

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

ROGÉRIA DE FREITAS VASCONCELOS

**TRANSAÇÕES DE *INSIDERS* E IMPACTO NA RENTABILIDADE
É NO VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

**VITÓRIA
2014**

ROGÉRIA DE FREITAS VASCONCELOS

**TRANSAÇÕES DE *INSIDERS* E IMPACTO NA RENTABILIDADE
É NO VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração, na área de concentração de Finanças e Avaliação de Empresas.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Caio Galdi

VITÓRIA

2014

TRANSAÇÕES DE INSIDERS E IMPACTO NA RENTABILIDADE E VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Qualificação apresentada ao Programa de Mestrado em Finanças da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração na área de concentração Finanças.

Aprovada em 27 de fevereiro de 2014.

COMISSÃO EXAMINADORA

**Prof° Dr.: FERNANDO CAIO GALDI
FUCAPE**

**Prof. Dra. ARILDA MAGNA CAMPANHARO TEIXEIRA
FUCAPE**

**Prof° Dra. : GRAZIELA XAVIER FORTUNADO
FUCAPE**

Dedico este trabalho a Deus e
ao meu noivo Gabriel.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de expressar todo meu carinho àqueles que, ao longo desta caminhada, tornaram este trabalho uma realidade.

A Deus, pelo dom da vida e por ter me permitido ter chegado até aqui.

À minha família, especialmente à minha mãe, Genilde Pereira de Freitas (*in memorian*), que desde que eu era criança, procurou direcionar-me no caminho do estudo e até aqui, a melhor conquista dessa conduta.

Ao meu orientador, professor Dr. Fernando Caio Galdi, pela proposta desse fascinante tema e orientação quanto à obtenção dos resultados.

À equipe do sistema Economática®, pelo esclarecimento rápido de dúvidas relativas à operação e à obtenção de dados relevantes para esta pesquisa.

À Fundação de Amparo à Pesquisa do Espírito Santo (Fapes), pela concessão da bolsa de estudos, sob o processo nº 55203337/20111 – TO 450/2011.

A todos, cujos nomes eu não tenha citado aqui, que contribuíram de forma ainda que indireta com este estudo, muito obrigada.

RESUMO

Este estudo tem como objetivo investigar se existe relação entre o volume de transações de compra e venda de ações da companhia conduzidas por *insiders* e o seu valor de mercado e/ou rentabilidade das empresas brasileiras listadas em Bolsa de Valores. A seleção da amostra utilizada neste estudo considera a disponibilização de dados não estruturados enviados pelas empresas à Comissão de Valores Mobiliários (pelo sistema IPE-CVM) e dados obtidos no sistema Economática® para o período entre o primeiro trimestre de 2007 e o último trimestre de 2011. O estimador de regressão utilizado foi o de mínimos quadrados ordinários (MQOs), agrupados por efeito fixo, com variáveis de controle que podem gerar um potencial impacto sobre as variáveis dependentes. Os resultados sugerem que existe uma relação negativa entre as transações por *insiders* e a média trimestral do valor de mercado da empresa. Quanto maior for a participação dos *insiders* no volume transacionado no trimestre, menor será a média trimestral do valor de mercado da empresa. Adicionalmente, não há indícios de relação significativa do volume de transações realizados por *insiders* e a rentabilidade da empresa.

Palavras-chave: *Insider trading*, valor de mercado da empresa, rentabilidade da firma.

ABSTRACT

This study aims to investigate if there is a relationship between the volume of transactions of company's shares purchased and sold performed by insiders and between the market value and / or profitability of Brazilian companies listed on the Stock Market. The selection of the used sample in this study considers the availability of non structured data submitted by the companies to the Securities and Exchange Commission of Brazil, using the IPE-CMV system, and data obtained by Economática® system for the period between the first quarter of 2007 and the last quarter of 2011. The regression estimator used was ordinary least squares (OLS), grouped by fixed effects, with control variables that can generate a potential impact on the dependent variables. The results show that there is a linear negative relationship between transactions by insiders and the quarterly average of the market value of the company. The greater the participation of insiders in transacted volume in the quarter, less the quarterly average of the market value of the company. Additionally, there is no evidence of significant relationship between the volume of transactions carried out by insiders and the profit of the company.

Keywords: Insider trading, market value of the firm, firm's profitability

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ADRs	<i>American depositary receipts</i>
BC	Banco Central
BM&F Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IPE	Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais
MPF	Ministério Público Federal
MQOs	Mínimos quadrados ordinários
NYSE	Bolsa de Valores de Nova York
PIB	Produto Interno Bruto
ROA	Retorno Sobre Ativo
VPA	Valor por Ação

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
	1.1 JUSTIFICATIVA PARA ESTUDO DO TEMA	13
2	REFERÊNCIAL TEORICO	13
	2.1 CASOS DE INSIDER TRADING NO BRASIL	15
	2.2 LEGISLAÇÃO SOBRE INSIDER TRADING NO BRASIL	18
	2.3 PENALIDADES PARA A PRÁTICA DE <i>INSIDER TRADING</i>	21
3	METODOLOGIA	23
	3.1 DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS:.....	27
4	RESULTADOS	29
5	CONCLUSÃO	35
6	REFERÊNCIAS	37

1 INTRODUÇÃO

Existe uma grande preocupação com o fluxo de informações privilegiadas no ambiente corporativo pois, de posse dessas informações, muitos executivos obtêm vantagens sobre a compra ou a venda de ações, uma vez que dados relevantes não são divulgados, oportunamente, ao mercado (AIER, 2013; PIOTROSKI & ROULSTONE,2005).

Nesse contexto, é amplamente discutido o conceito de *insider trading*, que pode ser definido como qualquer operação realizada com ações em proveito próprio, pessoal, do gestor de uma empresa. O termo *insider* se refere a toda pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a informações relevantes e exclusivas, pertinentes ao negócio da firma. A definição para *insider trading* e *insider*, neste trabalho, é a mesma adotada conforme a instrução 358 de 2002 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A prática de *insider trading* é considerada um dos métodos mais notórios de fraude no mercado acionário, segundo a qual um indivíduo envolvido com uma empresa, cujas ações são negociadas publicamente, barganha informações a respeito de um evento envolvendo esses papéis. Normalmente, essa notícia privilegiada pode afetar o comportamento das ações da firma e não está disponível para o público, resultando em oportunidades de lucro de natureza ilegal (DAHER, KARAM e MIRMAN, 2012).

Desse modo, algumas pesquisas empíricas buscam avaliar, diretamente, o efeito líquido da negociação informada por executivos das empresas sobre o valor da ação (GUNNY; KE; ZHANG, 2009).

Para Fidrmuc, Goergen e Renneboog (2006), *insiders* são gestores e/ou membros do conselho de administração da empresa que, geralmente, possuem mais informações sobre a empresa do que outros acionistas (em especial, os minoritários). O principal elemento a favor de um *insider* é a sua capacidade de negociação da informação que possui.

Em Gunny; Ke; Zhang (2009), Bebchuk & Cohen (2005) e Bebchuk & Weisbach (2010), há exemplos disso. Diante da expectativa de uma má notícia sobre o desempenho da firma, um *insider* lucra com seu conhecimento quando vende suas ações antes da divulgação oficial dessa notícia, recebendo um retorno superior ao que teria depois da queda do preço dos papéis e da comunicação do resultado ao mercado. Se a performance esperada é boa, um *insider* lucra quando atrasa a venda de suas ações e, após o anúncio, recebe um retorno superior ao que teria se não tivesse usado informações em benefício próprio.

Telder (2011) escreveu sobre o grande volume de informações relevantes divulgadas ao público e o impacto que elas podem causar na negociação de valores mobiliários. Todos os detalhes que possam alterar o valor das ações devem ser amplamente divulgados, para que os investidores tenham acesso simultâneo às mesmas notícias. Uma comunicação irrestrita pode evitar o favorecimento de determinados grupos que detêm dados privilegiados, interessados em usá-los de forma indevida em benefício próprio (assimetria informacional).

Pelo exposto, entende-se por que esse assunto tem sido foco de pesquisa do mercado financeiro e de instituições acadêmicas, devido ao impacto potencial dessas condutas na variação do preço das ações e no valor da empresa no mercado financeiro.

As transações de compra e venda por parte dos órgãos executivos, que são o conselho administrativo, o conselho fiscal e a diretoria, são quantificadas nesta pesquisa a partir do valor das ações das empresas pesquisadas. Trata-se de uma pesquisa descritiva, que visa a investigar a influência da publicação de fatos relevantes na geração de retornos anormais (OLIVEIRA, 2001; CERVO; BERVIAN; SILVA, 2007; MALHOTRA, 2006; MARTINS, THEOPHILO, 2007).

Uma série de casos de *insider trading* tem sido documentada no Brasil, relativos a empresas de grande porte, como Kibon, Petrobras, Gol, Sadia e outras.

Por esses fatos mencionados, existe uma preocupação para que a CVM regule as movimentações das empresas no que tange às informações relevantes, de forma a expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a divulgação de fatos importantes ocorridos nos seus negócios. Tais informações podem influenciar a decisão dos investidores sobre vender ou comprar valores mobiliários.

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro tem levantado preocupações sobre a prática de *insider trading*, com vários casos documentados nos últimos anos. Rochman & Eid Jr. (2006) apontam que *insider trading* é uma forma de corrupção. Como tal, quanto maior o nível da corrupção em um país, intensas práticas de *insider trading* no país são mais suscetíveis de acontecer.

1.1 JUSTIFICATIVA PARA ESTUDO DO TEMA

Pesquisas investigaram o relacionamento efetivo da atividade de um *insider* com as oscilações do valor das ações do mercado de capitais, sendo o tema instigante e abrangente. Apesar da relevância do debate sobre *insider trading*, faltam pesquisas empíricas que avaliem, diretamente, o efeito líquido da negociação informado por executivos das empresas (GUNNY; KE; ZHANG, 2009).

Além disso, o *insider trading*, para negociação de títulos e valores mobiliários, tem sido assunto de discussão no meio acadêmico e empresarial, principalmente em decorrência de fraudes e de escândalos, como no caso da empresa de energia norte-americana Enron, em 2001 (PALEPU; HEALY, 2003; BOWEN *et al*, 2008).

Assim, as operações realizadas por *insiders* que detêm informações privilegiadas sobre o valor da empresa podem prejudicar os negócios de investidores menos informados, contudo bem intencionados (ROGOFF, 1964; JAFFE, 1974; GROSSMAN & STIGLITZ, 1980). Essa prática é desleal no mercado de valores, o que justifica a importância e a motivação para realização deste trabalho.

2 REFERÊNCIAL TEORICO

Há relatos da utilização de informações advindas da contabilidade da firma por parte dos agentes econômicos desde a década de 1960, quando pesquisas começaram a ser publicadas e utilizadas como ferramenta relevante na avaliação de uma empresa. Os pesquisadores que, inicialmente, apontaram a correlação entre

informações contábeis e avaliação de empresas foram Ball e Brown (1968) e Beaver (1968). Desde então, o tema foi amplamente estudado.

Os pesquisadores buscam entender como as variáveis contábeis se correlacionam com o valor das empresas, com o objetivo de formatar estratégias para a obtenção de crédito e para a alocação de recursos mais eficientes e rentáveis para os investidores.

As pesquisas que relacionam variáveis contábeis com o valor da ação têm como objetivo avaliar como as informações financeiras e operacionais são relevantes para os agentes econômicos, interferindo no processo de decisão e na avaliação da empresa (Barth; Beaver; Landsman, 2001).

A importância e a qualidade das informações são fundamentais para os diversos agentes do mercado de capitais, tanto para reduzir a assimetria informacional, quanto para reduzir os conflitos de agência (Palepu; Healy, 2001).

Perez e Fama (2006) pesquisaram o mercado de capitais brasileiro e afirmam que “uma das razões para a relevância da informação contábil para o usuário externo recai sobre a sua capacidade de redução da assimetria informacional”.

Akerlof (1970) foi o primeiro a analisar as implicações da assimetria de informação. No artigo *“The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”*, o autor relata como os agentes que possuem a informação privilegiada sobre o ativo negociado obtêm um ganho por utilizá-la (*insider trading*) no momento da transação com um agente desinformado.

Informações privilegiadas são fatos relevantes que ainda não foram divulgados de forma simétrica para todos os interessados, entretanto podem ser

usadas por agentes informados para a obtenção de rentabilidade superior àquela do mercado.

O *Insider Trading* é considerado prejudicial para o desenvolvimento do mercado de capitais, pois eleva os custos de assimetria informacional, fazendo com que a avaliação e a precificação da firma sejam feitas de forma equivocada (Bagehot, 1999).

Com a falta de confiança no mercado de capitais, os agentes econômicos poupadores tendem a alocar suas reservas em investimentos mais seguros e com informações mais simétricas. A falta de credibilidade nos mercados ocasiona a redução do número de negociações em bolsa de valores e, conseqüentemente, a baixa liquidez de mercado.

O *insider trading* é considerado um problema para o mercado de capitais e, por esse motivo, é defendida a utilização de uma ampla legislação que permita o controle dos agentes. Assim, quando necessário, poderão ser aplicadas punições e sanções aos investidores e/ou gestores que, de alguma forma, atrapalhem o funcionamento do mercado de forma plena. Há evidência de que países com leis rígidas quanto aos *insiders* possuem menos concentração acionária das sociedades abertas (Beny, 2004).

2.1 CASOS DE INSIDER TRADING NO BRASIL

Diversos casos de *insider trading* no Brasil são relatados na bibliografia especializada, tal como em Moura (1979), que discorre sobre as empresas Kibon e Petrobras. Os dois casos ocorreram no ano de 1977. Apesar das evidências de uso

de informação privilegiada pela administração dessas empresas, a CVM não iniciou processo e fez acordo com a Kibon. Quanto à Petrobras, a comissão alegou impossibilidade de se constatar a violação do dever de lealdade de informar (art. 155 e 157, Lei 6404/07).

O primeiro caso julgado no Brasil referente a essa atividade refere-se à Sadia, em que um ex-diretor, Luiz Gonzaga Murat Júnior, e um ex-integrante do conselho de administração da empresa, Romano Ancelmo Fontana Filho, foram os primeiros condenados criminalmente por *Insider trading* no Brasil. Como o caso ocorreu no exercício de suas funções, os réus tiveram, no mês de abril de 2006, acesso às informações privilegiadas da oferta pública da Sadia pelo controle acionário da então concorrente Perdigão, que ocorreria três meses depois. Desse modo, lucraram negociando ações da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE). No mesmo mês, quando a proposta foi aprovada pelo conselho da Sadia, Murat fez a primeira compra de ações da Perdigão na NYSE, comprando 15.300 ADRs (*american depositary receipts*) a US\$ 23,07 cada papel. Em junho, conhecedor da proximidade do anúncio do negócio, o executivo comprou mais 30.600 ADRs, elevando sua carteira para 45.900 ações, a US\$ 19,17 cada papel. Cada compra ocorreu mediante informações privilegiadas que obteve sobre os andamentos da oferta da Sadia pela Perdigão, incorrendo duas vezes no crime de *insider trading*.

Em 21 de julho, assim que soube que a Sadia havia desistido de comprar a Perdigão, Murat esperou que a decisão se tornasse pública e vendeu as ações, tendo um lucro menor que o esperado. A venda, nesse caso, não foi considerada crime pelo Ministério Público Federal (MPF), pois foi realizada após a devida

publicidade da revogação da oferta. Fontana Filho incorreu quatro vezes no crime de *insider trading*, pois efetuou quatro operações de compra e venda mediante informações privilegiadas. O executivo comprou três lotes da Perdigão, totalizando 18 mil ações, na Bolsa de Nova York, por US\$ 344.100, entre 5 e 12 de julho de 2006, poucos dias antes do anúncio da oferta. Ele vendeu todas as ações em 21 de julho de 2006, mesmo dia da recusa da Perdigão, por US\$ 483.215,40, lucrando US\$ 139.114,50. A venda, entretanto, deu-se antes da publicação da desistência da Sadia e, por isso, foi considerada crime pelo MPF (MPF-PGR, 2011).

Outro caso de *insider trading* aponta que o advogado Marcos Meira, conhecido como amigo dos proprietários da Gol Linhas Aéreas, teria se beneficiado por meio de informações privilegiadas. A acusação aponta que ele realizou sua primeira operação em bolsa em 23/03/07, comprando 9.000 ações da Gol, no valor de R\$ 499.555,00. Tal posição foi alienada em 30/03/07, por R\$ 581.690,00, resultando em um lucro bruto de R\$ 82.135,00, equivalente a 16,4% do investimento. Questionado pela CVM, o acusado alegou ter realizado várias operações de compra e venda de ações, buscando oportunidades que surgissem no mercado. A acusação enfatiza que “a compra das ações da Gol que efetivou em 2007 foi a primeira operação em bolsa de valores que realizou em toda a sua vida” e que as operações foram 65 negócios com ações emitidas por nove companhias, entre os dias 23/03 e 26/06/07. No período de julho de 2007 a novembro de 2008, ele não teria realizado mais quaisquer outras operações em bolsa de valores. O total dos negócios de compra e venda foi de R\$ 1,78 milhão, sendo que a parcela relativa às operações de compra e venda com ações de emissão da Gol atingiu R\$ 1,1 milhão. De acordo com processo administrativo sancionado na CVM, N° 19/2009,

com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu-se aplicar ao acusado Marcos José Santos Meira a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 164.270,00, por utilização de informação privilegiada em seus negócios no mercado de valores mobiliários (Caso de *Insider Trading* Gol, 2011).

Também pode-se citar o caso da cervejaria Ambev, investigado pela CVM a respeito das negociações realizadas pelos acionistas majoritários e pela direção executiva da empresa, antes da fusão da companhia com a cervejaria belga Interbrew, em 2004 (PROENÇA, 2005).

2.2 LEGISLAÇÃO SOBRE INSIDER TRADING NO BRASIL

A legislação brasileira que trata da prática de *insider trading* existe desde 1965. A Lei 4728, artigo 3, delegou ao Banco Central a competência para “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força dos cargos que exerçam, a elas tenham acesso”, não estabelecendo de forma efetiva uma fiscalização e nem determinando, diretamente, a proibição de *Insider trading*. A Resolução 88 dispõe que as empresas, ao se registrarem no Banco Central (BC), deveriam assumir “compromisso formal de revelar prontamente ao público as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembleia Geral em relação a dividendos, a direitos de subscrição ou a outros elementos que pudessem afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão ou influenciar as decisões dos investidores (AGRIZZI, 1989).

Em 1969, a economia brasileira apresentou grande e seguido crescimento do PIB (Produto Interno Bruto), acompanhado da redução da taxa inflacionária. Conseqüentemente, foram estabelecidas medidas de caráter administrativo, tomadas no sentido de tornar mais ampla a fiscalização do BC.

No mesmo ano, as bolsas de valores de todo o país apresentavam aumentos significativos do volume dos negócios e no índice de rentabilidade. O conjunto de medidas adotado pelo governo obteve significado positivo no período de 1970/71, quando houve os efeitos iniciais dos incentivos do Decreto-Lei 157, concretizando uma rápida e contínua alta dos preços e das cotações das ações, além de um aumento do volume negociado nos pregões e balcões.

Em maio de 1971, o mercado apresentou uma fase depressiva por alguns anos. Apesar de todas as medidas legais existentes, foram constatadas diversas fraudes praticadas por administradores e controladores das empresas (AGRIZZI, 1989). Mesmo com os incentivos fiscais que foram tomados, no período de 1974 a 1976, tais medidas só serviram como paliativos.

Com a preocupação de proteger os investidores minoritários em 1976, foi aprovada a Lei 6404/76, que reformulou a relação entre os investidores e o mercado de ações, tornando obrigatória a existência de um Conselho de Administração, e foram completamente reformuladas as condições de funcionamento dessas sociedades, enfatizando-se a relação entre os investidores e o mercado de ações. Dentro desse propósito, estabeleceram-se novas regras de comportamento da sociedade, de seus acionistas controladores e de seus administradores, na tentativa de conscientizá-los de seus deveres e responsabilidades e de reeducá-los, segundo princípios éticos, de forma a serem evitadas manipulações (AGRIZZI, 1989).

No que se refere a casos de *insider trading*, a lei 6404/76 incorporou sua proibição, quando mencionou o dever de guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para o mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir no comportamento das cotações de valores mobiliários, para si ou para outrem vantagem mediante a compra e venda de ações no mercado de capitais brasileiro.

Pelo exposto, no Brasil, há grande preocupação diante ao tema de *insider trading*, que tem objeto de maior monitoramento da CVM, autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda do Brasil. A Lei que criou a CVM (6385/76) e a Lei das Sociedades por Ações (6404/76) diz o foco é: “Disciplinar o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas, assim classificados, as companhias abertas, os intermediários financeiros e os investidores, além de outros cuja atividade gira em torno desse universo principal”.

A CVM tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado. Seu poder normatizador abrange todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários. Com isso, existe uma grande preocupação da CVM para definir *insider trading*. Nos termos da Lei nº 6.404/76, “*insider trading* é qualquer operação realizada por um *insider* com valores mobiliários de emissão da companhia, e em proveito próprio, pessoal”. Convém que se esclareça, desde logo, que não é ilícita, em princípio, uma operação assim realizada pelo *insider*. Somente quando a operação se revestir de determinadas características, é que se constituirá ela um ato ilícito. Quanto a essa caracterização, bem como aos critérios de penalização de seus participantes, as legislações dos países adotam os mais diversos princípios. No Brasil, de acordo com CVM (2013), a

prática de "*insider trading*" acarretará a instauração de um Inquérito Administrativo. A CVM, por ora, uma vez que não há regulamentação específica, poderá instaurar esse inquérito administrativo contra os administradores (diretores e membros do conselho de administração), membros de órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou consultivas e membros do conselho fiscal.

Constatada a infração, a CVM aplicará aos infratores as seguintes penalidades: advertência; multa; suspensão do exercício do cargo de administrador de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores; inabilitação para exercício dos cargos referidos no parágrafo anterior; suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385/76 e cassação da autorização ou registro indicado na alínea anterior. Salienta-se que, no momento, só são aplicáveis as duas primeiras penalidades (advertência e multa), já que as demais só o são em caso de infrações "graves", assim definidas pela CVM, e em casos de reincidência.

Porém, ainda de acordo com CVM (2013), o Direito Brasileiro, por ora, ainda não definiu expressamente o que seja "*insider*".

2.3 PENALIDADES PARA A PRÁTICA DE *INSIDER TRADING*

Em termos judiciais, o prejudicado poderá propor¹:

- Ação Civil

¹ Conforme sítio eletrônico da CVM. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp

a) ação civil contra administradores – conselheiros e diretores, membros de órgãos consultivos e técnicos criados pelo estatuto e conselheiros fiscais, para haver indenização por perdas e danos, em conformidade com o art. 155 da Lei nº 6.404/76;

b) ação civil, para haver perdas e danos, contra quem lhe causou o prejuízo, na forma do art. 159 do Código Civil ou;

c) ação civil para anular a operação, contra quem omitiu dolosamente informações relevantes, no momento da realização da operação (artigos 92 e 94 do Código Civil).

- Ação Criminal

A CVM, depois de concluído o inquérito e de constatado o crime de ação pública, no caso estelionato, deverá oficiar ao Ministério Público para a propositada da ação penal.

Em termos de prova do "*insider trading*", os indícios são elementos da maior relevância para a sua constatação, sendo por meio deles que se presumirá a ocorrência da operação. Deve ser reforçado o aspecto de que, somente com base em indícios que conduzem a presunções, a CVM e os juízes poderão concluir ter havido "*insider trading*" e, conseqüentemente, julgar e legitimamente penalizar os infratores.

As decisões da CVM não são definitivas, sendo passíveis de apreciação pelo Poder Judiciário.

3 METODOLOGIA

A presente pesquisa tem natureza descritiva e foi construída com dados secundários (quantitativos). Foram utilizados como ferramentas para análise dos dados a estatística descritiva e o método dos mínimos quadrados ordinários agrupados (MQOs). Estudos descritivos são estruturadas para medir as características descritas no objetivo de pesquisa. A análise de dados utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários agrupados descreve como determinada característica se comporta ao longo do tempo (HAIR, 2005; MALHOTRA, 2006).

Foram investigadas duas hipóteses para buscar se existe relação entre a variável objeto de pesquisa, o *insider trading*, e os indicadores “valor de mercado” e “rentabilidade” da empresa.

- Hipótese 1: Existência de relação estatisticamente significativa entre o *insider trading* e o Retorno sobre Ativos (ROA);
- Hipótese 2: Existência de relação estatisticamente significativa entre o *insider trading* e o valor da empresa (medido pelo valor médio trimestral da ação);

A amostra utilizada neste estudo é composta por dados trimestrais das 100 empresas mais líquidas listadas na BM&F Bovespa e com registro ativo na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Devido à pouca informação disponível sobre o *insider trading*, foi utilizada uma proxy para o volume de transações efetuado por *insiders* (Técnico Executivo, Diretores, Conselheiros Fiscais, Conselheiros Administrativos e Acionista Controlador), que é a quantidade de compras de ações por esses agentes somada às vendas de ações detidas por eles.

A base de dados foi construída com informações contidas no site da CVM e no software de informações financeiras/contábeis Economática®.

No site da CVM, foram obtidas as informações das transações realizadas pelos *insiders*, que constam no Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais (IPE), um sistema desenvolvido conjuntamente com a BM&F Bovespa, no intuito de facilitar o cumprimento das regras pelas companhias. Por meio do site da CVM, foram coletados os dados referentes às transações por *insiders* por volume transacionado.

No Economática®, foram coletados os seguintes indicadores financeiros e informações contábeis: receita, ativo total, despesas com vendas e administrativas, média trimestral do valor por ação, rentabilidade, volume transacionado de ações e dívida bruta entre o primeiro trimestre de 2007 e o último trimestre de 2011.

Quanto ao método econométrico utilizado, os mínimos quadrados ordinários, é fundamental salientar a importância da ferramenta no fornecimento de resultados estatisticamente confiáveis

Esta dissertação utilizou o artigo “*Aggressive informed trading by corporate executives and shareholder value*”, dos autores Gunny, Ke e Zhang (2009), como base para os modelos estatísticos, com o objetivo de captar a relação entre a variável dependente, variável objeto de estudo, e as variáveis de controle.

Foram elaborados quatro modelos para que fosse possível verificar a existência de uma relação estatisticamente significativa entre *insider trading* e: Retorno sobre Ativos (ROA), na hipótese 1; e média trimestral do valor da ação, na

hipótese 2. As equações que representam cada um dos quatro modelos propostos são explicitadas logo abaixo:

$$(1) \text{ Retorno sobre Ativos }_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * (\text{Volume de Transações por } \textit{Insider} / \text{Volume de Transações})_{i,t} + \beta_2 * (\text{Receita Bruta} / \text{Ativo Total})_{i,t} + \beta_3 * (\text{Dívida} / \text{Ativo Total})_{i,t} + \beta_4 * (\text{Despesa com Vendas} / \text{Ativo Total})_{i,t} + \beta_5 * \text{Tamanho} + \varepsilon;$$

$$(2) \text{ Média Trimestral do Valor por Ação }_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * (\text{Volume de Transações por } \textit{Insider} / \text{Volume de Transações})_{i,t} + \beta_2 * (\text{Receita Bruta} / \text{Ativo Total})_{i,t} + \beta_3 * (\text{Dívida} / \text{Ativo Total})_{i,t} + \beta_4 * (\text{Despesa com Vendas} / \text{Ativo Total})_{i,t} + \beta_5 * \text{Tamanho} + \varepsilon;$$

Em que:

- Retorno sobre Ativos $_{i,t+1}$: Retorno sobre Ativos, ROA, da empresa i no período $t+1$;
- Média Trimestral do Valor por Ação $_{i,t+1}$: média das cotações diárias do trimestre da empresa i no período $t+1$;
- $(\text{Volume de Transações por } \textit{Insider} / \text{Volume de Transações})_{i,t}$: razão do volume de transações efetuados por *insider* pelo volume de transações da empresa i no período t
- $(\text{Receita Bruta} / \text{Ativo Total})_{i,t}$: razão da receita bruta pelo ativo total da empresa i no período t ;
- $(\text{Dívida} / \text{Ativo Total})_{i,t}$: razão da dívida bruta pelo ativo total da empresa i no período t ;
- $(\text{Despesa com Vendas} / \text{Ativo Total})_{i,t}$: razão das despesas com vendas pelo ativo total da empresa i no período t ;
- Tamanho $_{i,t}$: logaritmo natural do ativo total da empresa i no período t .

Com o objetivo de verificar a relação entre o *insider trading* e as variáveis dependentes dos modelos estatísticos supracitados, foram segmentadas as diversas formas de *insider trading* (conselheiro de administração, conselheiro fiscal, acionista controlador, técnico executivo e diretores), de forma a identificar como cada um dos agentes econômicos afetam as variáveis dependentes.

$$(3) \text{ Retorno sobre Ativos}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Conselheiro de Administração}_{i,t} + \beta_2 * \text{Conselheiro Fiscal}_{i,t} + \beta_3 * \text{Acionista Controlador}_{i,t} + \beta_4 * \text{Técnico Executivo}_{i,t} + \beta_5 * \text{Diretores}_{i,t} + \beta_6 * (\text{Receita Bruta / Ativo Total})_{i,t} + \beta_7 * (\text{Dívida / Ativo Total})_{i,t} + \beta_8 * (\text{Despesa com Vendas / Ativo Total})_{i,t} + \beta_9 * \text{Tamanho} + \varepsilon;$$

$$(4) \text{ Média Trimestral do Valor por Ação}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Conselheiro de Administração}_{i,t} + \beta_2 * \text{Conselheiro Fiscal}_{i,t} + \beta_3 * \text{Acionista Controlador}_{i,t} + \beta_4 * \text{Técnico Executivo}_{i,t} + \beta_5 * \text{Diretores}_{i,t} + \beta_6 * (\text{Receita Bruta / Ativo Total})_{i,t} + \beta_7 * (\text{Dívida / Ativo Total})_{i,t} + \beta_8 * (\text{Despesa com Vendas / Ativo Total})_{i,t} + \beta_9 * \text{Tamanho} + \varepsilon;$$

Em que:

- $\text{Conselheiro de Administração}_{i,t}$, $\text{Conselheiro Fiscal}_{i,t}$, $\text{Acionista Controlador}_{i,t}$, $\text{Técnico Executivo}_{i,t}$ e $\text{Diretores}_{i,t}$: volume de ações da empresa i à qual pertencem cada dos agentes citados no período t .

Foram utilizados como variáveis de controle receita bruta por ativo total, dívida por ativo total, despesa com vendas por ativo total e tamanho da empresa, com o objetivo de reduzir um eventual viés presente nos modelos econométricos.

3.1 DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS:

O Retorno Sobre Ativo (ROA), é definido pela razão entre lucro líquido e ativo total da empresa no início do exercício. O ROA é um indicador para mensurar a rentabilidade (WENERCK et al., 2010).

$$ROA = \text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total} \quad (5)$$

A média trimestral do VPA é definida como a média das cotações diárias do trimestre pelo número de ações da empresa.

As transações por *insider* por volume transacionado são apresentadas, nesta pesquisa, como uma *proxy* para mensurar a ação do *insider trading*. Foi coletada na página da CVM, por meio do formulário do IPE.

$$\text{Transações por Insider por Volume Transacionado} = (\text{Total de Compras por Insiders} + \text{Total de Vendas por Insiders}) / \text{Volume Total Transacionado} \quad (6)$$

Receita bruta é o valor monetário, em determinado período, da produção de bens e serviços da entidade (IUDICIBUS, 2000).

Nesta dissertação, a receita bruta foi dividida pelo ativo total para que o tamanho da empresa não gerasse uma distorção e para que fosse possível comparar empresas de portes diferentes.

$$\text{Receita Bruta por Ativo Total} = \text{Receita Bruta} / \text{Ativo Total} \quad (7)$$

Dívida (DV), conforme Iudícibus (2000), é definida como sendo a soma do total dos empréstimos e financiamentos de longo e curto prazo.

$$DV = (\text{Empréstimos de Longo Prazo} + \text{Empréstimos de Curto Prazo} + \text{Financiamentos de Longo Prazo} + \text{Financiamentos de Curto Prazo}) / \text{Ativo Total} \quad (8)$$

Despesas com Vendas, DESV, são calculadas por meio da razão entre as despesas com vendas e o ativo total.

$$DESV = \text{Despesa com Vendas} / \text{Ativo Total} \quad (9)$$

O tamanho da empresa é utilizado para controlar os resultados pelo porte da firma. Para normalizar a distribuição das amostras, foi aplicado o logaritmo natural sobre o ativo total.

$$\text{Tamanho} = \text{Ln} (\text{Ativo Total}) \quad (10)$$

4 RESULTADOS

Para realizar a análise das variáveis de estudo, é necessário entender como elas estão distribuídas na base de dados e, então, realizar as estimações necessárias, de forma a investigar a existência de uma relação entre o *insider trading* e o retorno e/ou valor da empresa.

Na Tabela 1, estão as estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas neste trabalho. Essa descrição contém: número de observações, média, desvio-padrão, mínimo e máximo, de cada uma das variáveis.

As transações por *insider* por volume transacionado total apresentam média de 0,03, com desvio-padrão de 0,11. As transações por *insider* por volume transacionado total obtiveram o ponto máximo, no período, de 0,99, integralmente efetuado pelo Conselho Administrativo da empresa. O valor mínimo foi zero, ou seja, nenhuma negociação efetuada por *insider*.

Tabela 1 - Estatística Descritiva

Variável	Obs.	Média	Desvio- padrão	Mín.	Máx.
Retorno sobre Ativos	1760	1,51	3,82	-63,39	42,38
Média Trimestral do Valor por Ação	1733	14,98	12,97	0,00	113,17
Transações por Insider / Volume Transacionado					
Total	1858	0,03	0,11	0,00	0,99
Conselho Adm.	1858	0,01	0,06	0,00	0,99
Diretoria	1858	0,00	0,02	0,00	0,46
Conselho Fiscal	1858	0,00	0,05	0,00	0,98
Acionista Controlador	1858	0,02	0,07	0,00	0,85
Técnico Executivo	1858	0,00	0,00	0,00	0,15
Tamanho	1850	22,18	1,73	16,49	27,60
Receita Bruta / Ativo total	1683	0,19	0,13	0,00	1,12
Desp. Vendas / Ativo Total	1683	0,02	0,03	0,00	0,27
Dívida / Ativo Total	1694	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Elaborada pelo autor

As variáveis dependentes ROA e média trimestral do VPA estão distribuídas da seguinte forma:

O ROA apresentou uma média de 1,51, desvio-padrão de 3,82, máximo de 42,38 e um mínimo de -63,39.

A média trimestral do VPA possui média de 14,98, desvio-padrão de 12,97, máximo de 113,17 e mínimo de 0,00.

Já as variáveis de controle: tamanho, receita bruta por ativo total, despesa com vendas por ativo total e dívida por ativo total estão distribuídos da seguinte forma:

O tamanho tem média 22,18, desvio-padrão 1,73, mínimo de 16,49 e máximo de 27,60; a receita bruta por ativo total tem média 0,19, desvio-padrão 0,13, mínimo de zero e máximo de 1,12; A despesa com vendas por ativo total apresenta média 0,02, desvio-padrão 0,03, mínimo zero e máximo de 0,27; a dívida por ativo total possui média 0,00, desvio-padrão 0,00, mínimo zero e máximo de 0,00.

Foram mensuradas e testadas também as correlações entre as variáveis, com o objetivo de entender como as mesmas se comportam quando comparadas duas a duas. Para isso, foram medidas as correlações entre cada uma das variáveis (TABELA 2) e foi utilizado o indicador Rho-Spearman para testar se são estatisticamente significantes estas correlações.

A variável dependente ROA apresenta correlação estatisticamente significativa com as variáveis de estudo: conselho de administração, diretoria e acionista controlador. Já a variável dependente média trimestral do Valor por Ação

apresenta correlação estatisticamente significativa para o total de transações por *insider* por volume transacionado.

TABELA 2 – CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

	Retorno sobre Ativos	Média Trimestral do Valor por Ação	Conselho Adm	Diretoria	Conselho Fiscal	Acionista Controlador	Técnico Executivo	Total	Tamanho	Receita Bruta / Ativo total	Desp Vendas / Receita Bruta	Dívida / Ativo Total
Retorno sobre Ativos	1											
Média Trimestral do Valor por Ação	0,132 ***	1										
Conselho Adm	-0,050 **	-0,155 ***	1									
Diretoria	0,152 ***	-0,018	0,245 ***	1								
Conselho Fiscal	-0,011	-0,037	0,028	-0,015	1							
Acionista Controlador	-0,052 **	0,01	0,031	0,127 ***	0,127 ***	1						
Técnico Executivo	0,014	0,033	0,041	0,104 ***	0,135 ***	0,106 ***	1					
Total	-0,022	-0,154 ***	0,563 ***	0,537 ***	0,144 ***	0,569 ***	0,129 ***	1				
Tamanho	-0,048 *	0,354 ***	-0,091 ***	-0,108 ***	0,171 ***	0,010	0,136 ***	-0,159 ***	1			
Receita Bruta / Ativo total	0,239 ***	0,011	0,07 ***	0,138 ***	-0,021	-0,084 ***	0,035	0,096 ***	-0,329 ***	1		
Desp Vendas / Receita Bruta	0,159 ***	0,001	0,060 **	0,180 ***	-0,070 ***	-0,072 ***	-0,090 ***	0,089 ***	-0,261 ***	0,584 ***	1	
Dívida / Ativo Total	-0,278 ***	-0,001	0,024	-0,018	-0,014	0,043 *	0,056 **	0,006	0,094 ***	-0,025	-0,035	1

OBS.: ***, ** e * correspondem a 1%, 5% e 10% de significância estatística. Foi feito o teste rho-spearman para testar se a correlação era estatisticamente significativa entre as variáveis.

Fonte: Elaborada pelo autor

Os resultados da regressão por mínimos quadrados ordinários, para os modelos 1 e 2, estão dispostos na Tabela 3. É possível aferir que não há relação estatisticamente significativa entre transações por *insider* por volume transacionado e a variável dependente ROA. Portanto, o *insider trading* não gera quaisquer alterações que sejam possíveis de se aferir estatisticamente.

Entretanto, no modelo (2), em que a variável dependente é a média trimestral do Valor por Ação (VPA), é possível afirmar que há indícios de que existe relação estatisticamente significativa entre transações por *insider* por volume transacionado e a variável dependente. A relação é negativa, logo, quanto maior for a razão de transações por *insider*, menor será o valor médio da empresa.

TABELA 3 - Resultado das Regressões em Painel com Efeito Fixo

	Variável Dependente:	Retorno sobre Ativo (1)	Média Trimestral do Valor por Ação (2)
Variáveis Independentes	Transações por <i>Insider</i> / Volume Transacionado	0,0310 (1,0283)	-4,1337 ** (2,0218)
	Tamanho	0,0389 (0,2630)	2,2122 *** (0,5132)
	Receita / Ativo Total	4,6746 *** (1,7520)	8,2433 ** (3,4225)
	Desp. Vendas / Ativo Total	-57,5926 *** (11,0178)	-33,3814 (21,5633)
	Dívida / Ativo Total	-6844,596 *** (1131,325)	-9517,139 *** (2204,657)
	Constante	2,9818 (5,8522)	-31,814 *** (11,428)

OBS.: ***, ** e * correspondem a 1%, 5% e 10% de significância estatística. Painel de controle para efeito fixo. Desvios-padrão estão entre parênteses.

Fonte: Elaborada pelo autor

As equações seguintes discriminam diferentes tipos de agentes econômicos de acordo com as transações por *insider* por volume transacionado total, de forma a

verificar se algum deles afeta significativamente o retorno ou o valor da empresa. Na Tabela 4, verifica-se essa estimação.

Na Tabela 4, há indícios de que os agentes que realizam transações por *insider* por volume transacionado total não afetam significativamente as variáveis dependentes, separadamente.

As variáveis estatisticamente significantes foram as mesmas verificadas nos modelos anteriores. Provavelmente, isso deve ao fato de que a soma do volumes transacionados pelos agentes econômicos é igual ao montante de transações por *insider* por volume transacionado total, logo, não alterando significativamente os testes para aferição da significância estatística das variáveis.

TABELA 4 - Resultado das Regressões em Painel com Efeito Fixo

		Variável dependente:	Retorno sobre Ativo (3)	Média Trimestral do Valor por Ação (4)
Variáveis Independentes:	Transações por Insider / Volume Transacionado	Conselheiro Adm.	-1.016 (2.0727)	-2.9533 (4.0509)
		Diretoria	-0.5278 4.388	-13.1639 (8.5615)
		Conselheiro Fiscal	-23.1374 (26.3644)	-168,2653 (175.1657)
		Acionista Controlador	0.6234 (1.2641)	-3.7392 (2.47)
		Técnico Executivo	1.0214 (20.0894)	-5.1906 (39.0082)
	Controles	Tamanho	0.027 (0.2638)	2.2244 *** (0.5143)
		Receita / Ativo Total	4.6645 *** (1.7541)	8.1204 ** (3.4274)
		Desp. Vendas / Ativo Total	-58.1563 *** (11.0647)	-32.244 (21.645)
		Dívida / Ativo Total	-6794.799 *** (1135.016)	-9554.957 *** (2211.027)
		Constante	3.2507 (5.8692)	-32.04811 *** (11.4544)

OBS.: ***, ** e * correspondem a 1%, 5% e 10% de significância estatística. Painel de controle para efeito fixo. Desvios-padrão estão entre parênteses.

Fonte: Elaborada pelo autor

5 CONCLUSÃO

Este trabalho utilizou duas bases de dados, Economatica® e IPE-CVM, para investigar a existência de uma possível relação entre o *insider trading*, representado pela *proxy* transações por *insider* por volume transacionado total, e a rentabilidade e o valor de mercado de empresas brasileiras de capital aberto. Foi gerado um modelo de mínimos quadrados ordinários agrupados por efeito fixo, controlado por características da firma. Os resultados indicaram que não há relação estatisticamente significativa entre o *insider trading* e a rentabilidade, entretanto há evidências da existência de uma relação estatisticamente significativa e negativa com a média trimestral do Valor por Ação (VPA).

Esta relação negativa entre a média trimestral do Valor por Ação e a variável de estudo total transações por *insider* por volume transacionado pode indicar que os *insiders* atuam, principalmente, quando há indícios de que a organização está prestes a apresentar uma notícia ruim para o mercado de capitais, notícia esta que poderá gerar uma redução no valor das ações.

Verificou-se ainda se há associação entre diferentes grupos de agentes econômicos e transações por *insider* por volume transacionado total, mas nenhum dos agentes possui relação estatisticamente significativa com as variáveis dependentes. Portanto, há indícios de que apenas os agentes, conjuntamente, conseguem alterar o valor médio das ações. Este resultado está em linha com os comentários de Gunny; Ke; Zhang (2009), Bebchuk & Cohen (2005) e Bebchuk & Weisbach (2010).

Para futuras pesquisas relacionada ao tema, seria oportuna uma análise do mercado de capitais de outros países, de forma a buscar se há indícios de existência de uma relação linear ou não linear entre *insider trading* e rentabilidade e valor da empresa.

6 REFERÊNCIAS

AGRIZZI, D. A. **Uma análise comparada das experiências de regulação do mercado de capitais** - os casos do Brasil, Inglaterra, Estados Unidos, França e Japão. Dissertação de Mestrado. FGV, São Paulo, 1989.

AIER, J. K. Insider trading in lossfirms. **Advances in Accounting**, 2013.

AKERLOF, G. A. The Market for “Lemons”: Quality, uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, 1970

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

ASSESSORIA de Comunicação da Procuradoria da República de São Paulo 11-3269-5068. Denúncia pelo MPF/SP do primeiro caso de *insider trading* no País. Disponível em: http://noticias.pgr.mpf.mp.br/noticias/noticias-do-site/copy_of_criminal/06-05-09-mpf-sp-oferece-primeira-denuncia-de-insider-trading-no-brasil/. Acesso em 03/08/2013.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **Informação e documentação - apresentação de citações em documentos**: NBR 10520. Rio de Janeiro, 2002.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting numbers. **Journal of Accounting Research**. Chicago, v.7, Autumm, 1968.

BARTH, M.; BEAVER, W.; LANDSMAN, W. The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. **JAE Rochester Conference April 2000**, 2001.

BEAVER, W. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**. Chicago, v. 6, Suplemento, 1968.

BAGEHOT, W. **Lombard Street**: a description of the money market. New York: John Wiley & Sons, 1999.

BEBCHUK, L. A.; COHEN, A. The costs of entrenched boards. **Journal of Financial Economics**, v. 78, n. 2, p. 409-433, 2005.

BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The state of corporate governance research. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 939-961, 2010.

BENY, L.N. A comparative empirical investigation of agency and Market theories of insider trading. John M. Olin **Center form Law & Economics**, Research Paper, 2004.

BM&FBOVESPA. Descrição da variável Retorno Bovespa. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBOVESPA&Idioma=pt-BR>. Acesso em 20/07/2013.

_____. Classificação Setorial das Empresas. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/consultas/classificacao-setorial.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 20/07/2013.

BOWEN, R. M.; RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. **Accounting Discretion, Corporate Governance, and Firm Performance**. Contemporary Accounting Research, v. 25, n. 2, p. 351-405, 2008.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo, Atlas, 2008.

Caso de Insider Trading na Gol. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2011/rordinario/inqueritos/IA%2019-09%20GOL.asp>. Acesso em 29/07/2013

CERVO, A.L; BERVIAN, P. A; SILVA, R. **Metodologia científica**. 6.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

Classificação Setorial de Empresas. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/CiasListadas/consultas/classificacao-setorial.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 22/07/2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS–CVM. Instrução CVM n 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em <[http:// www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 16/06/2013.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance. **Journal of financial economics**, v. 51, n. 3, p. 371-406, 1999.

DAHER, W.; KARAM, F.; MIRMAN, L. J. *Insider trading* with different market structures. **International Review of Economics & Finance**, v. 24, p. 143-154, 2012.

EBRAHIM, A. Board of Directors Monitoring of CEO *Insider trading*: Before and After the **Sarbanes-Oxley Act**. 2012.

FIDRMUC, J. P.; GOERGEN, M.; RENNEBOOG, L. Insider trading, news releases, and ownership concentration. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 6, p. 2931-2973, 2006.

GALDI, F. C. **Estratégias de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso?**. 2008. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo (USP). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA).

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

GREENE, W. H. *Econometric Analysis*. 5ª edição. New York: **Prentice Hall**, 2008. p. 80 a 83.

GROSSMAN, S. J.; STIGLITZ, J.E. On the impossibility of informationally efficient markets. **The American Economic Review**, v.70, i.3, p.393-408, June, 1980.

GUNNY, K.; KE, B.; ZHANG, T. Aggressive informed trading by corporate executives and shareholder value. Disponível em **SSRN 1130688**, 2009.

HAIR JR, J. F., BABIN, B., MONEY, A. H., & SAMOUEL, P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HEALY, P; PALEPU, K.; Information Asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**. 2001.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDAS, M. F. V. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

JAFFE, J. F. Special information and *insider trading*. **The Journal of Business**, v. 47, n. 3, p. 410-428, 1974.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada**. Trad. Laura Bocco. 4a. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para as ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007

MPF-PGR. Disponível em: http://noticias.pgr.mpf.mp.br/noticias/noticias-do-site/copy_of_criminal/18-02-11-2013-ex-executivos-da-sadia-sao-os-primeiros-condenados-por-insider-trading-no-brasil/?searchterm=sadia. Acesso em 11/08/2013.

MOURA, H. H. A. F.; SÁ, P. F. de. **Uma análise do disclosure e do insider trading no Brasil**. 1979. 180 f. Dissertação (Mestrado)-Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Ciências Jurídicas, 1979

OLIVEIRA, Silvio L. **Tratado de metodologia científica**. São Paulo: Pioneira, 2001.

PALEPU, Krishna; HEALY, Paul. The fall of Enron. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 2, 2003.

PEREZ, M. M.; FAMA, R. **Ativos intangíveis e o desempenho empresarial**. *Rev. contab. finanç.* [online]. 2006, vol.17, n.40, pp. 7-24. ISSN 1808-057X.

PIOTROSKI, J. D.; ROULSTONE, D. T. Do insider trades reflect both contrarian beliefs and superior knowledge about future cash flow realizations? **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 1, p. 55-81, 2005.

PROENÇA, J.M.M. **Insider trading – Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora QuartierLatin, 2005.

ROCHMAN, Ricardo Ratner; EID JR, William. *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 Pós graduação em Economia [Brazilian Association of Graduate Programs in Economics], 2006.

ROGOFF, Donald L. THE FORECASTING PROPERTIES OF *INSIDERS' TRANSACTIONS**. **The Journal of Finance**, v. 19, n. 4, p. 697-698, 1964.

SOUSA, N. A.; PINHO, R. M. **Uma Análise do Equity Value to Book com Performance de Carteiras**. Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, 2008.

TELDER, Andrade Lage. **O Insider trading: O alcance da proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais e a responsabilidade do insider**. Dissertação de Mestrado. Nova Lima, 2011.

WERNECK, M. A.; NOSSA, V.; LOPES, A. B.; TEIXEIRA, A. J. C. Estratégia de investimentos baseada em informações contábeis: modelo residual income evaluation – ohlson versus r-score – Piotroski, **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 3, n. 2, p. 141-164, 2010.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10ª.ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. Pioneira Thomson Learning, 2006.