



São Paulo, 21 a 23 de Julho de 2014

**Novas Perspectivas  
na Pesquisa Contábil**

**O Lado B do Insider Trading: relevância, tempestividade e influência do cargo**

**LUIZ FELIPE DE ARAÚJO PONTES GIRÃO**  
*Universidade Federal da Paraíba*

**ORLEANS SILVA MARTINS**  
*Universidade Federal da Paraíba*

**EDILSON PAULO**  
*Universidade Federal da Paraíba*

## **O Lado B do *Insider Trading*: Relevância, Tempestividade e Influência do Cargo**

### **RESUMO**

Esta pesquisa teve o objetivo de analisar o impacto das negociações dos *insiders* nas decisões dos investimentos em uma empresa fictícia. Para isso, a pesquisa foi fundamentada na Teoria do “Equilíbrio do Desequilíbrio” de Grossman and Stiglitz (1980), que trata da impossibilidade de os preços nos mercados de capitais serem eficientes, como definidos pela teoria clássica de finanças. Contudo, na medida em que os agentes informados negociam seus ativos munidos de informações privilegiadas, mais informativo se torna o sistema de preços (“lado B” do *insider trading*), visto que mais informações serão divulgadas indiretamente por meio dos preços dos ativos. Nesse sentido, foi realizado um estudo do tipo exploratório, por meio da aplicação de questionários a alunos, professores e coordenadores de cursos de graduação e de pós-graduação nas áreas de negócios (administração, ciências atuariais, ciências contábeis e economia), totalizando 271 respondentes. Nas análises foram utilizados alguns testes estatísticos paramétricos (*t* e *F* Anova) e não paramétricos (Mann-Whitney e Kruskal-Wallis). Os resultados da pesquisa apontaram que as negociações dos *insiders* são relevantes para as decisões de investimentos dos demais investidores e, ainda, que a tempestividade dessas informações também exerce influência em tais decisões, sendo as negociações anormais aquelas que têm maior influência. Ademais, tais resultados permitem uma reflexão sobre a regulamentação do *insider trading* no Brasil, tendo em vista a ineficiência da legislação em vigor (Instrução CVM nº 358/2002), pois possibilita o acesso às informações com atraso, reduzindo a transparência e impossibilitando o desenho de estratégias de investimentos baseadas no “lado B” do *insider trading*.

**Palavras-chave:** mercado de capitais; hipótese de mercados eficientes; assimetria de informação.

**Área temática:** Contabilidade Financeira.

**Método de pesquisa:** Experimento.

## 1 INTRODUÇÃO

Nos mercados de capitais, para que haja a alocação eficiente de recursos entre os agentes superavitários e os deficitários é preciso que sejam dados “sinais” aos investidores de que aquele investimento poderá lhes render fluxos de caixa futuros que compensem o risco do investimento. Considerando a Hipótese de Mercados Eficientes (Fama, 1970), os preços dos ativos devem refletir a qualquer momento todas as informações disponíveis, de modo que o investidor possa avaliar se deve ou não comprar determinado ativo.

Uma das condições suficientes para que o sistema de preços seja eficiente é que todas as informações disponíveis sejam gratuitas para todos os participantes do mercado (Fama, 1970). Dessa forma, um agente negociador nesse mercado não seria capaz de obter vantagem em uma transação devido à posse de uma informação ainda não divulgada, pois todas as informações já estariam refletidas no próprio preço do ativo. Contudo, o próprio autor supracitado relaxa esse pressuposto afirmando que um número suficiente de investidores com acesso às informações já seria capaz de fazer com que o sistema de preços seja eficiente.

O fato de ser necessário apenas um número suficiente de investidores com acesso às informações é corroborado teoricamente por Grossman and Stiglitz (1980), quando criaram um modelo denominado de “equilíbrio do desequilíbrio”, que presume que em um mercado onde existam investidores com acesso a informações privilegiadas, quanto mais eles negociam com base nessas informações, mais eficiente é o sistema de preços, pois eles transmitem “sinais” ao mercado. Porém, alguns elementos podem se tornar barreiras para esse modelo, como a baixa liquidez de alguns ativos, como acontece no mercado brasileiro de capitais, o que impediria os investidores de terem acesso por meio do sistema de preços (indiretamente) às informações ainda não divulgadas ao público.

No Brasil, *a priori*, essa barreira poderia ser dirimida com um documento enviado mensalmente pelas companhias à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), relatando as negociações com ações da própria firma realizadas por *insiders*, que são agentes que estão dentro da empresa e que podem ter acesso a informações privilegiadas, antes de elas serem divulgadas ao público – reduzindo a assimetria informacional e aumentando a liquidez, consequentemente. Contudo, a Instrução CVM nº 358, que trata de tal obrigação, não possibilita ao público a utilização eficaz dessas informações, uma vez que tal documento só é divulgado uma vez ao mês, até o décimo dia do mês seguinte ao que a operação foi realizada. Dessa forma, prejudica-se a manutenção eficiente do sistema de preços. Além disso, tais informações são divulgadas em blocos, o que implica dizer que o investidor não sabe exatamente qual foi o *insider* que negociou os ativos.

Como base de comparação, têm-se os Estados Unidos da América, que têm uma das regulamentações mais rígidas e combatem fortemente o uso indevido de *insider information*, ou informação privada, por meio do “Form 4” da *Securities and Exchange Commission* (SEC), que exige o nome do indivíduo, além da divulgação em até 2 dias após o fato ter ocorrido, o que possibilita ao mercado o acompanhamento das negociações dos *insiders* quase que diariamente, de modo a controlar suas ações, possibilitando também a utilização dessas informações como estratégia de investimento, conhecida pelo jargão “siga o mestre”, como cita Jaffe (1974) – denominada aqui como “lado B” do *insider trading*.

Em diversos mercados, a utilização de informação privilegiada na negociação de ações, que comumente é denominada na literatura internacional como *insider trading*, é qualificada como uma prática ilícita (Cohen, Malloy, & Pomorski, 2012). Isto porque uma de suas principais motivações é a obtenção de ganhos instantâneos com base em informações ainda não divulgadas ao público em geral. Todavia, alguns mercados de capitais, como o norte-americano, possuem regulamentação específica para controlar as negociações realizadas por

*insiders*. Nesse sentido, em consonância com o modelo de “equilíbrio do desequilíbrio” de Grossman and Stiglitz (1980), surgiu no Brasil a expressão “lado B” do *insider trading*, utilizada inicialmente por Gregório (2007), onde o autor trata do caráter sinalizador das operações conduzidas por agentes internos, que podem ser úteis aos demais investidores por emitirem “sinais”.

Com base nisso, tem-se o seguinte problema de pesquisa: **qual é o impacto das negociações dos *insiders* nas decisões de investimentos?** Tendo, então, o objetivo de analisar o impacto das negociações dos *insiders* nas decisões dos investimentos em uma empresa fictícia. Nesse sentido, três hipóteses de pesquisa foram testadas, sobre a relevância, a tempestividade e a influência dos cargos dos *insiders* nas decisões de investimentos na companhia. Nos resultados apresentados aqui, foi constatado que as negociações dos *insiders* apresentaram efeito significativo sobre a decisão dos investidores de aumentar ou reduzir os preços das ações, assim como a tempestividade da informação teve influência na decisão de investir ou não. Porém, a informação referente aos cargos testados não revelou divergência significativa.

Desta forma, apresenta-se este estudo, elaborado em cinco seções que, além desta introdução, conta com: (2) um referencial teórico acerca da assimetria de informação e do conteúdo informativo do *insider trading*; (3) os procedimentos metodológicos que explicam como a pesquisa foi realizada; (4) a análise dos principais resultados; e, por fim, (5) as considerações finais e limitações do estudo.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO E HIPÓTESES DA PESQUISA**

### **2.1 Assimetria Informacional e Conteúdo Informativo do *Insider Trading***

Pelo menos desde a década de 1960 há evidências de que os agentes integrantes do mercado de capitais utilizam informações contábeis para suas decisões de investimento, em busca da redução da assimetria informacional existente nesse ambiente de negociação (Ball & Brown, 1968; Beaver, 1968). Estudos mais recentes também têm demonstrado que as informações contábeis são relevantes para a formação do valor dos ativos nesse mercado (*e.g.* Dechow, Hutton & Sloan, 1999; Holthausen & Watts, 2001). Além das informações financeiras divulgadas pela Contabilidade, há relatos de outros tipos de informações, não necessariamente contábeis, que têm se mostrado relevantes para a determinação do valor dos ativos no mercado de capitais (Fama, 1970; Fama 1991; Azim & Habib, 2008; Wu & Wang, 2008; Schadewitz & Niskala, 2010).

Entretanto, nem todas as informações são perfeitamente distribuídas entre os participantes do mercado de capitais, pois pode haver, mesmo após o *disclosure*, assimetria informacional entre quem produz a informação e quem a utiliza. Segundo Akerlof (1970), em um mercado qualquer, os negociadores tendem a negociar com base na informação que possuem sobre o ativo. Na visão do autor, o vendedor de um ativo possui maior conhecimento sobre suas qualidades e potencial, por essa razão, tende a vendê-lo acima do preço que ele realmente valeria, se o comprador possuísse todas as informações sobre esse ativo. Sabendo disto, o comprador, como não dispõe de toda a informação para atestar sua qualidade, tende a comprar o ativo por um preço inferior àquele que ele valeria, se todas as informações estivessem disponíveis ao mercado. Nesse cenário surge a assimetria informacional, que, no limite, levará o mercado à sua extinção. Porém, conforme Akerlof (1970), a interferência governamental (no Brasil, a CVM) tem um papel fundamental na manutenção do mercado e no bem estar de todas as partes.

## Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

De acordo Leland and Pyle (1977), diversos mercados são caracterizados pela diferença informacional entre compradores e vendedores. Nos mercados financeiros, essa diferença é mais perceptível, pois tomadores de capital normalmente conhecem melhor suas garantias, habilidades e integridade moral do que seus credores. Sendo assim, os tomadores de capital possuem “informações privilegiadas” sobre seus próprios projetos, para os quais buscam financiamento. Por outro lado, os credores, que deveriam conhecer profundamente os projetos financiados, são impedidos pelo risco moral existente, que dificulta a transferência direta de informações entre os participantes desse mercado. Por isso, não se pode esperar que os tomadores sejam inteiramente claros sobre seus projetos, porque podem ser recompensados se exagerarem em suas qualidades positivas.

Em se tratando da possibilidade desse risco moral, Akerlof (1970) destaca o chamado “custo da desonestidade”, que provém do problema da participação de negociadores desonestos no mercado onde, além de expropriarem a riqueza dos agentes que negociam sem o uso de informação privada, apenas com informações públicas e suas convicções pessoais, eles ocasionam a “expulsão” destes últimos negociadores, chamados de honestos, fazendo com que a proporção de desonestos aumente, comprometendo a existência daquele mercado. Esse é um dos custos da assimetria de informação apontado por Akerlof (1970). Ainda segundo esse autor, em países subdesenvolvidos, como é o caso do Brasil, esse é um sério problema, pois as variações da qualidade são maiores do que em países desenvolvidos.

Na existência de negociação com informação privilegiada, ou *insider trading*, Akerlof (1970) denomina a probabilidade de o ativo ser bom como “ $q$ ”, onde uma estimativa de  $q$  pode ser obtida por meio da observação direta do interessado no mercado. Todavia, essa estimativa será a mesma que o vendedor (ou tomador) faria, pois ele tem mais (ou melhores) informações sobre a qualidade de seu ativo. Com base nisso, é esperado que o comportamento do “dono” desse ativo tenha influência significativa no comportamento dos demais investidores. No mercado de ações, pode-se entender por “dono” o *insider*, investidor que normalmente também é controlador, administrador, gestor ou outro componente da alta gestão de uma empresa, e que geralmente possui informação privada (ainda não divulgada ao público em geral) que pode lhe proporcionar vantagem na hora de negociar as ações da companhia.

No que se refere à essa negociação e influência no preço das ações, Grossman and Stiglitz (1980) propuseram um modelo teórico no qual os preços das ações refletem as informações dos agentes que utilizam recursos para obter tais informações (privilegiadas) com o objetivo de obter retornos anormais. Com base nesse modelo, as negociações desses agentes sinalizam boas ou más notícias ao mercado. Assim, o poder informativo dos preços das ações é diretamente proporcional à quantidade de investidores informados (volume de negociações informadas), ou seja, aqueles que consumiram recursos para obter informações privilegiadas.

O estudo de Grossman and Stiglitz (1980) tem o mesmo fundamento de Akerlof (1970), onde quem tem melhores informações pode expropriar quem tem menos ou piores informações. Isto é, se o indivíduo que tem acesso à informação privilegiada (*insider*) perceber que há um potencial de valorização do ativo, iniciará um movimento de compra que lançará o preço desse ativo para cima. Caso o *insider* perceba que há um potencial de desvalorização, iniciará um movimento de venda, lançando o preço do ativo para baixo. Assim, com base em Grossman and Stiglitz (1980), os *insiders* emitem sinais ao mercado, em forma de informações indiretas, sobre o desempenho futuro da empresa e outras informações que podem impactar os preços das ações. Desta forma, quanto maior for o volume de negociações informadas, mais forte será esse efeito e mais informativos serão os preços.

Como inicialmente todos os indivíduos têm as mesmas expectativas em relação a um determinado ativo (Grossman and Stiglitz, 1980), espera-se que os investidores avaliem o

ativo de forma semelhante. À medida que um indivíduo consome recursos para obter informações privilegiadas, ele mudará suas expectativas em relação aos demais, e na medida em que ele for negociando, as informações, até então, privilegiadas, serão divulgadas ao mercado indiretamente. No limite, se houver um volume muito alto de negociações informadas, todos os investidores serão informados e não haverá assimetria informacional, muito menos motivação para consumir recursos para obter informações privadas, já que os preços serão totalmente informativos.

Com isso, traçaram-se as principais hipóteses desta pesquisa:

**Hipótese 1:** o movimento dos *insiders* tem impacto significativo no preço das ações.

**Hipótese 1A:** o movimento de compra dos *insiders* faz com que os preços das ações subam.

**Hipótese 1B:** o movimento de venda dos *insiders* faz com que os preços das ações caiam.

**Hipótese 1C:** um volume de negociação anormal dos *insiders* causará um efeito mais forte no preço das ações do que um volume de negociação normal.

Apesar de teoricamente as negociações impactarem os preços das ações, a regulação brasileira (Instrução CVM nº 358) sobre o tema ainda é branda, visto que apenas exige que sejam divulgados ao mercado, em blocos de negociações (ou seja, o investidor poderá saber que a Diretoria ou os Conselhos negociaram ações, mas não individualmente, perdendo um pouco do efeito do “volume” de negociações de um *insider*) e ainda com até 40 dias de defasagem, entre a data da negociação e a data da divulgação (a exigência é de que seja feita em até 10 dias após o encerramento do mês em que a negociação ocorreu).

Dessa forma, formularam-se duas hipóteses adicionais para esta pesquisa:

**Hipótese 2:** a divulgação das negociações dos *insiders* de forma mais tempestiva tem maior impacto nos preços das ações do que de forma intempestiva.

**Hipótese 3:** a divulgação das negociações dos *insiders* individualmente têm um impacto mais forte nos preços das ações do que as divulgadas em blocos.

A solicitação de um *disclosure* mais efetivo das negociações dos *insiders* não implica dizer que a CVM estaria trabalhando de modo a conceder uma consultoria gratuita aos investidores, mas sim que as negociações com informações privilegiadas (a) poderiam ser inibidas, pois os investidores estariam acompanhando alguma movimentação anormal dos *insiders* e (b) poderia – considerando que mesmo com a maior transparência os *insiders* continuariam negociando com base em informações privilegiadas – aumentar a eficiência do sistema de preços, como consequência do item (a). A estratégia de “seguir o mestre”, por sua vez, seria uma consequência do item (b), gerando o “lado B” do *insider trading*.

## **2.2 Evidências de Insider Trading no Mercado de Capitais**

Não é raro encontrar estudos que abordem a utilização de informação privilegiada na negociação de ações nas literaturas internacional ou nacional. Entre os principais, alguns merecem destaque, como Marsden and Tung (1999), que simularam negociações em um mercado para testar se os indivíduos com informação privilegiada podiam obter retornos anormais sob várias formas de monitoramento e penalidade. Foi informado aos sujeitos qual era a probabilidade deles ser pegos e qual penalidade sofreriam. Com isso, pode-se verificar que os indivíduos estavam aptos a obter informação privada para alcançar retornos anormais se não houver penalidade. Os autores supracitados ainda analisaram o efeito do aumento das penalidades ou da probabilidade dele ser pego com a utilização de informação privilegiada.

Nesse mesmo sentido, Abdolmohammadi and Sultan (2002) fizeram um experimento com estudantes para determinar se aqueles que têm padrões éticos baixos são mais propensos

## Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

a praticar *insider trading*. Os autores dividiram os alunos em um grupo experimental e um grupo de controle. Todos os participantes da pesquisa disseram que o *insider trading* é ilegal e geralmente é visto como antiético. Todavia, no grupo experimental (que teve acesso a informações privilegiadas), 15 dos 24 sujeitos admitiram ter utilizado informações privilegiadas. Ainda, Abdolmohammadi and Sultan (2002) concluíram que indivíduos que tiveram acesso a informações privilegiadas tenderam a ter um baixo raciocínio ético.

Já Beams, Brown and Killough (2003) realizaram um estudo com estudantes para testar a relação entre as negociações informadas e os impedimentos e motivações para o *insider trading*. Em seus resultados, os autores observaram retorno esperado, culpa, cinismo e equidade (*fairness*) das leis foram os determinantes que tiveram relações mais significativas com a intenção de realizar uma negociação com *insider information*. Ademais, encontraram suporte para a Teoria dos Prospectos, à respeito ao *insider trading*. Com base nessa teoria, os indivíduos são avessos à perda, e não ao risco. Assim, buscam negociar com informação privilegiada mais para evitar perdas do que para obter retornos anormais.

Apesar do avanço da legislação nos diferentes mercados de capitais, como o advento da Lei Sarbanes Oxley (SOX) no mercado norte-americano, estudos mais recentes continuam identificando probabilidades de negociação com o uso de informação privilegiada nesses mercados.

Aslan, Easley, Hvidkjaer and O'Hara (2011) realizou um estudo nos Estados Unidos da América utilizando como *proxy* para o *insider trading*, uma probabilidade de negociação com informação privilegiada (PPIN), que busca identificar tais negociações a partir da variação dos volumes de compras e vendas das ações. Segundo esses autores, a PPIN foi estatística e economicamente significativa na determinação dos retornos das ações no período analisado. Foi encontrado, ainda, que a PPIN domina a iliquidez, ou seja: a informação é mais importante do que a iliquidez na determinação dos retornos das ações.

Lei and Qin (2012), por sua vez, analisaram a utilização de *inside information* na divulgação dos resultados, das fusões e das aquisições de firmas entre 1986 e 2009, com uma base de dados de negociações dos *insiders*. Em seus resultados, encontraram que as negociações dos *insiders* aumentam antes da divulgação desses eventos, porém, essa relação é mais forte nos anúncios não agendados: fusões e aquisições.

Em relação aos tipos de cargos e o seu possível impacto nas decisões dos investidores, Tavakoli, McMillan and McKnight (2012) encontraram que apenas as negociações dos *senior managements* possuíam conteúdo “preditivo” sobre os retornos futuros das ações da empresa onde ele é *insider*, sendo também o sinal emitido pelas compras mais forte do que o sinal emitido pelas vendas. Este tipo de abordagem metodológica não pode ser aplicada no mercado de capitais brasileiro devido a limitação da Instrução CVM nº 358, em não exigir as informações de quais agentes internos realizaram operações com ações da firma.

Sobre o resultado relacionado ao sinal da compra ser mais forte do que o da venda, isso é razoável, pois os *insiders* podem vender por diversos motivos, dentre eles pode estar o fato de possuírem alguma informação privilegiada de que as ações irão se desvalorizar mas, também, pode estar o fato de desejar realizar lucro e fazer uma viagem de férias, comprar uma casa nova, financiar a faculdade do filho, diversificar seus investimentos, entre outros. Por outro lado, na compra, o leque de motivações é menor. Um investidor racional só compraria uma ação se ele percebesse naquela ação uma oportunidade de obter retorno, ou seja, quando acredita no desempenho daquela empresa.

No Brasil, pode-se citar trabalhos recentes que também encontraram evidências sobre a utilização das informações privilegiadas na determinação dos preços das ações, a exemplo Martins e Paulo (2013) que encontraram relação entre a probabilidade de negociação com

informações privilegiadas (PIN) e o retorno das ações no mercado brasileiro de capitais. No que diz respeito à negociação com ações da própria empresa, Tonindael e Decourt (2012) observaram que no Brasil os *insiders* conseguem obter retornos anormais. Essas evidências dividem-se em: (i) vendas, onde constataram que 1 mês após as vendas dos *insiders* há um retorno negativo, de -3,73%, em média, podendo chegar ao montante de -10,66% após 6 meses dessa venda; e (b) compras, onde foi constatado um retorno positivo de 5,72%, em média, 1 mês após as compras dos *insiders*, chegando a 9,87% após 6 meses dessa compra. Isto é, com base na regulamentação atual, quando o mercado toma conhecimento das transações, o efeito já está sendo refletido há semanas nos preços das ações, não restando aos investidores *outsiders* muitas opções.

Com base no exposto, verifica-se que há uma probabilidade de ocorrência de *insider trading* no mercado brasileiro e que há evidências de que esse tipo de operação pode enviar um sinal para o mercado, como sintetizado nos parágrafos anteriores. Dessa forma, tendo em vista a relevância e tempestividade deste tema, justifica-se a realização desta pesquisa, diferenciando-se daquelas citadas por averiguar se existe um “lado positivo” nesse tipo de operação para o mercado, tendo em vista que a divulgação das informações de negociações dos *insiders* emite sinais que, com a redução do prazo de divulgação e maior transparência, poderia levar a própria prática do *insider* ao antídoto para os seus ganhos anormais, pela expropriação dos *outsiders*.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Amostra

Esta pesquisa foi conduzida tendo como amostra um total de 271 respondentes, dos quais 146 eram estudantes, 81 professores e 44 profissionais da área de negócios. No que se refere aos estudantes, participaram alunos dos cursos de graduação em Ciências Contábeis (98), Administração (30), Ciências Atuariais (7), Economia (4) e outros cursos (7). Quanto aos professores, 59 eram do curso de Ciências Contábeis, 11 de Administração, 6 de Economia, 1 de Ciências Atuariais e 4 de outros cursos. Já os profissionais que responderam o instrumento de pesquisa eram dos cursos de Ciências Contábeis (33), Administração (3), Ciências Atuariais (3) e outros cursos (5).

Dos participantes caracterizados como estudantes, 69,86% já cursaram disciplinas relacionadas à análise de investimentos, avaliação de empresas, finanças ou disciplinas equivalentes. Ademais, do total de respondentes, 71,92% não tinham experiência com investimentos em ações, 10,96% tiveram essa experiência apenas por meio de simuladores, enquanto 17,12% tinham experiência real com outros tipos de investimento. Ressalta-se, ainda, que esta pesquisa não teve o objetivo de avaliar o efeito da experiência do investidor, mas sim o comportamento dos indivíduos quando se deparam com negociações dos *insiders*.

Ressalta-se, também, que 71,22% dos respondentes acreditavam que as negociações dos *insiders* têm o poder de influenciar o valor de mercado das ações (esse questionamento foi feito no final do instrumento de pesquisa, para não influenciar as respostas dos participantes). Desse modo, *a priori*, espera-se que as negociações dos *insiders* nas situações apresentadas nesta pesquisa tenham influência significativa nas decisões dos respondentes.

Além disso, destaca-se que Akerlof (1970) diz que os indivíduos tendem a atribuir um valor médio a ativos semelhantes, por causa da assimetria informacional existente. Então, adotou-se como valor intrínseco da ação o valor médio das ações do setor onde a empresa estava inserida. Sendo assim, para tentar estimular os respondentes a participarem da pesquisa e se esforçarem para encontrar o “verdadeiro” valor das ações, foi ofertado um prêmio no



valor simbólico de R\$ 300,00, que seria doado em forma de alimentos a uma instituição de caridade de escolha do respondente que mais se aproximasse do valor intrínseco da ação.

### **3.2 Instrumento de Pesquisa**

O instrumento de coleta de dados utilizado nesta pesquisa foi um questionário com perguntas direcionadas em função do objetivo do estudo. Sua escolha se deu tendo em vista a necessidade de alcance dos respondentes em diferentes localidades do país em um curto espaço de tempo. Por isso, ele foi elaborado e disponibilizado eletronicamente na plataforma do Survey Monkey durante 19 dias, entre os dias 30 de maio e 17 de junho de 2013.

Assim, foram criados dois tipos de questionário, um com negociações normais e outro com negociações anormais, os quais foram enviados para os endereços eletrônicos de alunos, professores e coordenadores de cursos de graduação e pós-graduação, além de profissionais de Administração, Ciências Contábeis, Economia e Ciências Atuariais de todo o país. Esse envio se deu aleatoriamente, de modo que metade dos respondentes pudessem acessar o questionário Tipo I e a outra metade o Tipo II. Pelo *email* enviado, solicitou-se que as pessoas encaminhassem o questionário para outras pessoas.

Esses questionários foram baseados na pesquisa de Lima (2012), contendo, na Parte I, questões sobre o perfil dos respondentes para que fosse possível a caracterização da amostra e a comparação entre os grupos. A Parte II, foram apresentadas as informações relacionadas a duas empresas, a “Gross” e a “Lemon”, assim como suas demonstrações financeiras: Demonstração do Resultado do Exercício, Balanço Patrimonial e Demonstração dos Fluxos de Caixa. Não foram incluídas informações sobre o pagamento de dividendos para não “induzir” os respondentes a utilizarem um modelo de desconto de dividendos. Após isso, foram apresentadas 7 (sete) questões sobre onde o respondente teria que mensurar o valor de duas ações e concordar ou discordar com alguns eventos.

O objetivo era avaliar se o conhecimento sobre as negociações dos *insiders* teria algum efeito sobre a decisão do respondente. Para tanto, foram abordadas 4 (quatro) questões diversas sobre esse assunto, relacionadas com as hipóteses principais da pesquisa. Após a avaliação das ações, foram abordadas 3 (três) questões sobre o nível de concordância com algumas frases relacionadas às negociações dos *insiders*, para avaliar diretamente se essas negociações faziam ou não diferença no comportamento do respondente, conforme as duas hipóteses adicionais de pesquisa levantada.

Por último, foi apresentada uma situação, onde se questionou o respondente se ele acreditava que as negociações das ações pelos *insiders* poderia divulgar informação indireta sobre o preço da ação. Com base nessa resposta, pode-se avaliar as decisões dos grupos que acreditaram ou não no poder das negociações dos *insiders*.

### **3.3 Ferramentas para Análise dos Dados**

Para analisar os dados coletados e testar se houve diferença nos preços atribuídos às ações foram utilizados alguns testes estatísticos, entre eles o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov e de homocedasticidade de Levene. Se ambos os pressupostos fossem atendidos, utilizavam-se testes paramétricos: (a) F ANOVA e testes *post hoc*s para analisar mais de dois grupos; ou (b) o teste *t* para duas amostras. Se os pressupostos não fossem atendidos, utilizavam-se testes não paramétricos para testar as hipóteses da pesquisa: (a) o teste Kruskal-Wallis e o Mann-Whitney, como *post hoc* dele, para analisar mais de dois grupos; ou (b) o teste de Mann-Whitney para analisar dois grupos.

Não foi preestabelecido nenhum nível de significância, pois o objetivo é comparar a significância das informações das negociações dos *insiders*. Desse modo, foram aceitos como significativos os *p*-valores entre 0,000 e 0,150.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Informação sobre as Negociações dos *Insiders* e os Preços das Ações

Antes de iniciar a análise das hipóteses levantadas anteriormente para esta pesquisa, é interessante observarmos o comportamento dos preços das duas ações apresentadas, nas três situações distintas, de modo a averiguar se o comportamento dos respondentes não foi ocasionado apenas pela mudança de situação, visto que, teoricamente, as duas empresas têm as mesmas possibilidades de ganhos futuros, bem como a mesma situação de risco, endividamento etc., o que deveria levar a preços semelhantes. A distinção entre elas é decorrente do fato de que uma empresa é composta de números reais e a outra por números que foram obtidos a partir da adição de 3% ao valor da primeira, além das situações experimentadas neste artigo, com relação às negociações dos *insiders*.

Desse modo, os participantes da pesquisa, de forma geral, não atribuíram valores, em média, diferentes para as duas empresas nas duas primeiras situações, ao nível de significância de 0,15, onde na Situação 1 havia apenas a divulgação dos números contábeis e na Situação 2 havia a divulgação das negociações de compras dos *insiders* na empresa Gross. Contudo, quando consideramos a Situação, onde há a informação da venda de ações por parte dos *insiders* na empresa Gross, pode-se perceber um descolamento dos preços entre as empresas Gross e Lemon, que foi significativa ao nível de 0,01, como pode ser observado na Tabela 1. Isso ratifica a observação de Grossman and Stiglitz (1980) de que os *insiders* emitem sinais ao mercado, pelo menos nas vendas realizadas por esses agentes. Ademais, esse resultado reforça as evidências de Tonindael e Decourt (2012), que identificaram a obtenção de retornos anormais dos *insiders* no Brasil.

Ainda, é importante salientar que, especificamente no terceiro caso foi utilizado o teste de Mann-Whitney, no lugar do Teste *t*, visto que o pressuposto de variância homogênea (Levene) foi rejeitado. Adicionalmente, notou-se que mesmo com o Teste *t* as médias seriam diferentes e significantes ao nível de 0,100.

Tabela 1

#### Comparação dos preços das ações das duas empresas nas três situações apresentadas

Análise <i>pooled</i> N = 542	Média	Desvio- Padrão	Kolmogorov- Smirnov	Levene	Teste <i>t</i>
<b>Situação 1</b>					
Gross	88,56	11,99	0,187	0,047	-1,305
Lemon	89,89	11,75	(0,000)	(0,829)	(0,192)
<b>Situação 2</b>					
Gross	90,66	12,04	0,198	0,323	1,263
Lemon	89,39	11,43	(0,000)	(0,570)	(0,207)
<b>Situação 3</b>					
Gross	87,11	14,10	0,176	4,643	29.440,500
Lemon	88,93	10,75	(0,000)	(0,032)	(0,000) <sup>1</sup>

**Nota:** <sup>1</sup> Como a hipótese de homocedasticidade foi rejeitada pelo teste de Levene, utilizou-se o teste não paramétrico de Mann-Whitney, no lugar do teste *t*. A título de comparação, o Teste *t* possui estatística de -1,687 (*p*-valor = 0,092).

Quanto ao comportamento dos respondentes em relação às informações dadas sobre as negociações dos *insiders* nos preços da Gross, testando as hipóteses 1A, 1B e 1C, foi analisada a amostra completa (*pooled*) sem a distinção entre negociações normais e anormais.

## Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

As médias de preços observadas, da maior para a menor, ocorrem na seguinte ordem: Situação 2 (R\$ 90,66), Situação 1 (R\$ 88,56) e Situação 3 (R\$ 87,11), dentro do que era esperado, uma vez que, de acordo com a literatura investigada, as compras dos *insiders* podem ter o poder de elevar os preços das ações, assim como as vendas podem ter o poder de reduzir (Grossman & Stiglitz, 1980).

Contudo, o *F* ANOVA rejeita a hipótese se pelo menos um dos casos se apresentar diferente dos demais. Portanto, é necessário realizar um teste *post hoc*. Para o caso desta pesquisa, como o tamanho das amostras é semelhante, escolheu-se o teste de Gabriel. Por meio desse teste se pode inferir que a diferença entre grupos se deu entre a Situação 2 e a 3, ao nível de 0,010 (Painel A da tabela 2). Com uma análise menos conservadora, pode-se considerar também diferentes as Situações 1 e 2, ao nível de 0,158. Sendo assim, pode-se avaliar que a informação de que os *insiders* estavam comprando ações pode elevar o preço da ação e, que eles estavam vendendo, pode reduzir o preço da ação. Todavia, neste caso não se considerou a questão da normalidade ou anormalidade dos fatos.

Quando realizada a separação entre os dois grupos: (i) aqueles que receberam a informação de que a negociação era anormal (Painel B da Tabela 2) e (ii) aqueles que receberam a informação de que a negociação era normal (Painel C da Tabela 2), percebe-se que o efeito das negociações dos *insiders* é mais evidente no primeiro caso, de negociações anormais, visto que o *p*-valor do *F* ANOVA nas negociações anormais foi de 0,011 (ou *p*-valor do Kruskal-Wallis de 0,000), contra um *p*-valor de 0,233 nas negociações normais. Isso implica dizer que quando o respondente recebeu a informação de que as negociações eram normais, ele não interpretou esse sinal como sendo tão forte quanto aquele que recebeu a informação de que a negociação era anormal, de modo que os preços da empresa Gross para as negociações normais não foram estatisticamente diferentes.

Analisando apenas as negociações anormais, pois as situações foram estatisticamente diferentes neste caso, observou-se que em todos os casos os preços são distintos ao nível de significância de 0,010. A diferença de preço da Situação 1 para a 2 é de R\$ 3,38 (aumento), enquanto que para a Situação 3 é de -R\$ 1,14 (diminuição). Esses resultados nos permitem inferir que para o investidor é importante saber como os *insiders* estão negociando, visto que sinais podem ser emitidos indiretamente pelos preços das ações, conforme preceituam Grossman and Stiglitz (1980) e evidenciam Jaffe (1974) e Tonindael e Decourt (2012), por exemplo.

Tabela 2

**Comparação entre os preços da empresa Gross nas três situações apresentadas**

Estatísticas	Média	Desvio-Padrão	Kolmogorov-Smirnov	Levene	F ANOVA
<b>Painel A - Análise pooled (N= 812)</b>					
<b>Preços de Gross</b>					
Situação 1	88,56	11,99	0,181 (0,000)	1,664 (0,190)	5,303 (0,005)
Situação 2	90,66	12,04			
Situação 3	87,11	14,10			
<b>Post-hocs</b>					
	<b>Erro-Padrão</b>	<b>Gabriel</b>			
Sit. 1 x Sit. 2	1,0953	0,158			
Sit. 1 x Sit. 3	1,0953	0,462			
Sit. 2 x Sit. 3	1,0953	0,004			
Estatísticas	Média	Desvio-Padrão	Kolmogorov-Smirnov	Levene	Kruskal-Wallis <sup>1</sup>
<b>Painel B - Análise das negociações anormais (N = 405)</b>					
<b>Preços de Gross</b>					
Situação 1	87,28	10,74	0,180	3,179	32,142

## Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Situação 2	90,66	11,88	(0,000)	(0,043)	(0,000)
Situação 3	86,14	15,27			
<b>Post-hocs</b>	<b>Mann-Whitney <sup>2</sup></b>				
Sit. 1 x Sit. 2	6.618,000				
	(0,000)				
Sit. 1 x Sit. 3	7.425,500				
	(0,008)				
Sit. 2 x Sit. 3	5.816,500				
	(0,000)				
<b>Estatísticas</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio-Padrão</b>	<b>Kolmogorov-Smirnov</b>	<b>Levene</b>	<b>F ANOVA</b>
<b>Panel C - Análise das negociações normais (d.f. = 408)</b>					
<b>Preços de Gross</b>					
Situação 1	89,84	13,03	0,199	0,016	1,461
Situação 2	90,66	12,25	(0,000)	(0,985)	(0,233)
Situação 3	88,08	12,82			
<b>Post-hocs</b>	<b>Erro-padrão</b>	<b>Gabriel</b>			
Sit. 1 x Sit. 2	1,5406	0,932			
Sit. 1 x Sit. 3	1,5406	0,588			
Sit. 2 x Sit. 3	1,5406	0,258			

**Nota:** <sup>1</sup> O teste *F* ANOVA foi realizado para título de comparação, obtendo-se resultado semelhante, com *p*-valor de 0,011. <sup>2</sup> O teste *post-hoc* com o Gabriel foi realizado para título de comparação, obtendo-se os seguintes resultados: Sit.1 x Sit. 2 (*p*-valor = 0,088), Sit.1 x Sit. 3 (*p*-valor = 0,845), Sit.2 x Sit. 3 (*p*-valor = 0,011).

Outro achado interessante foi relacionado ao sinal emitido pelas negociações de compra e de venda. Corroborando Tavakoli *et al.* (2012), o sinal emitido pela compra (*p*-valor de 0,000) é mais forte do que o sinal emitido pela venda (*p*-valor de 0,008)<sup>1</sup>, conforme era esperado, visto que um investidor racional apenas compraria ações se realmente acreditasse no potencial de geração de fluxos de caixa futuros da empresa investida. Já a venda pode se dar por diversos motivos, muitos deles não ligados ao negócio. Na amostra completa também se pode perceber isso, contudo, com menor poder estatístico, com *p*-valor de 0,158 na compra, contra *p*-valor de 0,462 na venda. Assim, pode-se verificar a importância do acompanhamento das atividades dos *insiders* por parte dos demais investidores (*outsiders*).

### 4.2 Tempestividade da Divulgação das Negociações dos *Insiders*

Conforme a Instrução CVM nº 358, as empresas no Brasil são obrigadas a divulgar as negociações dos *insiders* em até 10 dias após o encerramento do mês no qual ocorreu a negociação (CVM, 2002). Sendo assim, se um *insider* negociou no dia 1º, essa operação só será conhecida pelo mercado em até 40 dias após a efetivação da mesma, o que faz com que o poder de autorregulação do mercado seja prejudicado, bem como o poder informativo da negociação, como estratégia de investimento.

Por exemplo, entre os dias 24 e 29 de maio de 2013, o acionista controlador de uma empresa brasileira vendeu mais de 70 milhões de ações desta companhia ao preço médio de R\$ 1,73. A informação apenas foi divulgada ao mercado no dia 10 de junho de 2013, conforme o prazo regulamentar da Instrução CVM nº 358, quando as ações estavam sendo negociadas a R\$ 1,29. No dia seguinte após a divulgação das negociações do controlador, o mercado descontou o valor de mercado da empresa ainda mais, fazendo com que suas ações fossem negociadas a R\$ 1,17. Ou seja, a informação, quando divulgada, pode ter tido efeito

<sup>1</sup> Se considerarmos a versão paramétrica deste teste perceberemos que esse sinal é ainda mais forte: *p*-valor de 0,088 na compra, contra *p*-valor de 0,845 na venda.

## Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

na desvalorização das ações, de modo que uma divulgação mais tempestiva pudesse fazer com que menos investidores fossem prejudicados com a negociação desse *insider*.

Com base nesse tipo de situação, testou-se a tempestividade da divulgação das negociações dos *insiders* utilizando o prazo máximo dado pela regulamentação brasileira, de 40 dias, e o prazo estabelecido pela regulamentação norte-americana, que é de 2 dias. A situação experimentada fazia alusão ao fato de que os analistas das principais corretoras estavam recomendando fortemente aos seus clientes que não comprassem as ações de uma determinada empresa. Contudo, foi divulgada uma informação de que um grupo de *insiders* estaria comprando as ações desta firma. Dessa forma, foi apresentada aos respondentes uma situação em que eles não davam atenção às recomendações dos analistas e compravam as ações. Aliado a isso, uma escala de concordância ou discordância variando de 0 a 6, sendo 0 (zero) o “discordo totalmente” e 6 (seis) o “concordo totalmente”.

O Painel A da Tabela 3 evidencia que o nível de concordância com a situação apresentada foi maior quando a informação era disponibilizada 2 dias após a negociação dos *insiders*, com uma média na escala de 3,15, contra 2,92 quando a negociação ocorreu há 40 dias. Entretanto, essas médias não foram estatisticamente diferentes ( $p$ -valor = 0,149)

Tabela 3

**Tempestividade da informação dos *insiders* (pooled)**

Estadísticas	Média	Desvio-Padrão	Kolmogorov-Smirnov	Levene	Teste $t$
<b>Painel A – Tempestividade pooled (N = 542)</b>					
40 dias	2,929	1,735	0,121	2,701	-1,444
2 dias	3,151	1,832	(0,000)	(0,101)	(0,149)
Estadísticas	Média	Desvio-Padrão	Kolmogorov-Smirnov	Levene	F ANOVA
<b>Painel B – Comparação das negociações normais com anormais (N = 542)</b>					
40 dias (normal) - A	2,674	1,601			
40 dias (anormal) - B	3,183	1,830	0,121	2,204	5,576
2 dias (normal) - C	2,829	1,712	(0,000)	(0,087)	(0,001)
2 dias (anormal) - D	3,470	1,897			
<b>Post-hocs</b>	<b>Erro-padrão</b>	<b>Gabriel</b>			
A x B	0,214	0,102			
A x C	0,214	0,977			
A x D	0,214	0,001			
B x C	0,214	0,464			
B x D	0,213	0,696			
C x D	0,214	0,017			

Segregando os grupos que tiveram acesso às informações de negociações normais ou anormais, percebe-se as percepções sobre as negociações dos *insiders* são distintas ( $p$ -valor do  $F$  ANOVA = 0,001). Essas diferenças decorrem de maneira mais forte entre os grupos que receberam a informação normal, com 40 dias de atraso, e os que receberam a informação com 2 dias de atraso, mas de forma anormal ( $p$ -valor = 0,001), assim como entre os que receberam a informação com 2 dias de atraso, normal e anormal ( $p$ -valor = 0,017). Pode-se considerar significativa, porém com menor força estatística do que as duas situações anteriores, as situações com defasagem de 40 dias, normais e anormais ( $p$ -valor = 0,102).

Esses resultados apresentam indícios de que há diferença no nível de percepção dos investidores para um mesmo caso, com as defasagens temporais, o que implica dizer que o efeito do tempo faz diferença no processo decisório dos investidores. Como no Brasil a divulgação das negociações dos *insiders* acontece de forma intempestiva, os investidores

perdem o poder de controlar, fiscalizar e traçar estratégias de investimentos nas empresas brasileiras com base exclusivamente nessas informações.

### 4.3 Relevância do Cargo para a Tomada de Decisão sobre Investimentos

No Brasil, quando a companhia divulga as negociações dos *insiders*, ela o faz em blocos. Isso implica dizer que o investidor não sabe exatamente quem negociou determinado montante das ações. Pode-se saber que os acionistas controladores negociaram, que os conselhos negociaram, mas isso não é divulgado individualmente. Uma provável justificativa para a não divulgação do nome do *insider* é que a segurança do indivíduo poderia ser colocada em risco. Todavia, esse é outro ponto que precisa ser analisado, pois pode fazer alguma diferença na decisão de comprar, vender, ou manter determinado investimento.

Para analisar o efeito do cargo no investimento, foram escolhidos dois cargos para se testar a relevância de suas informações de negociação. O primeiro é o cargo do Diretor-Presidente, pela representatividade que o cargo possui. O segundo cargo escolhido para representar as negociações individuais foi o de um Diretor responsável por um determinado projeto que vem sendo desenvolvido pela empresa, mas que ainda não está operando. Com esse caso, os entrevistados poderiam imaginar, por exemplo, que se o responsável por um projeto que ainda não está funcionando está comprando as ações da empresa, é porque esse projeto poderá ter alguma perspectiva de criação de valor no futuro. Sobre as diferenças nos cargos, não se pôde encontrar um nível de concordância diferente entre os dois grupos (painel A da Tabela 4).

Contudo, quando segregadas as negociações em normais e anormais, encontraram-se algumas diferenças entre a percepção dos participantes da pesquisa, porém as diferenças foram menos significativas do que aquelas encontradas com base na relação tempestividade e normalidade *versus* anormalidade das negociações. Infere-se, a partir dos dados analisados que o que faz diferença na decisão do investidor é o fato de a negociação ter sido normal ou anormal, e não o cargo em si, para esse caso especificamente.

Dessa forma, no que se refere às hipóteses de pesquisa levantadas, pode-se verificar que as hipóteses que pressupõem que as negociações dos *insiders* têm impacto positivo sobre os preços das ações (H1) e que a divulgação dessas negociações de forma mais tempestiva tem impacto ainda mais forte sobre os preços das ações (H2) não puderam ser rejeitadas. Por outro lado, a terceira hipótese, que pressupõe que a divulgação dos *insiders* individualmente tem impacto mais forte nos preços das ações (H3), pode ser rejeitada.

Tabela 4  
Efeito do cargo (divulgação individual)

Estatísticas	Média	Desvio-Padrão	Kolmogorov-Smirnov	Levene	Teste t
<b>Painel A – Tempestividade (N = 542)</b>					
Presidente	3,103	1,876	0,117	0,221	-0,325
Projeto	3,155	1,823	(0,000)	(0,639)	(0,745)
Estatísticas	Média	Desvio-Padrão	Kolmogorov-Smirnov	Levene	Kruskal-Wallis
<b>Painel B – Comparação das negociações normais com anormais (N = 542)</b>					
Presidente (normal) - E	2,822	1,740			
Presidente(anormal) - F	3,382	1,970	0,117	3,247	8,389
Projeto (normal) - G	3,000	1,692	(0,000)	(0,022)	(0,039)
Projeto (anormal) - H	3,308	1,937			

<i>Post-hocs</i>	<b>Mann-Whitney</b>
E x F	7.591,500 (0,013)
E x G	8.541,000 (0,366)
E x H	7.828,500 (0,034)
F x G	8.028,500 (0,071)
F x H	9.035,000 (0,740)
G x H	8.307,000 (0,171)

**Nota:** Presidente = Diretor-Presidente e Projeto = Diretor de Projeto

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O debate sobre o *insider trading*, apesar de antigo, ainda está em evidência no mundo dos negócios, visto que pode causar prejuízos aos investidores. Porém, não há uma forma de controlar o comportamento das pessoas de uma maneira com que as impeça de negociar munidos de informações privilegiadas. Por este motivo, é importante que haja uma atualização da regulação brasileira sobre a forma como essas notícias são divulgadas ao mercado, possibilitando um maior monitoramento e até a utilização dessas informações como base para traçar estratégias de investimentos (o lado B do *insider trading*). Sobre isso, essa pesquisa evidenciou que as negociações dos *insiders* fazem diferença, sendo relevantes, para a tomada de decisão dos investidores, pois afetam os preços das ações no mercado de capitais.

Ainda, um resultado relevante observado foi a ratificação dos pressupostos de Grossman and Stiglitz (1980), que parecem fazer sentido, pelo menos entre a amostra analisada, pois a existência de *insider trading* sugeriu informatividade ao sistema de preços das ações. Isso pode ser visto quando se compara os preços da empresa fictícia Gross que possuía informações das negociações dos *insiders*, pois quando a informação foi de compra, o preço da ação subiu e, quando foi de venda, o preço da ação desceu. Não se pode perceber o mesmo movimento na empresa que não tem essas informações divulgadas (Lemon), visto que a média dos preços não pode ser considerada estatisticamente diferente (dados não tabulados).

*A priori*, era esperado que o efeito do cargo tivesse um impacto significativo na decisão. Quando o indivíduo responsável por um projeto que pode trazer bons lucros para a empresa comprou as ações, ele deveria estar sinalizando ao mercado que o novo projeto poderia dar certo. Contudo, não foi encontrada diferença estatística entre os dois cargos, o que pode estar relacionado ao fato de um dos cargos ter grande relevância (Diretor-Presidente) e o outro estar ligado a um projeto que poderia gerar fluxos de caixa no futuro. Talvez com a consideração de um cargo de conselho, o resultado pudesse ser diferente. Mas, como observado, no Brasil não é possível identificar as negociações individuais desses *insiders*.

Dois pontos específicos precisam ser exaltados. O primeiro está relacionado à Instrução CVM nº 358 que, de acordo com os resultados encontrados, precisa ser revista para atender melhor às demandas dos investidores e do mercado de capitais como um todo, visto que a transparência é algo sobremaneira importante. O segundo está ligado aos resultados encontrados, que reforçam a importância da transparência das negociações dos *insiders*, para que os participantes do mercado possam fiscalizar e controlar melhor as suas operações, bem como utilizar alguma estratégia de investimento baseada nos sinais dos *insiders*, destacando que o “lado B” do *insider trading* existe e que não pode ser ignorado.

Por fim, ressalta-se que os autores desta pesquisa não defendem o *insider trading* ilegal, contudo não se pode negar que os *insiders* negociam as ações das empresas onde eles trabalham e essas negociações podem conter informações importantes sobre o futuro da empresa. Por isso, destaca-se que este tema ainda precisa ser explorado com maior profundidade no Brasil, qualitativamente em pesquisas futuras, de modo a se repensar a forma de regulamentação desse fenômeno no mercado de capitais. Ainda, é importante ressaltar que os resultados aqui apresentados ficam limitados à amostra analisada, porém, pode-se ter uma ideia geral do comportamento dos investidores, pela forma como a amostra está caracterizada.

## REFERÊNCIAS

Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.

Abdolmohammadi, M., & Sultan, J. (2002). Ethical reasoning and the use of insider information in stock trading. *Journal of Business Ethics*, 37, 65-173.

Aslan, H., Easley, D., Hvidkjaer, S., & O’Hara, M. (2011). The characteristics of informed trading: implications for asset pricing. *Journal of Empirical Finance*, 18, 782-801.

Azim, I., & Habib, A. (2008). Corporate governance and the value-relevance of accounting information: evidence from Australia. *Accounting Research Journal*, 21(2), 167-194.

Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.

Beams, J. D., Brown, R. M., & Killough, L. N. (2003). An experiment testing the determinants of non-compliance with insider trading laws. *Journal of Business Ethics*, 45, 309-323.

Beaver, W. (1968). The Information Content of Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.

Cohen, L., Malloy, C., & Pomorski, L. (2012). Decoding inside information. *The Journal of Finance*, 67(3), 1009-1043.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 08 fev. 2014.

Dechow, P. M., Hutton, A. P., & Sloan, R. G. (1999). An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 1-34.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.

Gregório, D. (2007). O lado B do insider trading. *Revista Capital Aberto*, 46(4), 30-33.



- Grossman, S.J., & Stiglitz, J.E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393-408.
- Holthausen, R.W., & Watts, R.L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 3-75.
- Jaffe, J.F. (1974). Special information and insider trading. *The Journal of Business*, 47(3), 410-428.
- Lei, Q., & Wang, X. (2012). Time-varying liquidity trading, private information and insider trading. *European Financial Management*, 0(0), 1-31.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Lima, D. H. S. (2012). *Análise do impacto da divulgação adicional de informações contábeis com o uso de recursos textuais e/ou gráficos sobre a percepção dos indivíduos quanto ao nível de disclosure de uma entidade*. (Tese de doutorado). Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UnB/UFPB/UFRN, Natal, RN, Brasil.
- Marsden, J. R., & Tung, Y. A. (1999). The use of information system technology to develop tests on insider trading and asymmetric information. *Management Science*, 45(8), 1025-1040.
- Martins, O. S., & Paulo, E. (2013). Negociação com informação privilegiada e retorno das ações na BM&FBovespa. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, 53(2), 350-363.
- Schadewitz, H., & Niskala, M. (2010). Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17, 96-106.
- Tavakoli, M., McMillan, D., & McKnight, P.J. (2012). Insider trading and stock prices. *International Review of Economics and Finance*, 22, 254-266.
- Tonidandel, M. C., & Decourt, R. F. (2012, agosto). Insider Trading: um estudo sobre a rentabilidade das operações com ações da própria empresa. *Anais do CONVIBRA Administração*, Virtual, 9.
- Wu, P. C., & Wang, C. J. (2008). The effect of systematic risk on equity valuation: an extended application of the Ohlson equity valuation model. *Journal of Humanities and Social Sciences*, 4(1), 69-81.