

INSIDER TRADING NO ANÚNCIO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES: UM ESTUDO DE EVENTOS.

CARLA CAROLINNE DOS SANTOS SILVA
Universidade Federal da Paraíba - UFPB
carlacarolines@gmail.com

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

INSIDER TRADING NO ANÚNCIO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES: UM ESTUDO DE EVENTOS.

RESUMO

O estudo teve como objetivo investigar a possível ocorrência de *insider trading* no mercado acionário brasileiro no período que antecede o anúncio de fusões e aquisições para a realização de retornos anormais. Para isso, considerou-se os anúncios das maiores operações nos anos de 2012 e 2013. Os dados referentes às datas foram extraídos do segundo o *Ranking Dealogic*, no que se refere as cotações diárias das ações e do Ibovespa, estas foram extraídas do banco de dados do Economática. A metodologia utilizada foi a de estudo de eventos e foi definida como evento a data do anúncio de F&A. Como janela de observação, foram determinados 30 dias antes do evento (t_{-30} , t_{-1}). Para o cálculo dos retornos normais, foi empregado o Modelo Ajustado ao Mercado. Os resultados apontam que, ao nível de significância de 5%, pode-se identificar retornos anormais negativos quatro dias antes do anúncio, sinalizando negociação com uso de informação privilegiada. Os resultados rejeitam a HEM em sua forma forte. A análise do comportamento do retorno anormal dentro da janela de evento fornece indícios de que não se pode prever se o efeito de um anúncio de um processo de F&A será positivo ou negativo. Isso pode ser explicado pelo alto grau de incerteza e complexidade, aos quais envolvem esses processos.

Palavras-chave: Fusões e aquisições. *Insider Trading*. Retornos Anormais.

ABSTRACT

The study aimed to investigate the possible occurrence of insider trading in the Brazilian stock market in the period preceding the announcement of mergers and acquisitions to perform abnormal returns. For this, we considered the listings of the largest operations in the years 2012 and 2013. Data were extracted concerning the dates of the *Ranking Dealogic*, as regards the daily prices of the shares and the Bovespa index, these were extracted from the Economática. The methodology used was the event study and was defined as an event announcement date of M&A. As the observation window were determined 30 days before the event (t_{-30} , t_{-1}). To calculate the normal returns, we employed the Market Adjusted Model. The results indicate that, at a significance level of 5%, can identify abnormal returns four days before the announcement, signaling negotiation with privileged information.. The results reject the EMH in its strong form. The behavior of the abnormal return in the event window provides evidence that one cannot predict the effect of a notice of a process of M&A will be positive or negative. This can be explained by the high degree of uncertainty and complexity, which involve these processes.

Keywords: Mergers and acquisitions. Insider Trading. Abnormal Returns.

1 INTRODUÇÃO

As fusões e aquisições constituem um dos fenômenos econômicos mais comuns no Brasil desde a década de 1990. Essas operações são consequências da crescente globalização, abertura e estabilização econômica e constituem uma estratégia eficiente de crescimento, de entrada em mercados, de abertura de oportunidades para grandes e novos investimentos ou ainda de proteção contra *takeovers* não desejáveis.

O fenômeno e sua devida proporção são objeto de estudo de diversas ciências, como a Economia, Contabilidade, Finanças, Direito, Marketing, Estratégia e Política de Negócios, que buscam compreender e assimilar suas causas e consequências. Em finanças, há um predomínio de estudos envolvendo o impacto das fusões e aquisições no valor de mercado das empresas envolvidas nas operações.

Paralelo a isso, diante do crescimento do mercado de capitais, o que se vê de forma cada vez mais comum é a consequente separação entre a propriedade e a gestão da empresa, o que dá espaço aos denominados conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), que se originam quando os agentes internos, detentores de informações privilegiadas, podem usá-las em proveito próprio, gerando assim uma assimetria de informações entre *shareholders* (acionistas), *stakeholders* (demais usuários das informações) e gestores no mercado de capitais.

Os *insiders*, tendo posse de informações que ainda não foram tornadas públicas e sabendo que o anúncio de fusões e aquisições, por exemplo, vai gerar valor pra empresa e consequentemente para os acionistas, pode negociar suas ações de modo a obter retornos anormais aos esperados, comprando ações antes e vendendo quando do anúncio (EIZIRIK, 1983).

Essa atividade, conhecida em finanças como *insider trading* é ilegal, uma vez que o *insider* deixa de cumprir com seus deveres fiduciários para com a empresa e passa a agir em seu próprio interesse, se utilizando de sua vantagem de obter informações relevantes de forma antecipada ou nunca reveladas ao público sobre a empresa para negociar com suas ações.

Uma vez que o anúncio de uma fusão ou aquisição é considerado como um evento relevante, e, portanto, um momento oportuno para a existência de *insider trading*, o objetivo desse estudo é investigar a possível ocorrência de *insider trading* no mercado acionário brasileiro antes de anúncio de fusões e aquisições para a realização de retornos excedentes aos esperados.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 *Insider Trading*

Insider trading é definido por Eizirik (1983) como sendo a utilização de informações relevantes acerca de uma empresa por parte de pessoas que, por força de seu exercício profissional, têm acesso a informações privilegiadas em detrimento de outros e, assim, realizam negociações antes que as informações sejam lançadas ao público, ou seja, negocia no mercado antes que o preço reflita o impacto da nova informação, auferindo ganhos superiores aos da média do mercado. Detém, portanto, de uma vantagem competitiva no uso inapropriado de informações privilegiadas (*insider information*).

São considerados como *insiders* aqueles que têm o acesso direto as informações, são eles: altos executivos, advogados, contadores e demais empregados da empresa. Há ainda aqueles que possuem algum tipo de relação com essas pessoas e acabam por ter um acesso

indireto (*tippies*) às informações relevantes de forma antecipada (MÜSSNICH, 1979; EIZIRIK, 1983).

A prática de *insider trading* é considerada ilícita em diversos mercados (COHEN; MALLOY; POMORSKI, 2012), uma vez que os *insiders* não cumprem com seus deveres fiduciários de agir de acordo com os interesses dos acionistas, para agir conforme seus interesses, sejam aqueles gerentes, diretores, empresários ou outros empregados, e podem ser processados por isso.

Diante de escândalos e de diversas fraudes, como é o caso da Enron e a ImClone, nos EUA, e com a AmBev e a Copel, no Brasil, estudos têm sido realizados com o objetivo de detectar o uso de *inside information*, uma vez que pesquisas realizadas anteriormente revelam que transações envolvendo o uso desse tipo de informação precedem retornos anormais (SIVAKUMAR; WAYMIRE, 1994; DAMODARAN, 1997).

Franks (1978) desenvolveu um modelo com o objetivo de observar as possíveis oportunidades de ganhos anormais por conta de *inside information* por parte da administração da empresa que está envolvida em um processo de aquisição.

Keown e Pinkerton (1981) examinaram também a ocorrência de *insider trading*. Nesse caso, em pregões que foram realizados antes do anúncio público de 194 propostas de fusões e aquisições entre 1975 e 1978. Seus resultados apontam que iminentes anúncios de fusões são segredos mal guardados e que há um grande número de negociações baseadas em informações que não são de conhecimento público.

Em sua pesquisa, Givoly e Palmon (1985) procuraram estabelecer uma relação entre os ganhos associados à prática de *insider trading* e a posterior divulgação de notícias relevantes a respeito das companhias, de modo a identificar quando do ganho é decorrente da divulgação por parte da empresa e quando é decorrente da negociação dos *insiders*. Os resultados sugerem que o retorno anormal é significativamente obtido pelas negociações anteriores a divulgação e não decorrente da divulgação em si.

Por meio de um estudo de eventos, Rochman e Eid Jr. (2006) analisaram operações realizadas por *insiders* em empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa e encontraram indícios de que as negociações dos *insiders* resultaram em retornos anormais.

Com o objetivo de examinar os retornos relacionados a emissão pública de ações por empresas brasileiras listadas na BOVESPA entre 1992 e 2002, Medeiros e Matsumoto (2006) realizaram um estudo de evento que os levou a detectar a presença de *insider trading*, onde, sabendo que o anúncio transmitiria informação negativa acerca do valor da empresa, os *insiders* venderam suas ações antes do anúncio. No mercado americano também foram encontrados retornos anormais positivos em negociações de *insiders* (SEYHUN, 1986; LIN; HOWE, 1990; CHANG; SUK, 1998).

Em Finanças, são muitos os aspectos em que se pode realizar estudos a fim de verificar a ocorrência de *insider trading*, nessa pesquisa, portanto, foi proposto investigar a ocorrência dessa prática ilegal em operações de fusões e aquisições devido ao crescente número de casos no Brasil e devido ainda a sua perspectiva de aumento de valor para a empresa, logo, um campo fértil para o uso de informação privilegiada que tem como finalidade a obtenção de retornos anormais.

2.2 Insider Trading e Fusões e Aquisições

Uma fusão ocorre geralmente da união de empresas de mesmo porte, por meio de uma simples permuta de ações, que pode ou não dar origem a uma nova empresa (consolidação). A aquisição dá-se da compra de uma empresa por outra onde apenas uma delas mantém a

identidade jurídica. A aquisição pode ser de ações com direito a voto, o que seria uma aquisição de controle, ou de ativos da outra empresa (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

Fusões ou aquisições podem ser realizadas de forma amigável ou hostil. Quando a operação acontece de forma amigável, há uma mudança na propriedade corporativa, sem que haja mudanças no controle administrativo. No caso de uma operação hostil, além da mudança na propriedade administrativa, há uma tomada de controle administrativo, que não foi solicitada pela parte da empresa adquirente (CAMARGOS; BARBOSA, 2006).

Dentre as diversas abordagens pelas quais as fusões e aquisições têm sido observadas, em finanças, segundo Camargos e Barbosa (2006), há o predomínio de questões relacionadas ao impacto dessas operações no valor de mercado das empresas.

O anúncio de uma fusão ou aquisição tem um impacto imediato no valor das ações de mercado das empresas envolvidas, uma vez que os investidores procuram antecipar possíveis ganhos ou perdas nesses processos (CAMARGOS; BARBOSA, 2007). E, nesse caso, aqueles que possuem informação privilegiada, acabam por lançar mão de vantagem diante dos outros investidores.

Copeland e Weston (1992) em seu estudo sobre fusões e aquisições, concluíram que as ações das companhias adquiridas têm retornos significativos no período imediatamente anterior à data de anúncio, enquanto que não há retornos positivos nem negativos para as companhias adquirentes.

De acordo com MacKinlay (1997), nos últimos anos um considerável corpo das pesquisas que envolvem fusões e aquisições é realizado por meio da metodologia de estudo de evento. De modo geral, os resultados sugerem que os retornos anormais elevados são mais comuns nas firmas adquiridas do que nas firmas adquirentes, sendo estes próximos de zero.

As pesquisas realizadas através dessa metodologia analisando o período anterior a “data zero” procuram investigar se houve utilização de informação privilegiada nas negociações, já aquelas que analisam o período posterior ao anúncio, têm como objetivo verificar com que velocidade e com que precisão acontece o ajuste dos preços as novas informações tornadas públicas (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Com o objetivo de verificar a ocorrência de *insider trading*, Keown e Pinkerton (1981) observaram os pregões que antecederam ao anúncio público de 194 propostas de fusões e aquisições entre 1975 e 1978. Seu resultado leva a inferir que há negociação com informações privilegiadas, uma vez que foram realizadas negociações baseadas em informações que não são de conhecimento público. No entanto, os resultados apontam que a reação do mercado é completa no dia posterior ao anúncio, suportando a eficiência de mercado na forma semiforte.

Camargos *et al* (2008), utilizando-se de um estudo de eventos, encontraram evidências empíricas da prática de *insider trading* no retorno acionário anormal em uma amostra de oito grandes processos de fusões e aquisições, entre março de 2004 e março de 2007.

3 METODOLOGIA

3.1 Estudo de evento

O procedimento de estudo de eventos é bastante utilizado nos estudos de finanças. Essa metodologia busca identificar impactos no comportamento dos preços e dos retornos das empresas decorrentes de eventos econômicos e financeiros. É um instrumento utilizado para testar a eficiência do mercado na forma semiforte (Fama, 1991).

Brown e Warner (1980) apontam que o estudo de eventos centra-se em avaliar a extensão em que o desempenho dos preços de títulos em dias próximos ao evento tem sido

anormal, ou seja, que são diferentes daqueles considerados normais, de acordo com o modelo de equilíbrio de determinação de retornos esperados. Segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997, p.149) o estudo de evento é superior às outras técnicas utilizadas, uma vez que elas necessitam da observação de um período mais longo para se chegar às mesmas conclusões.

Essa metodologia pode ser realizada para observar o impacto de várias informações relevantes lançadas ao público (evento) sob os preços dos títulos e expectativa dos investidores. Esses eventos podem ser: subscrição de ações, emissão de títulos de dívida, bonificações, pagamento de dividendos, divulgações de lucros, fusões e aquisições, vencimento de opções, desdobramento de ações (*splits*), entre outros (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

A metodologia utilizada para este estudo é a mesma proposta por MacKinlay (1997) e Campbell, Lo e MacKinlay (1997), descrita abaixo:

3.1.1 Definição do evento

Foi definida como evento a data dos anúncios de fusões e aquisições (data zero). Uma vez que, conforme Camargos e Barbosa (2003:3), a análise do período anterior à “data zero” visa identificar indícios do uso de *inside information*, utilizou-se uma janela de evento de 30 dias de negociações realizadas antes do anúncio (-30). A definição da janela escolhida, de acordo com Camargos e Barbosa (2003), envolve certo grau de subjetividade e arbitrariedade, uma vez que depende do objetivo que se almeja com o uso da metodologia por parte do pesquisador. Como o principal objetivo deste estudo se encontra na investigação de possíveis práticas de *insider trading*, decidiu-se por estender o período que antecede o evento.

3.1.2 Critérios de seleção

O universo da pesquisa foi constituído pelos anúncios das maiores operações de fusão e aquisição envolvendo empresas brasileiras, segundo o *ranking Dealogic*, ao qual teve acesso a revista Valor Econômico, durante os anos de 2012 e 2013.

O *ranking Dealogic* lista as 10 maiores operações de fusões e aquisições durante o ano, totalizando um universo de 20 operações. Considerando que para este estudo foram observadas as empresas alvo, foram excluídas aquelas que não eram listadas na BM&FBovespa e aquelas das quais não foi possível obter dados suficientes para viabilizar os estudos. Por fim, a amostra totalizou 8 empresas.

Quanto à periodicidade dos dados, esta foi diária, uma vez que, segundo Brown e Warner (1980), observação diária aumenta o poder dos estudos de eventos através da precisão de quando o evento ocorre.

3.1.3 Retornos Normais e Anormais

Para mensurar os retornos, pode-se utilizar do regime de capitalização discreta ou contínua. Nesse estudo, optou-se pela capitalização contínua, uma vez que, segundo Soares, Rostagno e Soares (2002), o cálculo do retorno na forma logarítmica apresenta uma distribuição mais próxima a distribuição normal, que é um dos pressupostos dos testes estatísticos paramétricos.

Retorno anormal, de acordo com Campbell, Lo e MacKinlay (1997), é a diferença entre os retornos observados *ex post* de um título dentro da janela de evento e o retorno normal da empresa. Kloeckner (1995) afirma ser indiferente para o pesquisador optar por um

modelo gerador de retornos normais e sugere que a adoção de um modelo mais simples, como o Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado, não gera prejuízos aos resultados. Assim, visto que o objetivo deste estudo é analisar o retorno anormal dos títulos (RA_{it}) ao redor de um determinado evento, dado um modelo de determinação de retornos normais, o retorno anormal foi obtido por meio da diferença entre o retorno observado do título (R_{it}) e o retorno da carteira de mercado (R_{mt}), utilizando-se o Ibovespa como *proxy* (Camargos & Barbosa, 2003), conforme Equação 1:

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

Considerando o retorno na forma logarítmica, tem-se:

$$RA_{it} = LN \left(\frac{\frac{P_{t+1}}{P_{t_0}}}{\frac{I_{t+1}}{I_{t_0}}} \right) \quad (2)$$

Onde: P_{t_0} é a cotação da ação em uma data-base; P_{t+1} é a cotação da ação no mercado em um dia t posterior; I_{t_0} é a cotação do índice de mercado em uma data-base; I_{t+1} é a cotação do índice de mercado em um dia t posterior.

3.1.4 Tratamento estatístico dos dados e teste de hipóteses

Depois de calculados os retornos anormais, estes foram somados em cada um dos dias relativos para todas as empresas, de acordo com a técnica do Retorno Anormal Acumulado (RAA), onde foram acumulados pelos títulos e pelo tempo (CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997), conforme Equações 3 e 4:

$$RAA_{it} = \sum_{t=1}^n RA_{it} \quad (3)$$

$$\overline{RAA}_{i(t_1, t_2)} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^n RAA_t(t_1, t_2) \quad (4)$$

Onde RAA_{it} é o retorno acionário anormal da empresa i no dia t ; n é o número de empresas e $\overline{RAA}_{t(t_1, t_2)}$ é a média do RAA para todas as empresas no período t entre os dias t_1 e t_2 (janelas).

Para testar a significância estatística do $\overline{RAA}_{t(t_1, t_2)}$, recorreu-se ao teste paramétrico t de *Student*, bem como ao teste não paramétrico dos sinais, com nível de significância de 5% (p -valor < 0,05). Uma vez que o $\overline{RAA}_{t(t_1, t_2)}$ obtido não apresentou uma distribuição normal,

utilizou-se o teste dos sinais, que é menos rigoroso em relação ao tipo de distribuição de probabilidades das variáveis analisadas.

De acordo com HEM, quando um anúncio não revela informações sobre alterações no fluxo de caixa da companhia, não deveria estimular mudanças nos preços das ações. Se considerada a HEM e que os retornos esperados são medidos de forma adequada, não devem existir retornos anormais em torno de um anúncio de fusão ou aquisição. Portanto, se fossem constatados retornos anormais significantes e diferentes de zero nos dias que antecedem o anúncio de fusões e aquisições, poder-se-ia concluir que o mercado comportou-se de maneira ineficiente, no que se refere à inexistência de *insider trading*. Sendo assim, a Hipótese testada neste estudo é a de que não existe Retorno Acionário Anormal (RAA) nos dias que antecedem o anúncio de uma fusão ou aquisição, ou seja, o RAA_{it} de todos os títulos analisados é igual à zero na janela compreendida entre os dias -30 a -1 ($RAA_{it} = 0$).

Caso seja identificado algum dia com significância estatística nessa janela, pode-se sinalizar a existência da prática de *insider trading*.

3.2 Coleta de dados

No que se refere à coleta de dados, primeiramente levantou-se as datas dos anúncios de fusões e aquisições, para isso, considerou-se o *ranking Dealogic* das 10 maiores operações em cada ano, foram considerados os anos 2012 e 2013, sendo que as informações deste último constam até a data 26 de novembro de 2013. As informações foram extraídas da revista Valor Econômico, a qual teve acesso às informações da *Dealogic*.

Uma vez identificadas as datas dos anúncios das operações e fusão e aquisição, as cotações diárias dos fechamentos das empresas, bem como a do índice Ibovespa (utilizado como *proxy* do retorno do mercado) foram obtidas através do banco de dados do Economática. O *software* utilizado para a preparação dos dados e cálculo dos retornos anormais foi o *Microsoft Excel*, enquanto os testes estatísticos foram efetuados utilizando-se o *software* estatístico R.

4 RESULTADOS

Com base nos dias relativos à janela de evento, foram calculados os retornos normais através do Modelo Ajustado ao Mercado. Posteriormente, foi testada a normalidade da distribuição amostral, a fim de analisar a possibilidade da utilização do teste *t* de *Student*, para testar a Hipótese proposta de que os retornos são iguais à zero.

Por não apresentar uma distribuição normal, recorreu-se ao teste não paramétrico de sinais. A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas dos retornos anormais acumulados dentro da janela de evento, formada de t_{-30} até t_{-1} .

Tabela 1- Teste de sinais dos Retornos Anormais Acumulados ($\overline{RAA}_{t(t_1, t_2)}$) para F&As

Dias Relativos	Casos	Média	Desvio-Padrão	Sinais	P-valor
-1	8	-0,05267307	0,104100798	-1,414213562	0,157299
-2	8	-0,01030877	0,054436408	-0,707106781	0,4795
-3	8	0,003629254	0,031241697	1,414213562	0,157299
-4	8	-0,01882203	0,025644476	-2,828427125	0,004678
-5	8	0,005082697	0,024062768	0,707106781	0,4795
-6	8	0,005931688	0,018000364	0,707106781	0,4795
-7	8	-0,00975004	0,02558197	-1,414213562	0,157299

-8	8	0,004142137	0,025099618	0	1
-9	8	-0,00864681	0,03871764	0	1
-10	8	0,005982749	0,014725663	0,707106781	0,4795
-11	8	0,006687049	0,016283481	0,707106781	0,4795
-12	8	0,002915654	0,03287616	0,707106781	0,4795
-13	8	-0,00275508	0,021727414	-0,707106781	0,4795
-14	8	0,001356374	0,025687715	0	1
-15	8	-0,01435912	0,020556464	-0,707106781	0,4795
-16	8	-0,00182271	0,025796603	-0,707106781	0,4795
-17	8	-0,00879284	0,049236002	-1,414213562	0,157299
-18	8	0,006129458	0,027422809	0,707106781	0,4795
-19	8	-0,00363151	0,059055293	-0,707106781	0,4795
-20	8	0,001267989	0,026859135	0	1
-21	8	-0,00073803	0,021146077	0	1
-22	8	0,001450741	0,010136865	0,707106781	0,4795
-23	8	-0,00386221	0,041036181	-0,707106781	0,4795
-24	8	0,003429697	0,084277862	0	1
-25	8	0,008097784	0,031973427	0,707106781	0,4795
-26	8	0,008902691	0,055048035	0	1
-27	8	-0,00745624	0,019485492	-0,707106781	0,4795
-28	8	-0,01451868	0,028440593	-0,707106781	0,4795
-29	8	0,000493102	0,024866447	0	1
-30	8	-0,00403592	0,015271222	-1,414213562	0,157299

Fonte: Dados da pesquisa

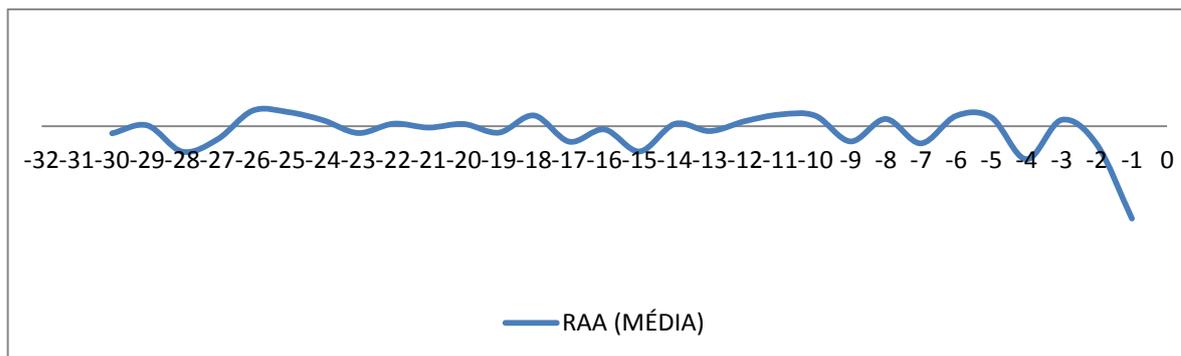
De acordo com a análise dos retornos anormais acumulados médios da Tabela 1, considerando-se um nível de significância de 5% ($p\text{-valor} < 0,05$), foi encontrado retorno anormal estatisticamente diferentes de zero no dia t_{-4} .

O RAA do dia t_{-4} é um forte indício de que ocorreu vazamento de informações ao mercado antes do seu anúncio, e que possivelmente alguns *insiders* se utilizaram do acesso privilegiado às informações para auferir ganhos extraordinários, em detrimento dos *outsiders*, através de operações de *insider trading*.

Os resultados rejeitam a hipótese de que o RAA_{it} de todos os títulos analisados é igual a zero na janela compreendida entre os dias -30 a -1 ($RAA_{it} = 0$). O resultado encontrado condiz com os estudos realizados anteriormente que rejeitaram a eficiência de mercado em sua forma forte (SEYHUN, 1986; LIN; HOWE, 1990; CHANG; SUK, 1998; GREGORY; MATATKO; TONKS, 1997; MEDEIROS; MATSUMOTO, 2004; ROCHMAN; EID JR., 2006; CAMARGOS *et al.*, 2008).

A análise do comportamento do retorno anormal dentro da janela de evento fornece indícios de que não se pode prever se o efeito de um anúncio de um processo de F&A será positivo ou negativo, conforme pode ser observado na Figura 1.

Figura 1- Retornos anormais acumulados ($\overline{RAA}_{-30,-1}$) na janela estudada.



Fonte: Dados da pesquisa.

Apesar de ser observado claramente um maior retorno anormal negativo nas datas t_2 e t_1 . Isso pode ser explicado pelo alto grau de incerteza e complexidade, aos quais envolvem esses processos.

5 CONCLUSÃO

Este estudo buscou investigar a possível existência da prática de *insider trading* no mercado acionário brasileiro nos dias que antecedem o anúncio de fusões e aquisições das maiores operações realizadas nos anos de 2011 e 2012, verificando, assim, se houve retornos anormais na janela de evento que compreende os 30 dias anteriores aos anúncios.

Contrariando a Hipótese da Eficiência de Mercado na forma forte, encontrou-se que no dia t_4 houve um retorno anormal significativo (5%) e, portanto, diferente de zero, através da metodologia de estudo de eventos.

Os resultados levam a inferir que os *insiders*, tendo conhecimento prévio das operações de fusões e aquisições e sabendo que o anúncio dessas operações transmitirá informações negativas ou positivas sobre o valor das empresas, negociam com essas informações antes que elas sejam lançadas ao público, e acabam por obter retornos anormais e consequentemente desleais.

Deve-se considerar, no entanto, que apesar de os resultados terem suporte na literatura, a amostra utilizada é relativamente pequena em comparação com aquelas relatadas em estudos anteriores e, portanto, limitada em suas inferências.

BIBLIOGRAFIA

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam: North Holland, v. 8, n. 3, p. 205-258, Sept. 1980.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Estudos de evento: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 1-20, jul.-set. 2003.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 41, n. 1, 2006.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 42, n. 4, 2007.

CAMARGOS, M. A.; ROMERO, J. A. R.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da prática de insider trading em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira. **REGE Revista de Gestão**, v. 15, n. 4, p. 55-70, 2008.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**. 2. ed. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CHANG, S.; SUK, D. Y. Stock prices and the secondary dissemination of information: The wall street journal's "insider trading spotlight" column. **Financial Review**, v. 33, n. 3, p. 115-128, 1998.

COHEN, L.; MALLOY, C.; POMORSKI, L. Decoding inside information. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 3, p. 1009-1043, 2012.

COPELAND, T. E. WESTON, F. J. **Financial theory and corporate policy**. Reimpressão da 3ª edição. Nova Iorque : Addison Wesley, 1992.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

EIZIRIK, N. *Insider trading* e responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v.22, n.50, p.42-56, abr./ jun. 1983.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5 p. 1.575-1.618, Cambridge, December, 1991.

FRANKS, J. R. Insider Information and the Efficiency of the Acquisitions' Market. **Journal of Banking and Finance**. n.2, p.379-393, 1978.

GREGORY, A.; MATATKO, J.; TONKS, I. Detecting information from directors' trades: signal definition and variable size effects. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 24, n. 3, p. 309-342, 1997.

GIVOLY, D.; PALMON, D. Insider trading and the exploitation of inside information: Some empirical evidence. **Journal of business**, p. 69-87, 1985.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

KEOWN, A. J.; PINKERTON, J. M. Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation. **The Journal of Finance**, v. 36, n. 4, p. 855-869, 1981.

LIN, JI-CHAI; HOWE, J. S. Insider trading in the OTC market. **The Journal of Finance**, v. 45, n. 4, p. 1273-1284, 1990.

MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, Nashville: American Economic Association, v.35, n. 1, p. 13-39, Mar. 1997.

MEDEIROS, O. R.; MATSUMOTO, A. S. Emissões públicas de ações, volatilidade e insider information na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 40, p. 25-36, 2006.

MÜSSNICH, F. A. M. A utilização desleal de informações privilegiadas — *insider trading* — no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v.18, n.34, p.31-51, abr./jun. 1979.

ROCHMAN, R. R.; EID JR, W. Insiders conseguem retornos anormais?: Estudos de eventos sobre as operações de insiders das empresas de governança corporativa diferenciada da Bovespa. In: Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia [Proceedings of the 34th Brazilian Economics Meeting]. ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pósgraduação em Economia [Brazilian Association of Graduate Programs in Economics], 2006.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2002.

SEYHUN, H. N. Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency. **Journal of Financial Economics**, v. 16, n. 2, p. 189-212, 1986.

SIVAKUMAR, K.; WAYMIRE, G. Insider trading following material news events: Evidence from earnings. **Financial Management**, p. 23-32, 1994.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração, 2002.