concluiu-se novamente que o mercado reage à nova informação assim que esta é publicamente divulgada. Concretamente, para o primeiro tipo, obtiveram-se rendibilidades anormais médias positivas estatisticamente relevantes de aproximadamente 0,6% ($p < 0,01$) no dia 0, enquanto que para as “más notícias”, se alcançaram AAR no dia 0 e CAAR no dia 1 de -0,53% ($p < 0,01$) e -1,6% ($p < 0,05$), respectivamente.

Individualmente, foram identificados dois eventos relevantes que é necessário mencionar. Ambos dizem respeito à Inapa e consistem na cooptação e na renúncia de um administrador.

Para o primeiro, é evidente a existência de uma AAR de -1,293% ($p < 0,05$) e de uma CAAR de -2,546% ($p > 0,1$), ambos no dia do anúncio. Para o dia -1 e 1, os valores para as AAR e CAAR não tiveram qualquer relevância estatística. Este facto evidencia que, neste evento em particular, o mercado reagiu assim que a alteração nos órgãos sociais foi anunciada e que o preço da acção se ajustou imediatamente.

O segundo evento alcançou uma AAR de -1,067% e um CAAR de -7,084%, ambos para um nível de confiança de 10%, no dia 0. Nos dias seguintes, o mercado corrigiu levemente a sua posição (AAR positivas), embora os valores acumulados (CAAR) se tenham mantido negativos.

Resumindo, este estudo permitiu concluir que o mercado de capitais português reage a alterações no Conselho de Administração e no Conselho Geral e de Supervisão. Esta reacção tende a ocorrer no dia do anúncio (dia 0), embora existam evidências de que estas reacções podem surgir também no dia imediatamente anterior ou posterior à divulgação da informação. Em qualquer das hipóteses, o mercado tende a ajustar-se à nova informação com rapidez.

Para finalizar, o estudo realizado permite confirmar que o mercado de capitais português atribui valor informacional às alterações na gestão de topo (ou seja, trata-se de uma informação privilegiada no sentido legal do termo, visto que pode ter impacto na riqueza dos accionistas), reflectindo-as nos preços das acções. Comprova-se então, a eficiência semi-forte ou informacional do mercado de acções em Portugal.

Estes resultados confirmam aqueles obtidos por Fernandes (1996), Isidro (1997), Alves e Teixeira dos Santos (2005), Romacho e Cidrais (2007), entre outros, onde a eficiência na forma semi-forte do mercado de capitais português foi comprovada.

As conclusões alcançadas devem ser analisadas com prudência, uma vez que os resultados obtidos neste tipo de análise são normalmente condicionados por determinadas limitações inerentes à metodologia aplicada e à amostra utilizada:

- a) A determinação da rendibilidade normal foi baseada no Modelo de Mercado (CAPM – *Capital Asset Pricing Model*). Este modelo é muitas vezes criticado por se basear em pressupostos demasiado simplistas. Foram no entanto, utilizados outros métodos para estimar a rendibilidade normal, embora estes estejam sujeitos, também, a limitações: a rendibilidade histórica média ignora os movimentos de mercado, enquanto a rendibilidade ajustada ao mercado ignora os parâmetros do CAPM;
- b) A dimensão da amostra que, por ser reduzida, limita necessariamente o alcance desta análise;
- c) O “*Thin Trading*” e a reduzida liquidez do mercado português, podem conduzir a variações nas cotações indiciando a existência de rendibilidades anómalas que são mais decorrentes da estreiteza do mercado do que propriamente da informação que foi entretanto revelada; e
- d) O baixo *Free Float* das empresas portuguesas leva a que a rotação dos órgãos sociais seja essencialmente um processo de evolução e não propriamente a manifestação de roturas com as políticas de gestão prosseguidas pela administração. É assim com relativa surpresa, que se detecta a existência de

rendibilidades anormais associadas a este fenómeno, quando tudo indicaria que não deveriam suscitar reacções por parte do mercado (favoráveis ou desfavoráveis).

De forma a completar o estudo realizado, teria sido interessante utilizar o método do Volume de Transacção das acções. Recorrendo a este método, seria possível analisar se as rendibilidades anormais encontradas em torno do dia do anúncio de alterações na gestão de topo, foram acompanhadas por um aumento na quantidade de títulos transaccionados no mercado.

Também uma análise do desempenho da empresa teria sido relevante. Quer a alteração na gestão de topo tenha ocorrido num contexto de baixa ou alta performance, seria interessante analisar se, após a alteração, ocorreu um aumento ou diminuição significativa no desempenho da empresa. Esta análise seria interessante também ao nível da classificação dos eventos em “boas e más notícias”, no sentido de aferir se o desempenho da empresa no momento da divulgação do evento tem impacto no sinal da consequente reacção do mercado.

Uma análise mais aprofundada do evento em questão, à semelhança do que acontece noutros trabalhos e em relação a outros mercados, teria sido uma mais-valia para o estudo realizado. No entanto, a dimensão reduzida do mercado de capitais português em comparação com outros mercados e o facto de a informação necessária nem sempre existir ou ser de difícil acesso, faz com que esta análise seja de difícil execução.

6. BIBLIOGRAFIA

Alves, C. F. e F. Teixeira dos Santos, (2005), The Informativeness Of Quarterly Financial Reporting: The Portuguese Case, Work in progress, nº177, *FEP Working Papers*, Universidade do Porto, Faculdade de Economia.

Bachelier, L. (1900), Theory of Speculation: The Random Component of Stock Prices, *MIT Press*.

Ball, R. e P. Brown (1968), An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, Nº 2, 159-178.

Binder, J. J. (1998), The Event Study Methodology Since 1969, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11, 111–137.

Bonnier, K. A. e R. F. Bruner (1989), An Analysis of Stock Price Reaction to Management Change in Distressed Firms, *Journal of Accounting and Economics* 11, 95-106, North-Holland.

Bouman, S. e B. Jacobsen (2002), The Halloween Indicator, “Sell in May and Go Away”: Another Puzzle, *American Economic Review*, Vol. 92, nº. 5, 1618-1635.

Brealey, R. A., S. C. Myers e F. Allen (2008), *Principles of Corporate Finance*, MacGraw-Hill.

Campbell, J. Y., A. W. Lo, A. C. MacKinlay (1997), The Econometrics of Financial Markets, *Princeton University Press*.

Chan, K. (2010), A focalização do império Ho, Diário *Hojemacau*, 1 de Setembro, <http://hojemacau.com.mo/?p=1709>.

Clayton, M. J., J. C. Hartzell e J. Rosenberg (2003), The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility, *Working Paper Series*.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2008), “*Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes: Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adoptar*”.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, “*Código dos Valores Mobiliários*”, Junho 2010.

Cools, K. e C. M. van Praag, (2007), The Value Relevance of Top Executive Departures: Evidence of Netherlands, *Working Paper Series*, IZA Discussion Paper Nº3054.

Corrado, C. J. (2010), Event Studies: A Methodology Review, *Working Paper Series*, School of Accounting, Economics & Finance, Deakin University.

Dedman, E. e S. W-J Lin, (2000), Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK, *Working Paper No. 00/497*, University of Bristol.

- Dewatripont, M. e J. Tirole (1994), A Theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence, *Quarterly Journal of Economics*, 1027-1054.
- Dherment-Ferere, I. e L. Renneboog, (2000), Share Price Reactions to CEO Resignations and Large Shareholder Monitoring in Listed French Companies, *Center for Economic Research* N°2000-70.
- Dimson, E. e M. Mussavian, (2000), “Market Efficiency”, *The Current State of Business Disciplines*, Vol. 3, pp.959-970, Spellbound Publications.
- Dolley, J. C. (1933), Characteristics and Procedure of Common Stock Split-ups, *Harvard Business Review* 11, 316-326.
- Fama, E. F. (1970), “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, Vol. 25, N° 2, pp. 383-417.
- Fama, E. F. (1991), Efficient Capital Markets: II, *Journal of Finance* 36, 1575-1617.
- Fama, E. F., M. C. Jensen, L. Fisher e R. Roll (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, Vol. 10.
- Fernandes, P. (1996), *Lucros Inesperados e Rendibilidade no Mercado de Capitais Português*, Tese de Mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Francisco, P. e T. Gonçalves (2008), Que Tipo de Informação Conduz a Rendibilidades Anormais Extremas? Evidência Empírica do Mercado Euronext Lisbon, *Cadernos Do Mercado De Valores Mobiliários*, 100-127.
- Furtado, E. P. H. e M. S. Rozeff (1987), The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes, *Journal of Financial Economics* 18, 147-160, North-Holland.
- Hillier, D., A. Marshall, P. McColgan e S. Werema, (2006), Company Performance Surrounding CEO Turnover: Evidence from the UK, http://www.efmaefm.org/efma2006/papers/368955_full.pdf
- Isidro, H. (1997), *O Preço dos títulos Cotados na BVL e o anúncio de resultados contabilísticos: um teste à eficiência na forma semi-forte*, Tese de Mestrado, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.
- Jensen, M. (1978), Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, Nos. 2/3 (1978) 95-101.
- Kang, J-K e A. Shivdasani (1996), Does the Japanese Governance System Enhance Shareholder Value? Evidence from the Stock-Price Effects of Top Management Turnover, *The Review of Financial Studies*, Vol. 9, N° 4, 1061-1095.
- Kendall, M. G. (1953), The analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices, *Journal of the Royal Statistic Society, Series A (General)*, Volume 16, Issue 1, 11-34.

- Khotari, S. P. e J. B. Warner (2006), *Econometrics of Event Studies*, *Working paper*, Tuck School of Business, Dartmouth.
- Khurana, R. e N. Nohria, (2000), *The Performance Consequences of CEO Turnover*, *Working Paper Series*, Harvard Business School.
- Kind, A. e Y. Schlapfer (2010), *Is a CEO Turnover Good or Bad News?*, *Working Paper Series*, University of Basel.
- Longid, F. (2010), *SJM Rises After Billionaire Chairman Stanley Ho Leaves Hospital*, Bloomberg, 7 de Março, <http://www.businessweek.com/news/2010-03-07/sjm-rises-after-billionaire-chairman-stanley-ho-leaves-hospital.html>.
- Lynn, J. (2008), *Interim ABB boss says Kindle went over personality*, *Reuters*, 17 de Fevereiro, <http://www.reuters.com/article/idUSL1740402320080217>.
- MacKinlay, A. C. (1997), *Event Studies in Economics and Finance*, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, 13-39.
- Mandelbrot, B. (1966), *Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets, and “Martingale Models*, *Journal of Business*, Volume 39, Issue 1, Part 2: Supplement on Security Pricing, 242-255.
- Modigliani, F. e M. H. Miller (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*, *The American Economic Review*, 48, Nº3, 261-97.
- Nascimento, V. J. P. (2007), *Eficiência Informacional do Mercado de Acções: O Caso Português*, Tese de Mestrado, Universidade do Porto, Faculdade de Economia.
- Pinto, I. F. F. (2003), *O Impacto da Divulgação dos Factos Relevantes no Mercado de Capitais Português*, Tese de Mestrado, Lisboa: ISCTE.
- Reinganum, M. R. (1985), *The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth*, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 30, 46-60.
- Roberts, H. V. (1959), *Stock Market Patterns Financial Analysis: Methodological Suggestions*, *The Journal of Finance*, Volume 14, Issue 1, 1-10.
- Roll, R. (1994), *“What Every CFO Should Know about Scientific Progress in Financial Economics: What is Known and What Remains to Be Resolved”*, *Financial Management* 23 (Summer 1994), pp. 69-75.
- Romacho, J. C. e V. G. Cidrais, (2007), *A Eficiência do Mercado de Capitais Português e o Anúncio dos Resultados Contabilísticos*, *Revista de Estudos Politécnicos*, Vol. IV, nº7, 235-252.
- Samuelson, P. A. (1965), *Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, *Industrial Management Review*, 6:2, 41-49.

Setiawan, D. (2008), An Analysis of Market Reaction to CEO Turnover Announcement: The Case in Indonesia, *International Business & Economics Research Journal*, Volume 7, N°2.

Sharpe, W. F. (1964), Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *The Journal of Finance* 19, 425-442.

Shiller, R. J. (2003), “From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, N°1, 83-104.

Suchard, J. A., M. Singh e R. Barr (2001), The Market Effects of CEO Turnover in Australian Firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 9, issue 1, 1-27.

Yuan, K., L. Zheng e Q. Zhu (2001), Are Investors Moonstruck? Lunar Phases and Stock Returns, *Working Paper Series*.

Zyl, C. (2007), *The Impact of CEO Turnover on the Share Price Performance of South African Listed Companies*, Master Thesis, University of Pretoria.