

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL DOUTORADO

ANA FLÁVIA ALBUQUERQUE VENTURA

DETERMINANTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA QUE MITIGAM OS
INDÍCIOS DO *INSIDER TRADING* OPORTUNISTA

Porto Alegre

2023

ANA FLÁVIA ALBUQUERQUE VENTURA

**DETERMINANTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA QUE MITIGAM OS
INDÍCIOS DO *INSIDER TRADING* OPORTUNISTA**

Tese apresentada como requisito parcial para
obtenção do título de Doutora em Ciências
Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação
em Ciências Contábeis da Universidade do
Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt
Coorientadora: Prof.^a Dra. Clea Beatriz Macagnan

Porto Alegre
2023

V469d

Ventura, Ana Flávia Albuquerque.

Determinantes da governança corporativa que mitigam os indícios do insider trading oportunista / por Ana Flávia Albuquerque Ventura. – 2023.

92 f. : il. ; 30 cm.

Tese (doutorado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Porto Alegre, RS, 2023.

Orientador: Dr. Roberto Frota Decourt.

Coorientadora: Dra. Clea Beatriz Macagnan.

1. Assimetria informacional. 2. Comportamento oportunista. 3. Insider trading oportunista. 4. Governança corporativa. 5. Mercado de capitais. I. Título.

CDU: 657.05:336.76

FOLHA DE APROVAÇÃO

ANA FLÁVIA ALBUQUERQUE VENTURA

A banca examinadora que consta a seguir aprovou a tese intitulada: Determinantes da Governança Corporativa que Mitigam os Indícios do *Insider Trading* Oportunista.

Prof. Dr. Roberto Frota Decourt – Orientador (UNISINOS)

Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan – Coorientadora (UNISINOS)

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura (MACKENZIE)

Prof. Dr. Orleans da Silva Martins (UFPB)

Prof. Dr. Clóvis Antônio Kronbauer (UNISINOS)

Prof. Dr. João Zani (UNISINOS)

*Dedico este trabalho ao meu filho Luiz Rafael
por todo período que deixei de brincar com ele
e por todas as vezes que pedi para não fazer
barulho.*

*Também dedico ao meu marido, Raul, meu
companheiro de vida. Sem ele eu não teria
conseguido chegar até aqui.
Amo vocês!*

AGRADECIMENTOS

Realizar um doutorado é uma tarefa difícil. Porém, enfrentar essa jornada junto ao meu marido, em um Estado distante da família, com uma criança pequena e dois pugs – sendo que a fêmea faleceu apenas duas semanas antes da submissão do projeto de tese-, e tudo isso no meio de uma pandemia, trouxe desafios significativos. Por isso, sou grata a Deus por me ter concedido força e determinação, e por ter colocado pessoas maravilhosas em meu caminho que me apoiaram ao longo dessa trajetória.

Dentre essas pessoas, gostaria de destacar meu orientador e amigo, Prof. Dr. Roberto, por me ensinar que a orientação vai além da mera instrução. Obrigada por me ouvir e me apoiar quando eu mais precisei. Tenho imenso orgulho de ter sido sua orientanda, pois o Sr. me mostrou que conhecimento e humildade podem coexistir harmoniosamente.

À minha coorientadora, Profa. Dra. Clea, que me chamou para morar em Porto Alegre. Tenho certeza de que Deus a utilizou para esse chamado. Muito obrigada por todo cuidado que teve conosco durante esse período e pelos ensinamentos teóricos, que foram um divisor de águas no curso do doutorado.

Aos professores doutores Clóvis, Cristiano, Nakamura, Orleans e Zani, por terem dado ótimas contribuições para a melhoria desta pesquisa.

Aos demais professores do PPGCC da Unisinos, Clóvis, Ernani, André e Alexsandro, em especial, os professores Cristiano e Tiago, que sempre conversavam comigo e Raul no Bloco B, cujos assuntos sempre contribuíam para a evolução desta pesquisa.

Aos colaboradores da Unisinos, em especial, o pessoal da Biblioteca, pois, pela minha frequência no ambiente de estudos no Bloco B, resultou em uma amizade.

Aos queridos colegas do doutorado, Luiz Marcelo, Mauro, Jandeson, Auris, Nicácio, Gianinni, Moisés, Rafael, Saulo, Sócrates, Tavares e meu marido Raul, pelo compartilhamento de dificuldades, mas principalmente de alegrias. Realmente, a caminhada ficou mais leve com vocês.

Aos integrantes do grupo de pesquisa Governança pela parceria e contribuições recebidas para a melhoria desta tese, em especial aos amigos e colegas com quem eu tive uma maior convivência Letícia, Carol, Ângela, Cassandra, Leandro, Paulo, Juliana, Rodrigo e o querido Prof. Rocha Armada.

À UFCG, que concedeu meu afastamento, permitindo que eu pudesse me dedicar integralmente ao curso do doutorado. Como também, por ter proporcionado a utilização da base de dados Comdinheiro.

À UFPB, que permitiu a utilização da base de dados Refinitiv todas as vezes em que precisei.

Às amigas que fiz aqui em Porto Alegre, Amaranta, Dani, Marcela, Myrna, Priscila e Sabrina, que não só tornaram meus dias mais leves, como também, me deram muito suporte com meu filho, para que eu pudesse me dedicar a esta tese.

Aos meus irmãos, Luiz Flávio e Luciana, por cuidarem dos meus pais, dando-me tranquilidade para me dedicar ao doutorado, e por todo o carinho recebido.

Aos meus pais, Adailton e Maria de Fátima, por todas as orações e por todo o amor recebido. Obrigada por me ensinarem a ser resiliente e por terem acreditado que eu seria capaz de vencer os desafios. Olha aonde cheguei!

Ao meu filho, Luiz Rafael, que no início do doutorado só tinha dois anos e cresceu ouvindo que precisava brincar sem fazer barulho, porque os pais precisavam estudar. Muito obrigada por todo o amor que você me dá e por ser esse menino tão compreensivo, amável e carinhoso.

Por fim, mas não menos importante, agradeço ao meu companheiro de vida e companheiro de turma do doutorado, meu marido Raul. Coursar esse doutorado juntos foi, em muitas vezes, difícil, mas na maioria do tempo o nosso amor e companheirismo prevaleceu. Obrigada por toda ajuda, apoio e incentivo. Sem sua ajuda eu não teria conseguido. Te amo!

“O sonho é que leva a gente pra frente. Se a gente for seguir a razão, fica quietado, acomodado.”

“Tenho duas armas para lutar contra o desespero, a tristeza e até a morte: o riso a cavalo e o galope do sonho. É com isso que enfrento essa dura e fascinante tarefa de viver.”

Ariano Suassuna

RESUMO

Os prejuízos causados pelas ocorrências de *insider trading* oportunistas são prejudiciais aos investidores que não possuem acesso às informações privilegiadas, aumentando o risco em relação ao seu investimento, como também, são danosos à firma. Nesse sentido, é necessário mitigar essas atitudes oportunistas por meio de uma governança corporativa de qualidade e atuante. Dessa forma, esta pesquisa visa analisar quais são os determinantes da governança corporativa que mitigam os indícios de *insider trading* oportunista à luz dos pressupostos da assimetria informacional e do comportamento oportunista. Para isso, a população da amostra do estudo consistiu em todas as firmas listadas na [B]³, entre os períodos contínuos de 2010 a 2021, totalizando um período de 12 anos. Por meio das análises de dados em painel desbalanceado com efeitos fixos, foi constatado que um monitoramento mais rigoroso, evidenciado pelo aumento da presença feminina no Conselho de Administração, a existência de um Conselho Fiscal e um Comitê de Auditoria mais robusto, juntamente com maior transparência na divulgação de informações pelas firmas por meio de analistas, têm a capacidade de diminuir os indícios do *insider trading* oportunista. Adicionalmente, os resultados indicaram que, além do fortalecimento do monitoramento e da transparência para mitigar a assimetria informacional e o oportunismo, os *insiders* também demonstram preocupação, como a boa reputação (REPB), medida pelo score ESG, e a atenção da mídia, representada pelo tamanho da firma, apresentaram uma relação negativa com os indícios de *insider trading* oportunista. Esse achado corrobora com a literatura que sugere que o comportamento, através da valorização da reputação, pode funcionar como um mecanismo informal contra o oportunismo. Por outro lado, variáveis que indicam traços de oportunismo nas firmas revelaram uma relação positiva com os indícios de *insider trading* oportunista. Além disso, alta volatilidade pode indicar transações baseadas em informações não divulgadas. Assim, a hipótese da pesquisa foi confirmada e os resultados concordam com os estudos anteriores. No contexto geral, os resultados deste estudo oferecem contribuições relevantes para a literatura e o mercado. Além de ressaltar a importância do aumento do monitoramento e da transparência para mitigar indícios de *insider trading* oportunista, esta pesquisa inova ao mostrar que mecanismos informais de imposição, como pressionar *insiders* a adotar condutas éticas para evitar impactos negativos no mercado e na sociedade, podem também reduzir esses indícios. Portanto, considerando a relevância do mercado acionário brasileiro na América Latina e suas características distintas, esta tese contribui ao incorporar a perspectiva comportamental dos *insiders* e enfatizar quais aspectos da governança corporativa podem mitigar a motivação para a realização de negociações com informações privilegiadas.

Palavras-Chave: Assimetria Informacional; Comportamento Oportunista; *Insider Trading* Oportunista; Governança Corporativa.

ABSTRACT

The losses caused by occurrences of opportunistic insider trading are detrimental to investors who lack access to privileged information, increasing the risk related to their investment, as well as being harmful to the firm. In this regard, it is necessary to mitigate these opportunistic behaviors through effective and active corporate governance. Therefore, this research aims to analyze the determinants of corporate governance that mitigate indications of opportunistic insider trading in light of the assumptions of informational asymmetry and opportunistic behavior. To achieve this, the study's sample population consisted of all firms listed on [B]3, between the continuous periods of 2010 to 2021, totaling a 12-year period. Through the analysis of unbalanced panel data with fixed effects, it was found that stricter monitoring, demonstrated by an increased presence of women on the Board of Directors, the existence of an Audit Committee, and a more robust Supervisory Board, along with greater transparency in firms' information disclosure through analysts, have the ability to reduce indications of opportunistic insider trading. Additionally, the results indicated that, in addition to strengthening monitoring and transparency to mitigate informational asymmetry and opportunism, insiders also demonstrate concern. Variables reflecting this concern, such as a good reputation (REPB), measured by ESG scores, and media attention, represented by firm size, showed a negative relationship with indications of opportunistic insider trading. This finding aligns with the literature suggesting that behavior, through valuing reputation, can function as an informal mechanism against opportunism. On the other hand, variables indicating signs of opportunism within firms revealed a positive relationship with indications of opportunistic insider trading. Furthermore, high volatility can indicate transactions based on undisclosed information. Thus, the research hypothesis was confirmed, and the results are consistent with previous studies. In the overall context, the findings of this study provide relevant contributions to the literature and the market. In addition to emphasizing the importance of increased monitoring and transparency to mitigate indications of opportunistic insider trading, this research innovates by showing that informal enforcement mechanisms, such as pressuring insiders to adopt ethical conduct to avoid negative impacts on the market and society, can also reduce these indications. Therefore, considering the significance of the Brazilian stock market in Latin America and its distinct characteristics, this thesis contributes by incorporating the behavioral perspective of insiders and highlighting which aspects of corporate governance can mitigate motivation for engaging in privileged information negotiations.

Keywords: Informational Asymmetry; Opportunistic Behavior; Opportunistic Insider Trading; Corporate Governance.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Emissões no Mercado de Capitais.....	13
Figura 1 – Desenho da Tese.....	18
Figura 2 – Ilustração da Teoria.....	25

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Definição das variáveis estudadas na pesquisa.....	47
Quadro 2 – Resumo da revisão empírica.....	87

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Critérios para exclusão de firmas da amostra.....	43
Tabela 2 – Análise descritiva da amostra. 2010-2021.....	56
Tabela 3 – Matriz de Correlação de Pearson. 2010-2021.....	59
Tabela 4 – Resultados dos testes de especificação para dados em painel.....	60
Tabela 5 – Resultado da estimação dos aspectos da governança corporativa que mitigam os indícios de insider trading oportunista por meio do Painel com Efeitos Fixos. 2010-2021.....	61
Tabela 6 – Resultado do teste de robustez por meio do Painel com Efeitos Fixos. 2010-2021.....	67

LISTA DE SIGLAS

AIV	Volatilidade Idiossincrática Anormal
Anbima	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
[B] ³	Brasil, Bolsa, Balcão
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CFO	Diretor Financeiro
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
EUA	Estados Unidos da América
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBRX	Índice Brasil
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
PIN	Probabilidade de Negociação com Informação Privilegiada
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
TCT	Teoria dos Custos de Transação

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA	6
1.2	CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA	8
1.3	OBJETIVO DA PESQUISA	12
1.4	JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA	12
1.5	TESE PROPOSTA	17
1.6	DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	19
1.7	ESTRUTURA DA TESE	20
2	REVISÃO DA LITERATURA	21
2.1	ASSIMETRIA INFORMACIONAL E OPORTUNISMO	21
2.2	<i>INSIDER TRADING</i> OPORTUNISTA	25
2.3	GOVERNANÇA CORPORATIVA	30
2.4	DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DA PESQUISA	37
3	METODOLOGIA	43
3.1	POPULAÇÃO E AMOSTRA	43
3.2	BASE DE DADOS	44
3.3	MODELO ECONOMETRICO	44
3.4	VARIÁVEIS DO ESTUDO	46
3.4.1	Variável Dependente	49
3.4.2	Variáveis Independentes	51
3.4.3	Variáveis de Controle	53
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	56
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA E CORRELACIONAL	56
4.2	ANÁLISE DA REGRESSÃO	60
5	VERIFICAÇÕES DE ROBUSTEZ	66
5.1	SUBSTITUIÇÃO DA AIV PELA REPUBLICAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES	66
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	69
	REFERÊNCIAS	72
	APÊNDICE A – REVISÃO EMPÍRICA	88

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo apresenta-se a contextualização do tema da pesquisa, o problema e o objetivo. Na sequência têm-se a justificativa e a relevância da pesquisa, a delimitação do tema e, por fim, a estrutura da tese.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

O *insider* configura-se por um integrante de uma firma ou alguém que tenha contato com ele, por meio de relações familiares, de amizade ou de proximidade geográfica, entre outras possibilidades, cujo relacionamento facilita o acesso à informação ainda não divulgada ao mercado. A assimetria de informação entre a firma e o mercado, produz uma janela temporal que possibilita ao *insider*, detentor de informação privilegiada, a obtenção de vantagem informacional, em termos de compra ou de venda de ações em relação aos investidores que não possuem a informação (AKERLOF, 1970; MEULBROEK, 1992; AHERN, 2017; ROSENFELD, 2018; TONINDANDEL; DECOURT, 2020; CONTRERAS; MARCET, 2021). Nesse contexto, o detentor da informação, favorável ou desfavorável à valorização das ações da firma, caso a utilize para realizar negociações na bolsa de valores, antes de sua publicação, será classificado como *insider trading* oportunista.

O *insider trading* pode ser classificado como rotineiro ou oportunista (COHEN; MALLOY; POMORSKI, 2012; CHOWDHURY; MOLLAH; AL FAROOQUE, 2018). Os *insiders* rotineiros realizam transações no mercado durante todo o ano, adquirem ou vendem ações de uma firma, no qual tem vínculo, de forma ética e legal, com simetria informacional entre a firma e o mercado, isto é, quando a transação de compra ou de venda de ações no mercado acionário for realizada pelo *insider* após a divulgação de informações relevantes. Além disso, geralmente, as negociações dos *insiders* rotineiros não rendem retorno anormal.

Por outro lado, o *insider* oportunista negocia ações da firma, no qual tem vínculo, em períodos específicos, rendendo retornos anormais e uma alta intensidade nas transações (COHEN; MALLOY; POMORSKI, 2012; ALI; HIRSHLEIFER, 2017), fazendo uso de informações privilegiadas, as quais o mercado acionário não teve acesso até então. O volume de transações está relacionado ao valor da informação privilegiada refletida na ação da firma e o ganho anormal refere-se à diferença de informação entre o *insider* e o mercado (CHOWDHURY; MOLLAH; AL FAROOQUE, 2018). Ou seja, quanto maior a assimetria de informação, maior será a possibilidade de ganho do *insider* em detrimento aos investidores em

geral. Alinhada a outros estudos (COHEN; MALLOY; POMORSKI, 2012; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; POSYLNAYA; CLINE; AARON, 2019; CONTRERAS; MARCET, 2021), esta pesquisa considera que o *insider trading* oportunista realiza transações com uso de informações privilegiadas para benefício próprio, diferente dos demais *insiders* que negociam ações segundo orientação dos reguladores do mercado.

Ainda, a prática de *insider trading* oportunista é um crime, conforme a Lei do Mercado de Capitais nº 6.385/76 que estabeleceu, em seu art. 27-D, pena de reclusão e multa para quem utilizar informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros. Além disso, o comportamento oportunista do *insider* não se limita apenas ao uso de informação privilegiada, podendo abranger outros tipos de conduta empresarial que burla o sistema do mercado de capitais, que poderão ser minimizados por meio de uma governança corporativa atuante (RAVINA; SAPIENZA, 2010; JAGOLINZER *et al.*, 2011; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; CONTRERAS; KORCZARK; KORCZARK, 2020; SILVERSTEIN, 2020).

A governança corporativa é um sistema que regula as relações dos provedores recursos, os quais se manifestam em um conjunto de regras, práticas e normas, desenvolvida com base nos princípios de equidade, de conformidade, de transparência e de prestação de contas (CVM, 2017; SINGH; PILLAI, 2021; SILVEIRA, 2021). É um sistema que orienta um conjunto de procedimentos nos quais a organização é dirigida, por meio do controle e monitoramento que perpassa toda a estrutura da firma, é estabelecido com o objetivo de reduzir a assimetria informacional, entre a firma e o mercado, e mitigar o comportamento oportunista dos *insiders* (JENSEN; MECKLING, 1976; JAGOLINZER *et al.*, 2011; OCDE, 2015; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; SILVERSTEIN, 2020; SINGH; PILLAI, 2021). Desse modo, a governança corporativa é voltada para fornecer um ambiente de transparência e confiança no mercado de capitais.

Nesse contexto, é necessário que as firmas adotem as práticas de governança corporativa. Pois, empresas com melhores práticas de governança impõem políticas de restrição ao uso de informações privilegiadas mais eficaz e são mais propensas a disciplinar, de forma mais ativa, o *insider* que realizar negociações antes da divulgação de informações (LEE *et al.*, 2014; DAI *et al.*, 2016; HODGSON; SEAMER; UYLANGCO, 2020; SILVERSTEIN, 2020). Dentre os mecanismos de controle, os conselhos corporativos são importantes para o monitoramento do uso de informações privilegiadas (JAGGI; TSUI, 2007; WANG, 2019; RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020). Nesse sentido, o sistema normativo que rege as sociedades

anônimas dá o poder aos acionistas de instalarem o conselho fiscal, pois se trata de um mecanismo de governança corporativa, no qual possui a função de fiscalizar o sistema de informações contábeis da firma, pode reduzir comportamentos oportunistas, gerando uma maior proteção ao acionista minoritário (PROCIANOY; DECOURT, 2015). Além desses mecanismos, tem-se que a qualidade da auditoria e a participação acionária do gestor podem inibir a negociação de *insider* com informação privilegiada (HASNAN *et al.*, 2022).

Em contrapartida, nas firmas com fraca adesão às práticas de governança corporativa teriam uma predisposição de má conduta dos *insiders*, influenciando em um aumento de ocorrências de *insider trading* oportunista (RAVINA; SAPIENZA, 2010; HUANG; HOU; CHENG, 2012; TANG; CHEN; CHANG, 2013; ALI; HIRSHLEIFER, 2017). Diante desse contexto, esta tese tem como objeto de estudo a governança corporativa como um mecanismo para mitigar o comportamento oportunista do *insider*. Esta tese está vinculada a linha de pesquisa contabilidade e finanças da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS) e integra o grupo de pesquisa em Governança, registrado no CNPq. Na sequência, apresenta a contextualização do problema de pesquisa.

1.2 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

A separação entre a propriedade e o controle, em que os proprietários delegaram a responsabilidade da tomada de decisão ao gestor, por meio de um contrato, ocasionou um distanciamento entre o proprietário e a firma, refletindo em uma assimetria informacional, em que o agente possui mais informação que o principal (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA, 1980). A assimetria informacional é um problema que gera uma influência da informação para quem detém o conhecimento (WILLIAMSON, 1979;1991), promovendo um ambiente de incerteza para quem não possui a informação (AKERLOF, 1970).

De acordo com Simon (1990), a distorção do conhecimento poderá ocorrer dependendo do grau de racionalidade limitada. Portanto, em um ambiente de incerteza devido à incompletude de informação, aliada à racionalidade limitada, o comportamento oportunista poderá ser manifestado pelo detentor da informação (ARROW, 1963;1969; WILLIAMSON, 1993). Tendo em vista esses aspectos, quanto maior a assimetria informacional entre a firma e o mercado, maior será a possibilidade do *insider* agir de forma oportunista (CHOWDHURY; MOLLAH; AL FAROOQUE, 2018).

Segundo Akerlof (1970) a assimetria informacional ocasiona dois problemas: de seleção adversa e de risco moral, os quais também ocorre no mercado acionário. O problema da seleção adversa (*ex ante*) ocorre quando o investidor atribui um preço médio às ações da firma em relação às demais ofertas no mercado. Isso ocorre quando esse investidor não tem conhecimento sobre a firma, o que permitiria ao mesmo realizar uma melhor avaliação do preço da referida firma. Portanto, a assimetria de informação, entre a firma e o mercado, possibilita um ambiente favorável para obtenção de ganhos para quem tiver acesso às informações privilegiadas, assim como cria espaço para comportamentos oportunistas dos *insiders* (GROSSMAN; STIGLITZ, 1980).

De outra parte, no problema do risco moral (*ex post*), o *insider*, acionista da firma e de posse de informações privilegiadas, num comportamento oportunista, compra ou vende ações da mesma, em dessintonia com os interesses da firma e do mercado (ARROW, 1963; AKERLOF, 1970; WILLIAMSON, 1991;1993). Vale destacar que, enquanto o problema da seleção adversa está relacionado ao momento pré-contratual, portanto do investidor, o risco moral está relacionado ao pós-contratual, ao acionista com acesso às informações privilegiadas. Como consequência, tanto o problema de seleção adversa, como de risco moral podem afetar o custo de capital (VERRECCHIA, 2001).

Nesse entendimento, as atitudes oportunistas podem produzir efeitos negativos no valor da firma, pois, conforme Williamson (1996), os pressupostos comportamentais da Teoria dos Custos de Transação, a racionalidade limitada e o oportunismo, aumentam o risco dos contratos. Ainda, o autor explica que esses problemas poderão ser mitigados por uma estrutura de governança, mediante um maior monitoramento e transparência. Já que, quando não há boas práticas de governança corporativa, a empresa fica suscetível à ocorrência de comportamentos oportunistas, tais como a manipulação e gerenciamento de resultados, como também, o uso indevido de informação privilegiada (SILVERSTEIN, 2020). Ocasionalmente um aumento no risco e, conseqüentemente, um maior custo de capital para a firma.

Por outro lado, países, com mercados de capitais desenvolvidos, cujas firmas possuem uma maior transparência, estabelecidas pelos aspectos de governança, e que impõem uma regulação mais rigorosa contra as práticas de *insider trading* oportunista apresentam um aumento no valor da empresa, uma vez que os lucros dos *insiders* são reduzidos, por não ter tanta vantagem em relação à informação (LA PORTA *et al.*, 2002; JAGOLINZER *et al.*, 2011; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; KWABI; BOATENG; ADEGBITE, 2018; JACOB, 2019; SILVERSTEIN, 2020; SINGH; PILLAI, 2021). Diante desse contexto, pode-se argumentar que

a criação de medidas preventivas e um maior monitoramento, por meio da adoção das práticas da governança corporativa, para combater os casos de *insider trading* oportunista, torna-se primordial para evitar futuros escândalos corporativos (CHOWDHURY; MOLLAH; AL FAROOQUE, 2018) e aumentar a confiança do investidor. Além disso, a governança corporativa cria valor, em que as firmas com melhores reputações tendem a não incorrer em práticas oportunistas, uma vez que estas auferem benefícios econômicos advindos da vantagem competitiva da reputação (LEE; NG, 2009; GÓIS; SOARES, 2019; POSYLNAYA; CLINE; AARON, 2019).

Os problemas advindos da informação assimétrica desestimulam os investidores menos informados, o que pode gerar uma redução em suas negociações (BHATTACHARYA; NICODANO, 2001). Esses fatos podem ocasionar um impacto negativo na liquidez do mercado (FISHE; ROBE, 2004) e na liquidez da firma (POSYLNAYA; CLINE; AARON, 2019; VASCONCELOS; MARTINS, 2020), afetando a eficiência do mercado de capitais. Ainda, considerando que o Brasil possui leis e regulamentos brandos e menos *enforcement* do que em países desenvolvidos (LA PORTA *et al.*, 2002), isso pode proporcionar um ambiente confortável para que os *insiders* atuem de maneira oportunista.

Dado o exposto, entende-se que os prejuízos causados pelas ocorrências de *insider trading* oportunistas são prejudiciais aos investidores que não possuem acesso às informações privilegiadas, aumentando o risco em relação ao seu investimento, como também, são danosos à firma. Portanto, é necessário mitigar essas atitudes oportunistas por meio de uma boa governança corporativa. Com o intuito de incentivar as práticas de governança corporativa no Brasil, a Bolsa de Valores brasileira, Brasil, Bolsa, Balcão – [B]³, no final dos anos 2000, criou os níveis diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, em ordem crescente de exigências. Nos quais ultrapassavam as obrigatoriedades legais, com vistas a aumentar a transparência, equidade e responsabilidade das firmas.

Entretanto, mesmo com a criação dessas medidas, no Brasil ocorreram vários casos de *insider trading* oportunistas com firmas que haviam aderido aos níveis de governança, podendo ser destacado pela repercussão na mídia os casos: da Sadia, Perdigão, Mundial, JBS e OSX, em que alguns casos tiveram um impacto relevante, como a OSX que gerou um prejuízo de 79 milhões aos investidores e a JBS que ocasionou um retorno negativo para a referida firma e para o mercado de capitais brasileiro (TOLEDO, 2019; SILVA *et al.*, 2019). A ocorrência desses casos de *insider trading* oportunista figura a ausência das práticas de governança corporativa.

As exigências contidas nos diferenciados níveis de governança corporativa da [B]³ possivelmente não contemple todos os problemas intrínsecos de governança das firmas. Isso se deve porque muitos problemas de governança corporativa que ocorrem na firma são devidos à má conduta corporativa, a qual não se relaciona apenas à gestão da empresa, mas também pode estar envolvida com problemas comportamentais dos colaboradores das firmas, ocasionando em atitudes oportunistas, tais como: fraude contábil, gerenciamento de resultados e uso de informação privada para obter ganho pessoal (LIU, 2016; CHOWDHURY *et al.*, 2018). Diante desse contexto, a governança deve ser analisada de forma detalhada, por meio de seus aspectos, levando em consideração a estrutura de governança das firmas com ênfase nas características das firmas brasileiras e na conduta de seus *insiders*, e não apenas considerando os níveis diferenciados de governança corporativa como uma maneira de conhecer quais aspectos mitigará o oportunismo.

Dentre essas características de governança corporativa, tem-se que um maior monitoramento (CHUNG *et al.*, 2019; RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020), independência do conselho (WU; SORENSEN; SUN, 2019; RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020; ARIAS; VALENCIA; GONZÁLEZ, 2021), propriedade institucional (CHUNG; KANG; RYU, 2018; WANG, 2019), estrutura de propriedade (ARIAS; VALENCIA; GONZÁLEZ, 2021) e participação de mulheres na gestão e conselho de firmas chinesas (SUN *et al.*, 2021) possuem um efeito negativo na assimetria informacional.

Ademais, executivos e conselheiros independentes de firmas com governança corporativa fraca obtêm retornos anormais quando adquirem ações da própria firma e, além disso, a diferença do ganho entre o executivo e o conselheiro independente aumenta quando este último também integra o comitê de auditoria (RAVINA; SAPIENZA, 2010). Diante do exposto, percebe-se que os aspectos de governança corporativa poderão reduzir os problemas advindos da assimetria informacional, podendo ser influenciadas pelas características intrínsecas do mercado no qual a firma está inserida.

O mercado acionário brasileiro é emergente, com poucas empresas listadas na bolsa, cuja fonte de financiamento ainda é proveniente, em sua maioria, de capital de terceiros e não de investidores, diferentemente de mercados desenvolvidos (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2010; SILVEIRA, 2021). Além disso, a estrutura de propriedade é concentrada, em que a maioria das firmas brasileiras possui controle familiar (BLACK; CARVALHO; SAMPAIO, 2014; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; SILVEIRA, 2021). Em relação à proteção aos investidores, La Porta *et al.* (2002) evidencia que países com mercados emergentes, como é o

caso do Brasil, proporciona uma fraca proteção legal aos minoritários, cujas leis necessitam de uma melhor qualidade e de uma maior aplicação. Portanto, as práticas de governança são essenciais para mitigar o comportamento oportunista dos *insiders* e aumentar a proteção ao investidor.

Dentre as pesquisas realizadas, não foram encontrados estudos brasileiros que analisassem o efeito dos aspectos de governança corporativa em relação às ocorrências de *insider trading* oportunistas. Dessa forma, à luz dos pressupostos comportamentais do oportunismo e racionalidade limitada em um ambiente de incerteza, devido à assimetria informacional, que contribui para a ocorrência do *insider trading* oportunista e que poderá ser mitigado por meio de um maior monitoramento e transparência da firma, esta tese de doutorado pretende responder ao seguinte problema de pesquisa: **Quais são os determinantes da governança corporativa que mitigam os indícios de *insider trading* oportunista?**

1.3 OBJETIVO DA PESQUISA

Com o intuito de responder ao problema, esta pesquisa visa analisar quais são os determinantes da governança corporativa que mitigam os indícios de *insider trading* oportunista.

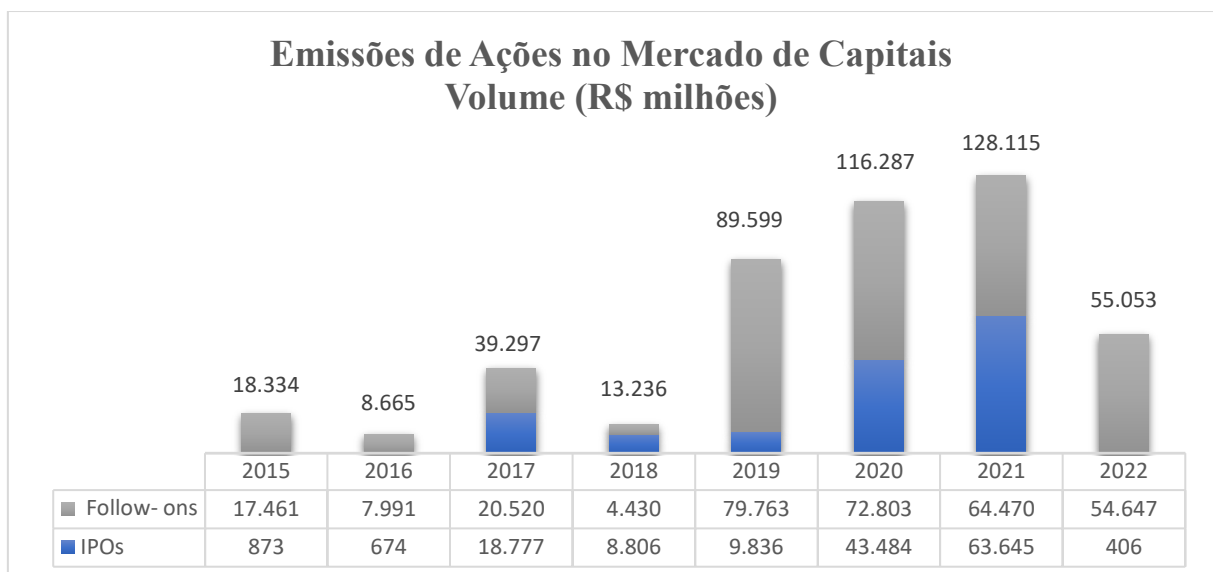
1.4 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA

O mercado de capitais brasileiro vem crescendo nos últimos anos, conforme dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Conforme gráfico 1, a seguir, foram registrados em 2019 um total de R\$ 89.599 milhões de ações emitidas, correspondendo em um aumento de 388,70% em relação à 2015. Já em 2020, o valor das emissões totalizou R\$ 116.287 milhões, configurando em um aumento de 29,79% em comparação ao ano de 2019, mesmo com a ocorrência da pandemia, que causou incerteza em relação à economia e uma grande volatilidade dos ativos. Além disso, ao comparar os valores de 2015 com 2021, o gráfico 1 demonstra um crescimento relevante de quase 600% de emissões totais de ações, como também, um crescimento de IPO realizados, demonstrando a expansão de firmas com capital aberto na bolsa de valores brasileira, [B]³.

Em contrapartida, houve uma redução de 57,03% de emissões de ações em 2022. Esse resultado provém de um ambiente com aversão ao risco, devido à incerteza, juros altos, pedidos de recuperação judicial de algumas empresas e, além disso, descobrimento de fraude com

possibilidade de envolvimento de *insider trading* oportunista de uma empresa relevante para o mercado acionário brasileiro (ANBIMA, 2022). Esses dados representam que, mesmo com essas adversidades, a captação de recursos pelas firmas teve uma evolução nos últimos anos, em que muitas pessoas físicas passaram a investir no mercado de ações brasileiro, contribuindo para uma maior liquidez do mercado e se destacando como uma opção relevante de investimento para a sociedade.

Gráfico 1: Emissões no Mercado de Capitais (2015-2022)



Fonte: Elaborado pela autora, com base na Anbima (2016; 2017; 2018; 2019; 2020; 2021; 2022;2023).

Em 2020 o mercado de capitais brasileiro ocupava a 19ª posição no ranking mundial de capitalização de mercado, sendo a maior dentre os países da América Latina, conforme dados do *World Bank* (2020). Considerando a importância do mercado de capitais brasileiro, é fundamental que as condutas oportunistas sejam combatidas. Pois, as ocorrências de *insider trading* oportunistas são prejudiciais, principalmente, para mercados emergentes, como o do Brasil (CAMARGOS; ROMERO; BARBOSA, 2008). Já que esses casos provocam a redução da liquidez do mercado e da firma, pois os investidores passam a aplicar seus recursos em investimentos com um menor risco (VASCONCELOS; GALDI; MONTE-MOR, 2016; VASCONCELOS; MARTINS, 2020).

Assim, esta pesquisa é relevante, pois busca contribuir para a literatura sobre a eficácia dos aspectos da governança corporativa como uma ferramenta para mitigar o comportamento oportunista dos *insiders*, por meio do estudo de firmas listadas na [B]³, a qual é a única bolsa

de valores brasileira inserida em um mercado de capitais que possui destaque mundial por seu volume de negociações e por ser um mercado emergente.

Estudos predecessores internacionais analisaram a relação entre o *insider trading* e a governança corporativa, levando em consideração a independência do conselho (JAGGI; TSUI, 2007; JAGOLINZER *et al.*, 2011; HUANG; HOU; CHENG, 2014; RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020; ARIAS; VALENCIA; GONZÁLEZ, 2021), concentração de propriedade (TANG; CHEN; CHANG, 2013; CHUNG *et al.*, 2019; ARIAS; VALENCIA; GONZÁLEZ, 2021), propriedade institucional (HUANG; HOU; CHENG, 2014; CHUNG; KANG; RYU, 2018), políticas voluntárias de restrição (LEE *et al.*, 2014; DAI *et al.*, 2016; HODGSON; SEAMER; UYLANGCO, 2020), responsabilidade social corporativa (RSC) (GAO; LISIC; ZHANG, 2014), conexões de diretores (GOERGEN; RENNEGOOG; ZHAO, 2019) e credibilidade dos relatórios (HUANG; HOU; CHENG, 2014).

No Brasil, Vasconcelos e Martins (2020) investigaram os fatores determinantes do uso de informações privilegiadas para o período de 2016 a 2018, das companhias listadas na IBrX-100, por meio da Probabilidade de Negociação com Informação Privilegiada – PIN. Já Nascimento *et al.* (2021) analisaram a influência da governança corporativa no *insider trading*, por meio dos níveis diferenciados e do retorno anormal acumulado. Diante disso, esta tese absorve as pesquisas anteriores e avança analisando a governança corporativa por meio de suas características, sob a ótica comportamental dos agentes que integram a firma.

Além disso, esta pesquisa se diferencia das demais ao embasar seu estudo não apenas no pressuposto teórico da assimetria informacional, que foi utilizada em trabalhos anteriores juntamente com a teoria do mercado eficiente e teoria da agência, mas também ao empregar o pressuposto teórico do comportamento oportunista do *insider*, um tema que não foi encontrado nas pesquisas brasileiras em relação ao *insider trading*, conforme revisão de literatura realizada.

Para representar o *insider trading* oportunista será utilizada como *proxy*, uma medida construída por Yang, Zhang e Zhang (2020) chamada de Volatilidade Idiossincrática Anormal – AIV, que é a volatilidade idiossincrática antes de um evento intensivo de informação acima da volatilidade idiossincrática do período normal. Trata-se de uma medida robusta calculada por meio da divulgação dos resultados anuais e trimestrais, de ações listadas na NYSE, Amex e Nasdaq para o período de 1972 a 2015. Cujos autores consideraram que os *insiders* corporativos são comerciantes informados e, portanto, vincularam a AIV às atividades de negociação para saber se captura a negociação informada. De fato, foram encontradas relações positivas entre a AIV e o *insider trading* com ganhos anormais, cujas transações ocorrem em

períodos pré-anúncio de ganhos. Além disso, os autores mostram uma relação positiva entre a AIV e a magnitude dos aumentos de retorno dos anúncios dos resultados, o que sugere que esses investidores estão de posse de informações ao realizar negociações.

Há muitas distinções na forma de captação do *insider trading*, algumas pesquisas utilizam estudos de eventos, retorno anormal acumulado e outras utilizam a PIN como *proxy* para medir a assimetria informacional (LEI; WANG, 2014; CHUNG, 2019; VASCONCELOS; MARTINS, 2020; NASCIMENTO *et al.*, 2021; CONTRERAS, MARCET, 2021). Entretanto, alguns estudos contestam a robustez da previsibilidade do retorno da PIN em amostras estendidas (MOHANRAM; RAJGOPAL, 2009; LAI; NG; ZHANG, 2014). Além disso, a estimação da PIN está cada vez mais complexa devido ao número crescente de negociações.

Portanto, pretende-se preencher uma lacuna dentre as pesquisas, ao captar a ocorrência de *insider trading* oportunista por meio da métrica AIV que, diferentemente de estudos de eventos, PIN e de retornos anormais acumulados, foi calculada comparando o período de pré-anúncio de ganhos e pós-ganhos para uma grande amostra, demonstrando ser uma medida mais robusta para representar as transações de *insiders* com informações privilegiadas.

Há vários estudos sobre *insider trading* nas áreas de direito, economia, contabilidade e finanças. A pesquisa em finanças tem se concentrado na reação do mercado e no sinal financeiro de negociações com informações privilegiadas em uma perspectiva de mercado. A pesquisa contábil, por sua vez, tem se dedicado na divulgação para sanar os problemas de assimetria informacional e manipulação de lucros. No direito, a pesquisa tem se concentrado na regulação do mercado de capitais como forma de punir os autores das transações com informações privilegiadas (CLACHER, HILLIER E LHAOPADCHAN, 2009). Entretanto, uma questão importante diz respeito à conduta dos agentes que fazem parte da firma e como a governança corporativa pode reduzir a probabilidade do *insider* agir de maneira oportunista.

Este trabalho analisará as firmas brasileiras listadas na [B]³, cujo mercado de capitais possui uma estrutura de propriedade diferente de outros mercados. Por exemplo, os mercados dos Estados Unidos e Reino Unido compreendem uma estrutura de propriedade dispersa, em que o conflito de agência ocorre entre o *Chief Executive Officer* - CEO e o acionista. Já no Brasil a estrutura de propriedade é concentrada e, por conta disso, permite uma proteção fraca aos acionistas, cujo conflito de interesses se dá entre os acionistas majoritários e minoritários, ou seja, principal-principal (LA PORTA *et al.*, 2002; BLACK; CARVALHO; GORGA, 2010; BLACK; CARVALHO; SAMPAIO, 2014; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019).

Outro ponto importante a ser debatido refere-se ao caso recentemente envolvendo a firma Americanas, empresa listada no Novo Mercado, que se envolveu em um escândalo de fraude contábil com possível negociação de ações com informações privilegiadas (CVM, 2023). Esse fato demonstra que, apesar de uma firma ser listada em um dos níveis de governança, não necessariamente significa que ela possui responsabilidade corporativa e está isenta de se envolver nesses tipos de atitudes oportunistas. Diante disso, esta pesquisa se torna relevante pela necessidade de conhecer quais aspectos da governança corporativa que podem mitigar esses comportamentos oportunistas nas firmas.

Ao mesmo tempo, esta pesquisa se justifica pois irá estudar as firmas brasileiras que possuem normas, cultura e governança corporativa distintas de mercados desenvolvidos. Dessa maneira, os resultados poderão proporcionar conhecimentos de como essas características intrínsecas deste mercado emergente e das práticas de governança corporativa poderão influenciar o comportamento dos *insiders* e como isso pode reduzir, ou não, na ocorrência de *insider trading* oportunista.

Segundo Huang e Tung (2018) os reguladores devem se concentrar no monitoramento das atividades de *insider trading* antes das divulgações das informações das firmas, pois a propensão do *insider* oportunista em comprar antes dos anúncios em ações sem opções listadas é maior do que em ações com opções negociadas e a relação é mais forte para divulgações não programadas. Nesse contexto, tem-se que as instituições regulatórias de cada país aplicam suas próprias determinações. Na França, os órgãos reguladores exigem a divulgação de *insider trading* e de quaisquer mudanças nas participações acionárias detidas por esses indivíduos, uma vez que as transações com informações privilegiadas afetam de forma significativa o mercado acionário na França (JARDAK; MATOUSSI, 2020). No Reino Unido, a regulamentação impede os *insiders* de negociarem dois meses antes da divulgação do relatório anual e um mês antes dos anúncios trimestrais de resultados (BETZER; THEISSEN, 2009).

No Brasil, a CVM, órgão regulador do mercado acionário brasileiro, determina que as empresas divulguem as operações, de compra/venda de ações da própria companhia, realizadas por seus *insiders* até o dia dez do mês subsequente à data da realização da transação. Além disso, cada firma possui uma política de negociação de seus próprios ativos, em que constam as diretrizes e procedimentos a serem seguidos pela firma e por seus colaboradores (CVM, 2017). Essas exigências são importantes para evitar práticas oportunistas nas firmas, uma vez que repercutem negativamente na firma e no mercado acionário. À vista disso, esta pesquisa é de grande relevância, pois irá estudar um mercado emergente, cuja governança corporativa tem

um estilo diferente dos principais países, além de ter uma legislação concessiva que fragiliza o mercado de capitais brasileiro.

Além do mais, ao estudar os aspectos da governança corporativa sob a ótica da assimetria informacional e do comportamento oportunista, os resultados poderão oferecer percepções exclusivas para acadêmicos, reguladores de mercado e demais investidores. Uma pesquisa que ainda que não foi estudada empiricamente com as firmas brasileiras e que, portanto, seus resultados poderão servir de parâmetro não só para o Brasil, mas também para outras economias emergentes.

1.5 TESE PROPOSTA

O *insider* é o indivíduo que tem vínculo com a firma ou com alguém que está inserido na mesma. Entre a firma e o mercado haverá a assimetria informacional e, considerando a separação entre a propriedade e o controle (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA, 1980), os gestores terão mais informações da firma do que os acionistas e investidores. Além disso, na perspectiva da composição acionária das firmas brasileiras, os gestores e acionistas controladores terão mais acesso às informações do que os acionistas minoritários e investidores em geral. Com isso, surgirá a influência da informação, que se estabelece quando um indivíduo possui mais informação que o outro. Nesse sentido, Williamson (1991) explica que a influência da informação é uma condição que surge quando circunstâncias subjacentes à transação são conhecidas por uma das partes, mas elas não podem ser discernidas sem custo pela outra parte envolvida na transação.

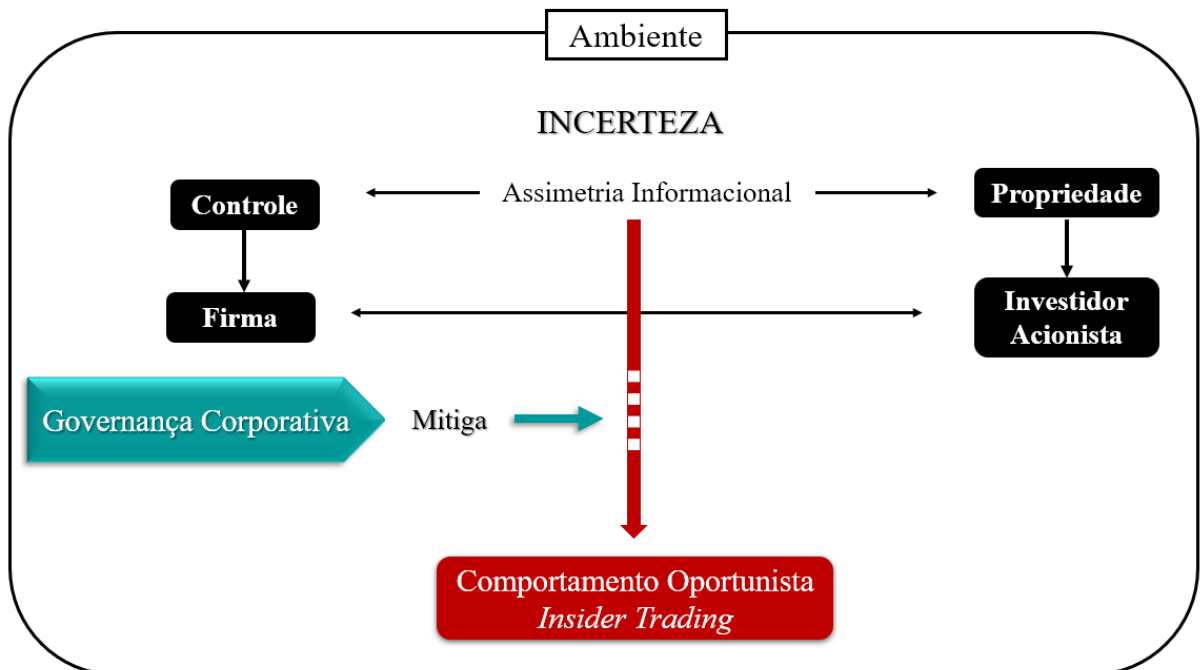
Em um ambiente com assimetria informacional e, por conseguinte, influência da informação poderá ser propício para a existência da incerteza. Dado que, segundo North (1990), a incerteza surge devido a incompletude de informações sobre a conduta do outro participante, que é diferente para os dois lados da transação, com racionalidade limitada. Dessa forma, em um ambiente de incerteza, com influência da informação por parte do *insider*, este poderá agir de forma oportunista, utilizando-se de cargo e/ou sua influência para obter ganho pessoal em detrimento aos investidores e à própria firma no qual está vinculado, agindo em benefício próprio.

Quando o *insider* possui um comportamento oportunista, isto é, utilizando-se de informação privilegiada para realizar transações no mercado financeiro para obter lucro pessoal, causará perdas aos outros participantes do mercado. Então, quando o investidor tem prejuízos

causados por *insider trading* oportunistas, sua confiança no mercado diminuirá. Ocasionalmente ocasionando uma redução na liquidez do mercado de capitais e, por conseguinte, nas firmas. Como esses escândalos no mercado financeiro afetam negativamente o funcionamento do mercado e da firma, é necessário combater essas atitudes por meio de medidas disciplinares, como também, por meio de uma governança corporativa atuante.

Nesse sentido, a literatura explica que a governança corporativa corresponde a um sistema interno das firmas que compreende um conjunto de políticas e práticas com o intuito de atender às necessidades dos acionistas, gestores e demais *stakeholders* para que as atividades da firma sejam realizadas com eficiência e integridade (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA *et al.*, 2002; CVM, 2017). De forma ilustrativa, apresenta-se na figura 1, a seguir, o desenho da tese:

Figura 1 – Desenho da Tese



Fonte: Elaborado pela autora (2023).

A relação exposta na figura 1 é esperada considerando que a governança corporativa, por meio de suas características, pode mitigar o comportamento oportunista dos *insiders* e que esta má conduta existente em uma firma, não se evidencia apenas na ocorrência de *insider trading*, mas também em outras atividades como gerenciamento de resultados, fraudes, excesso de remuneração de CEO, dentre outros aspectos (RAVINA; SAPIENZA, 2010; JAGOLINZER

et al., 2011; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; CONTRERAS; KORCZARK; KORCZARK, 2020; SILVERSTEIN, 2020).

Como exemplo de práticas de governança, tem-se que: (i) Quanto mais a firma divulgar informações, menor será a assimetria informacional, favorecendo o aumento da confiança dos *outsiders*; (ii) Uma maior responsabilidade corporativa, por meio de atitudes como: existência de código de conduta, criação de canal de denúncias e de políticas internas; (iii) maior monitoramento, com o intuito de garantir o cumprimento do código de conduta, normas e políticas da firma; e, (iv) independência dos conselheiros, para que as decisões tomadas estejam livres de conflito de interesses e, com isso, não haver atitudes oportunistas visando benefício pessoal.

Portanto, esta tese se fundamenta na ideia de que uma firma que pratique os preceitos da governança corporativa poderá mitigar o comportamento oportunista dos *insiders*, principalmente, em relação ao *insider trading* oportunista.

1.6 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Para a realização desta pesquisa é importante delimitar as áreas que serão estudadas, para um bom entendimento. Essencialmente, esta tese irá analisar as temáticas *insider trading* e governança corporativa à luz dos pressupostos teóricos da assimetria informacional e comportamento oportunista.

Na literatura foram encontrados trabalhos que analisaram o efeito de *insider trading* nos preços das ações (MEULBROEK, 1992; FISHE, ROBE, 2004; DEGRYSE; DE JONG; LEFEBVRE, 2014) e na liquidez da empresa e do mercado de capitais (CHENG *et al.*, 2006; LEI; WANG, 2014; POSYLNAYA; CLINE; AARON, 2019; VASCONCELOS; MARTINS, 2020). Outros trabalhos verificaram a detecção de *insider trading* (CHUNG, 2019; HUANG, 2019), inclusive como problema de reconhecimento de fraude (ESEN; BILGIC; BASDAS, 2019) e demonstrando a lucratividade advinda da atitude oportunista (CHEUK; FAN; SO, 2006; TONINDANDEL; DECOURT, 2020).

Nas últimas décadas várias pesquisas estudaram a governança corporativa, por meio de seus mecanismos, como uma maneira para minimizar os conflitos de agência (LA PORTA *et al.*, 2002; PROCIANOY; DECOURT, 2015; ARIAS; VALENCIA; GONZÁLEZ, 2021), outros pesquisadores estudaram extensivamente os fatores que influenciam a qualidade geral da governança corporativa (KLAPPER; LOVE, 2004; BLACK; DE CARVALHO; GORGA,

2010; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011; BLACK; DE CARVALHO; SAMPAIO, 2014; ESQUEDA; O’CONNOR, 2020; CARVALHO; DAL’BÓ; SAMPAIO, 2021). Investigaram se a governança gera retorno de ações (SAMPALIO; LIMA; AQUINO CABRAL; PAULA, 2014), se aumenta o valor da empresa (AMMANN *et al.*, 2011; BLACK; CARVALHO; SAMPAIO, 2014; JACOB, 2019; SAVELLI; ZILBER; NAKAMURA, 2020) e se reduz o custo de capital (TETI; DELL’ACQUA; ETRO; RESMINI, 2016; ALHARES, 2020).

Sendo assim, esta pesquisa limita-se a estudar se os diversos aspectos da governança corporativa mitigam os indícios de negociação dos *insiders*, com posse de informações privilegiadas, à luz dos pressupostos teóricos da assimetria informacional e do comportamento oportunista.

1.7 ESTRUTURA DA TESE

A tese está estruturada em 6 (seis) capítulos. No primeiro capítulo se apresenta a introdução, contendo a contextualizado tema, definição do problema, objetivo geral, justificativa e relevância, tese proposta e, por fim, a delimitação do tema; no segundo capítulo se discute a revisão da literatura; no terceiro capítulo é explicada a metodologia empregada na pesquisa; no quarto capítulo se apresenta a análise e discussão dos resultados, no quinto capítulo são evidenciados os resultados do teste de robustez e no sexto capítulo constam as considerações finais, seguido das referências.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Neste capítulo são apresentados os pressupostos teóricos que dão sustentabilidade à pesquisa. Sendo estes a assimetria informacional e o oportunismo. O segundo tópico trata da revisão de literatura sobre *insider trading* oportunista, no terceiro sobre governança corporativa e no último tópico será desenvolvida a hipótese da pesquisa.

Para a revisão da literatura, foram utilizadas as sentenças: *insider trading, impact of insider trading, corporate governance, opportunism, opportunistic behavior*, para título e palavras-chave. A área de estudo concentrou-se em: *economics, econometrics e finance; business, management and accounting e social sciences*. O tipo de documento buscado foi: artigo, *review* e *conference paper*. As bases utilizadas foram: *Web Science, Scopus, Social Science Research Network (SSRN), American Accounting Association*, Portal de Periódicos da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), Repositório Digital da Biblioteca da Unisinos (RDBU) e alguns *journals* com H-index maior que 10. Também foram pesquisados trabalhos em alguns congressos, tais como: *European Accounting Association (EAA), American Finance Association (AFA), European Financial Management Association (EFMA)*.

2.1 ASSIMETRIA INFORMACIONAL E OPORTUNISMO

O trabalho de Coase (1937) explica que a firma é composta por um conjunto de contratos. A firma, formada por agentes, terá relação contratual com investidores, fornecedores, governo e colaboradores. Nesse sentido, o intuito da firma, por meio de seus representantes, é tomar as melhores decisões, no menor tempo possível, visando minimizar seus custos de transação. Para isso, Coase (1937) insere em seu estudo o elemento comportamental, que é um fator que irá influenciar não só a tomada de decisão, mas também as relações contratuais entre os agentes. Posteriormente, esse elemento comportamental introduzido por Coase (1937) é aperfeiçoado por Williamson (1979; 1988; 1991; 1993; 1996), no que tange à identificação de fatores ambientais, como a incerteza, e comportamentais, racionalidade limitada e oportunismo, que irão influenciar nas transações.

Considerando o contexto da separação entre a propriedade e o controle (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA, 1980) e o contexto da firma e o mercado, pode-se dizer que, em ambas as situações, os *insiders* terão mais conhecimento da firma do que os *outsiders*, gerando uma influência da informação. Williamson (1988; 1991)

informa que a influência da informação se estabelece quando um indivíduo possui mais informação que o outro. Em virtude disso, a incompletude de conhecimento a respeito da conduta do outro indivíduo gera incerteza, que é muito diferente para os dois lados da transação (ARROW, 1963; NORTH, 1990). Desse modo, em um ambiente de assimetria informacional que contém a incerteza, acrescentados os pressupostos comportamentais da Teoria dos Custos de Transação - TCT, racionalidade limitada e oportunismo, influenciarão na falha de mercado (WILLIAMSON, 1991).

De acordo com Fama (1970) um mercado eficiente é aquele em que os preços refletem todas as informações disponíveis. Desse modo, os investidores poderão adquirir ações pelo preço justo, uma vez que todos os participantes do mercado possuem as mesmas informações, o que significa dizer que o nível informacional é simétrico. Pois, conforme a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), os investidores serão racionais e não terão ganhos anormais. Entretanto, não há como o mercado ser eficiente com a presença do problema de assimetria informacional, o que ocasiona em uma falha de mercado (AKERLOF, 1970; MYERS; MAJLUF, 1984; EASLEY; O'HARA, 1987; WILLIAMSON, 1991;1993;1999; MASSON; MADHAVAN, 1991; WANG, 1993; SHLEIFER; VISHNY, 1997; EASLEY; O'HARA, 2004).

A assimetria informacional surge quando há diferença de informações entre as partes, ou seja, quando uma das partes possui mais informação que a outra. Resultando nos problemas de seleção adversa, *ex ante* da assimetria informacional, e um problema *ex post*, que configura o risco moral (AKERLOF, 1970; WILLIAMSON, 1979;1988;1991). Conforme Arrow (1973), o problema mais marcante de falha de mercado é a seleção adversa, pois o fato de haver informações diferenciadas entre as partes contratantes impedirá que alguns contratos eficientes sejam celebrados. À vista disso, a perda decorrente da eliminação de negócios legítimos se refere ao custo da desonestidade, que não incide apenas no prejuízo de um comprador, mas também influencia no resultado do mercado (AKERLOF, 1970).

Nesse contexto, a seleção adversa é explicada no artigo seminal de Akerlof (1970), ao utilizar o exemplo do mercado de carros usados. Nele, é evidenciado que um carro de má qualidade retira um de boa qualidade do mercado, devido às informações serem assimétricas para os participantes da negociação, em que o vendedor possui mais informações do carro do que o comprador. Sendo assim, o comprador não pagará um valor mais alto por um produto que ele não tem certeza sobre sua real condição. Dessa forma, a incompletude de informação sobre o automóvel usado aumenta o risco de aquisição e reduz o valor do automóvel. Ao mesmo

tempo, o vendedor de um carro de boa qualidade não estará disposto a vendê-lo a um preço baixo, retirando-o do mercado.

Na ótica do mercado de capitais, os preços das ações podem não refletir seu real valor, por causa das informações não divulgadas (RYU; YANG; YU, 2022). Por outro lado, se o preço da ação estiver sendo negociado ao valor justo, o comportamento oportunista não obterá vantagem. Como consequência, o interesse em realizar negociações de posse de informações ainda não divulgadas será reduzido, uma vez que o cerne do comportamento oportunista visa o ganho pessoal em detrimento à firma.

Com relação ao outro problema da assimetria informacional conhecido por risco moral, Arrow (1963) e Akerlof (1970) utilizam empresas de plano de saúde e seguradoras para ilustrar esse problema. Isto é, o risco moral ocorre quando um indivíduo muda seu comportamento após a efetivação de um contrato. Outro exemplo consiste no funcionário quando é admitido, em que este deverá exercer suas atividades conforme contrato firmado. Mas, após sua admissão ele passa a ter atitudes antiéticas com o objetivo de obter vantagem pessoal, cujo resultado trará prejuízos à firma.

Com relação aos pressupostos comportamentais, tem-se a racionalidade limitada e o oportunismo. Simon (1990) explica que a racionalidade limitada consiste na compreensão de quais fatores influenciam nas tomadas de decisões, levando em consideração a informação disponível, a limitação cognitiva do indivíduo e o tempo disponível para tomada de decisão. Ainda, o autor aponta que a maioria das pessoas são só parcialmente racionais e que muitas de suas decisões são tomadas por impulsos emocionais. Corroborando com essa afirmação, alguns estudos (DELLAVIGNA, 2009; KAHNEMAN; TVERSKY, 2013) apontam que muitas vezes os investidores possuem comportamentos irracionais que vão de encontro com o que preceitua a teoria da utilidade padrão da economia.

Em relação ao oportunismo, Williamson (1988;1991;1993;1999) define como uma falta de sinceridade e honestidade das transações, com o intuito de obter vantagem pessoal, ou seja, o atributo fundamental do oportunismo é o interesse próprio. Ainda, segundo o autor, os *insiders* oportunistas divulgarão informações incompletas ou distorcidas, de forma não confiável, e nem cumprirão todas as promessas realizadas. Desse modo, o oportunismo se trata de uma característica comportamental que pode influenciar nas atividades e em perdas para a firma.

Levando em consideração a relação contratual existente entre o gestor e o acionista, pode-se afirmar que o gestor foi contratado para exercer suas atividades em favor da valorização

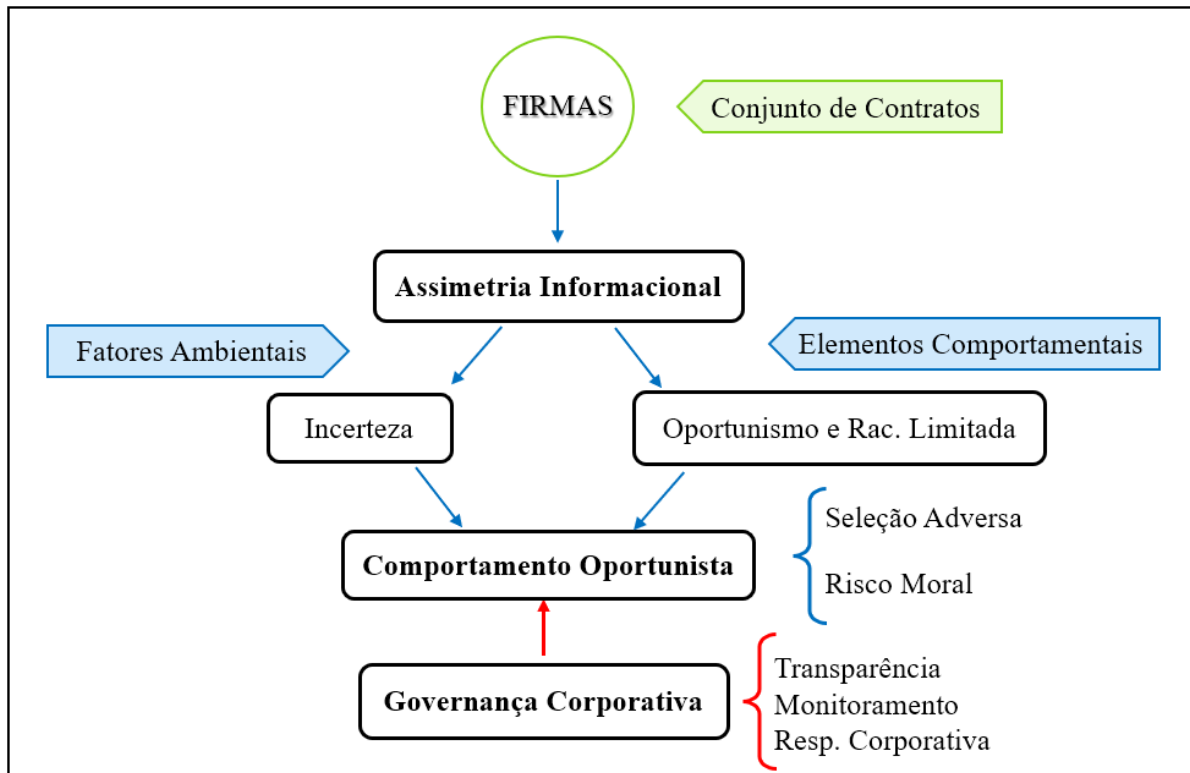
da firma e, respectivamente, em benefício do acionista. Entretanto, se o diretor agir de maneira oportunista e tomar decisões em benefício próprio, agindo com má conduta, incorrerá em risco moral. Dentre as atividades para obter vantagem pessoal, tem-se, por exemplo: (i) recebimento de remuneração excessiva e sem estar vinculada ao desempenho; (ii) realizar compra ou venda de ações com informações privilegiadas; (iii) não divulgar informação relevante ao mercado, fomentando a assimetria; e, (iv) publicar relatórios que não condizem com a realidade da firma (ALI; HIRSHLEIFER, 2017; SILVERSTEIN, 2020). Nesse último caso, quando descoberta a fraude, a empresa é obrigada a realizar a republicação dos relatórios (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010).

Segundo Jensen (1986), a finalidade das firmas é a maximizar a riqueza dos acionistas e isso é prejudicado quando os agentes atuam visando seu próprio interesse. Pois, o oportunismo gera perdas que induz nos custos de má conduta (SILVERSTEIN, 2020). Diante disso, alinhar as transações por meio das estruturas de governança poderá mitigar esses problemas, infundindo ordem em uma relação em que o conflito potencial ameaça desfazer as oportunidades de obter ganhos mútuos, reduzindo a racionalidade limitada, ao mesmo tempo em que protegem as transações contra os riscos do oportunismo (WILLIAMSON, 1988;1999). Portanto, o oportunismo é prejudicial às firmas e deve ser combatido por meio de atitudes éticas, um maior monitoramento e transparência.

Segundo Williamson (1988;1996), uma estrutura de governança mais eficiente é capaz de mitigar essas atitudes oportunistas, por meio de mecanismos para regular as transações. Além disso, o autor aponta, as principais características que uma boa governança deve ter. Sendo elas: (i) intensidade de incentivo; (ii) controles administrativos; e (iii) regime de regras legais. Portanto, é importante para reduzir os comportamentos oportunistas que as firmas realizem remunerações com base em desempenho, aumentem a transparência e a confiabilidade dos relatórios, tenham um maior monitoramento e possuam responsabilidade corporativa.

Akerlof (1970) pontuou que a desonestidade nos negócios é um problema que ocorre principalmente nos países emergentes. Por possuírem leis mais brandas e com menor aplicabilidade (LA PORTA *et al.*, 2002). Esses fatores sinalizam que as práticas de governança corporativa são fundamentais para a redução das atitudes oportunistas dos *insiders*. A seguir é demonstrada uma ilustração da teoria na Figura 2, com base neste tópico, para melhor entendimento.

Figura 2: Ilustração da Teoria



Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Diante do constructo teórico apresentado, esta pesquisa se pauta nos pressupostos teóricos da assimetria informacional e oportunismo como uma característica da personalidade do *insider*. Uma vez que ele utiliza seu cargo e sua influência para realizar transações com informações antes de serem divulgadas, incorrendo em risco moral, com o intuito de obter ganho em detrimento à firma e aos outros participantes do mercado. Consequentemente, os outros investidores sofrerão perdas por seleção adversa, decorrentes de suas vendas (compras) a um preço que não condiz com a real situação da ação.

2.2 *INSIDER TRADING* OPORTUNISTA

Conforme visto no item anterior, em um ambiente de assimetria informacional, caso o *insider*, que possui mais informação que os *outsiders*, utilize de sua influência da informação e realize transações no mercado acionário, incorrerá em risco moral. Tendo em vista que o *insider* violará seu contrato de trabalho com a firma para obter ganho pessoal, agindo, assim, com oportunismo. Ao mesmo tempo, Glosten e Milgrom (1985) apontam que o problema da seleção adversa é pior, quanto maior for a fração de *traders* informados e quanto melhor for a sua

informação. Visto que, os *insiders* vendem (compram) de forma mais agressiva antes dos anúncios de divulgação das empresas (LEI; WANG, 2014; BOROCHIN; GHOSH; HUANG, 2019; CONTRERAS, MARCET, 2021).

Para que uma transação configure como *insider trading* oportunista, é necessário que ocorra alguns fatos que sinalizem que um *insider* tinha informação não divulgada quando comprou (vendeu) ações no mercado. Por exemplo, algumas pesquisas apontam que transações com informações privilegiadas têm retornos anormais mais altos que as transações normais (MEULBROEK, 1992; AHERN, 2017; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; ESEN; BILGIC; BASDAS, 2019; GOERGEN; RENNEBOOG; ZHAO, 2019; JARDAK; MATOUSSI, 2020). Outra evidência mostra que o *spread*, o volume e a volatilidade aumentam significativamente nas transações com informações privilegiadas (DEGRYSE; DE JONG; LEFEBVRE, 2014; LEI; WANG, 2014; VITALE, 2018; POSYLNAYA; CLINE; AARON, 2019; CONTRERAS; MARCET, 2021).

Com base nos princípios de equidade no acesso à informação, a regra de divulgação ou abstenção exige que aqueles que possuem informações privadas materiais divulguem antes da negociação ou se abstenham de negociar (BAINBRIDGE, 2019). No Brasil, por meio da alteração da Lei nº 6.385/1976, a utilização de informações privilegiadas antes de sua divulgação, que seja capaz de facilitar ganho para si ou para outrem de valores mobiliários, será passível de prisão e pagamento de multa, de acordo com o montante da vantagem ilícita obtida.

Ainda, conforme a Instrução Normativa nº 358/2002 da CVM, as empresas com ações listadas na [B]³ deverão divulgar as transações dos diretores, acionistas e conselheiros, até o décimo dia do mês subsequente da operação realizada. Enquanto nos Estados Unidos, por exemplo, a *Securities and Exchange Commission* - SEC exige que as negociações dos *insiders* sejam reportadas dentro de dois dias (ALI; HIRSHLEIFER, 2017). Isso demonstra que os investidores americanos terão acesso às informações de transações dos *insiders* em tempo hábil para realizar negociação. Diferente dos investidores brasileiros, que poderão esperar mais de trinta dias, reduzindo, assim, a possibilidade de minimizar possíveis prejuízos.

Nesse contexto, negociações de *insiders* que ocorrem antes do anúncio de resultados têm um impacto maior nos preços das ações (CHAUHAN; KUMAR; CHATURVEDULA, 2016). Tendo em vista que em um ambiente que contém incerteza, a informação se torna uma mercadoria relevante (ARROW, 1963). Ou seja, o *insider* ao possuir conhecimento sobre um fato novo, realizará transações que irão transmitir um sinal ao mercado de capitais. Dessa forma, destaca-se a importância da divulgação, mais breve possível, das transações dos *insiders*. Uma

vez que irá diminuir a assimetria informacional com os *outsiders*, minimizando a falha do mercado.

Nesse contexto, Easley e O'Hara (2004) apontam que, quando há boas notícias, os informados possuem ainda mais do ativo de risco, e quando há más notícias, suas participações são reduzidas mais do que as participações dos comerciantes desinformados. Dessa forma, se a notícia for ruim, os *insiders* possuirão menos do ativo de risco do que os *outsiders*. Conseqüentemente, as ações destes terão um risco maior do que as ações dos *insiders*. Isso acontece porque a posse de informações permite detectar precificação incorreta das ações de suas próprias empresas e utilizar essas informações para seu benefício pessoal (CLACHER; HILLIER; LHAOPADCHAN, 2009; TONINDANDEL; DECOURT, 2020).

Os *insiders* têm informações privadas valiosas sobre sua empresa, o que fornece uma vantagem para comprar antes de boas notícias e vender antes que as más notícias se tornem públicas (ALI; HIRSHLEIFER, 2017). Embora tenha essa vantagem informacional, a atitude correta do *insider* seria esperar a firma divulgar os relatórios para depois realizar a negociação das ações, isto é, quando houvesse simetria informacional para todos os participantes do mercado, conforme preceitua as leis e normas vigentes. Entretanto, algumas pesquisas mostram que o oportunismo, com foco no interesse pessoal, é a característica principal do *insider trading* oportunista (AKERLOF, 1970; WILLIAMSON, 1979; 1988; 1991; 1993; 1996; COHEN; MALLOY; POMORSKI, 2012; TANG; CHEN; CHANG, 2013; HILLIER; KORCZAK; KORCZAK, 2015; GIDER; WESTHEIDE, 2016; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; CHOWDHURY *et al.*, 2018; WU; SORENSEN; SUN, 2019; GOERGEN; RENNEBOOG; ZHAO, 2019; SILVERSTEIN, 2020; BATTEN; LONCARSKI; SZILAGYL, 2020; RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020; CONTRERAS; KORCZARK; KORCZARK, 2020; PHAM, 2020; JARDKAK; MATOUSSI, 2020; RYU; YANG; YU, 2022). Portanto, mesmo conscientes que estão fazendo algo ilícito e que poderão ser penalizados no futuro, eles negociarão um alto volume de ações, quanto maior for a assimetria informacional.

Em suma, as atitudes dos *insiders*, que incorrem em risco moral, estão relacionadas ao problema comportamental do oportunismo, conforme evidenciado por Williamson (1979;1988;1991;1993;1996;1999). Por exemplo, *insiders* possuem retornos mais altos em firmas com baixa qualidade na governança corporativa (RAVINA; SAPIENZA, 2010; JAGOLINZER *et al.*, 2011). Ao mesmo tempo, a conexão dos diretores executivos aumenta as negociações privilegiadas oportunistas, ao induzir a alta administração a reduzir a qualidade da divulgação voluntária, acentuando a assimetria informacional (GROSSMAN; STIGLITZ,

1980; PHAM, 2020). Bem como, os ganhos dos *insiders* aumentam quando há uma redução na cobertura de analistas e quando a fiscalização regulatória é mediana (WU; SORENSEN; SUN, 2019). Isso significa que os mecanismos de governança são necessários para conter as atitudes oportunistas dos gestores.

Além disso, constatou-se que o oportunismo se trata de uma má conduta corporativa e não é demonstrado apenas por meio de negociações com informações privilegiadas, mas também, em outras atividades ilícitas. Uma vez que, firmas com negociações de informações privilegiadas têm níveis mais altos de gerenciamento de resultados, republicações dos relatórios econômico-financeiros, ações de punição da SEC, litígios de acionistas e remuneração excessiva de executivos (ALI; HIRSHLEIFER, 2017; HE; DU; YU, 2022). Do mesmo modo, os *insiders* se aproveitam das informações ainda não divulgadas sobre o gerenciamento de resultados para realizar negociações de maneira oportunista (TANG; CHEN; CHANG, 2013; CHOWDHURY *et al.*, 2018). Isto é, se aproveitam da vantagem informacional para obter ganho em detrimento aos outros investidores (GIDER; WESTHEIDE, 2016). Diante do exposto, pode-se corroborar que o oportunismo se trata de um traço comportamental, cuja evidenciação ocorre em atitudes antiéticas.

A assimetria de informações fomentada pelo comportamento oportunista, atua como um catalisador, permitindo que os gestores oportunistas coloquem seus interesses pessoais em primeiro lugar sobre os dos acionistas e demais investidores. Esse comportamento poderá ser negativo para a firma (SILVERSTEIN, 2020). Nesse mesmo contexto, Armstrong, Core, Taylor e Verrecchia (2011) explicam que o aumento da assimetria de informações causada pelo oportunismo vem como um custo para os acionistas, principalmente por causa de um maior custo de capital. Isto é, a diferença de conhecimento entre *outsiders* e *insiders* provoca incerteza sobre o retorno para os investidores externos (MYERS; MAJLUF, 1984).

Alguns artigos consideram que o *insider trading* aumenta a eficiência de mercado incorporando informações privadas no valor da ação e o ganho obtido trata-se de uma recompensa pela sinalização realizada aos participantes do mercado (DEGRYSE, DE JONG, LEFEBVRE, 2014; GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2015; VASCONCELOS; GALDI; MONTE-MOR, 2016; CLINE; GOKKAYA; LIU, 2017). Por outro ponto de vista, algumas pesquisas defendem a proibição do *insider trading*, por visualizarem os lucros como resultado de um comportamento oportunista, que causa falta de confiança com os investidores externos, e, conseqüentemente, reduz da liquidez do mercado de capitais (JAGOLINZER; LARCKER;

TAYLOR, 2011; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; HUANG, 2019; CONTRERAS; KORCZARK; KORCZARK, 2020).

A título de exemplo, tem-se o caso de *insider trading* realizado pelos irmãos Joesley e Wesley Batista da JBS, que venderam ações da própria firma e adquiriram dólares antes da divulgação da delação premiada, obtendo um lucro muito alto (VASCONCELOS; GALDI; MONTE-MOR, 2016). Ou seja, a janela temporal não foi suficiente para que os *outsiders* realizassem o efeito manada e, também, pudessem obter ganhos. De forma que, as transações com informações privilegiadas afetaram os acionistas e demais investidores, uma vez que a bolsa de valores brasileira foi impactada negativamente pelo escândalo (SILVA *et al.*, 2019).

Além deste, tem-se o resultado da pesquisa de Tonindandel e Decourt (2020) que analisaram as operações de *insiders* no período de 2006 a 2011. Cujos resultados evidenciaram que os *insiders* que realizam transações no mercado acionário de suas firmas obtêm ganhos acima da média apresentada pelo Índice da Bolsa de Valores de São Paulo – IBOVESPA. Portanto, mesmo que os preços das ações possam mudar para refletir as informações contidas em uma negociação privilegiada, o comprador de uma decisão de venda privilegiada e o vendedor de uma decisão de compra privilegiada seriam diretamente afetados pela negociação. À medida que a proporção de *insiders* aumenta no mercado, o número de investidores externos perdendo também aumentará, resultando em uma queda na confiança geral do investidor, aumentando a ineficiência do mercado (CLACHER; HILLIER; LHAOPADCHAN, 2009).

Nesse sentido, a literatura evidencia que os atributos pessoais explicam até um terço da variabilidade no desempenho do *insider trading* oportunista e que as características pessoais do *insider* como ano de nascimento, escolaridade e gênero, são mais importantes em firmas com maior assimetria informacional (HILLIER; KORCZAK; KORCZAK, 2015). Com isso, fatores pessoais como o que os diretores valorizam, experiências pessoais, experiência profissional e características de personalidade afetam as decisões corporativas e as atividades dos negócios (HAMBRICK; MASON, 1984). Logo, as atitudes dos gestores dependerão dos seus valores éticos.

À vista disso, alguns trabalhos demonstraram que as mulheres têm menos predisposição para cometer atitudes oportunistas do que os homens. Sun *et al.* (2021) mostraram que *insiders* femininas obtêm menos ganhos que os homens, uma vez que respeitam mais a legislação, são mais avessas ao risco e tem mais ética. Gupta *et al.* (2020) revelaram que as Diretoras Financeiras (CFO) terão uma probabilidade menor de realizar relatórios financeiros incorretos do que CFO do sexo masculino. Além disso, a pesquisa aponta que a relação entre o gênero do

CFO e relatórios financeiros incorretos dependerá dos mecanismos de governança, como propriedade institucional e cobertura de analistas. Demonstrando, assim, que as características pessoais dos gestores influenciarão na conduta do profissional na firma.

Outra característica do comportamento que se destaca junto aos *insiders* é a preocupação com a reputação, que gera uma redução nas negociações privilegiadas. Como por exemplo, a preocupação com a reputação junto à comunidade local provoca menor retorno das negociações dos *insiders* em firmas localizadas em áreas mais religiosas, uma vez que o impacto das normas sociais é mais forte (CONTRERAS; KORCZARK; KORCZARK, 2020). Assim como, *insiders* de firmas com maiores pontuações de RSC (GAO; LISIC; ZHANG, 2014) e a repercussão, negativa, na mídia sobre negociações com informações privilegiadas reduzem as atividades oportunistas lucrativas (DAI; PARWADA; ZHANG, 2015). Portanto, os *insiders* reduzem seus ganhos oportunistas com o intuito de proteger sua reputação e de reduzir o risco de litígio ou a exposição negativa.

Segundo Grossman e Stiglitz (1980), os *insiders* procuram aumentar ainda mais a assimetria informacional, em relação aos *outsiders*, com o objetivo de intensificar seus lucros. Diante do exposto, explorar os fatores que impedem o comportamento impróprio dos gestores é crucial para reduzir a fraude e a má conduta corporativa (HE; DU; YU, 2022). Dessa forma, à luz das características individuais dos gestores, fomentar a transparência, o monitoramento e a responsabilidade corporativa das firmas é de suma importância para reduzir o comportamento oportunista dos *insiders*.

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Visto que o oportunismo se refere ao interesse próprio com dolo e, por consequência, fomenta atitudes oportunistas, deve ser combatido por meio de um conjunto de mecanismos que assegurem os princípios éticos das firmas. Segundo Batae (2008), o comportamento ético corresponde a realização do que de fato é visto como correto em comparação com fazer o que é simplesmente legal. Portanto, acima das obrigações legais e econômicas estão as responsabilidades éticas dentro de uma firma.

Nesse sentido, como as práticas éticas se preocupam com o bem-estar geral de todas as partes interessadas, de forma igualitária e justa, a existência das melhores práticas de governança potencializarão ainda mais esses comportamentos éticos e aumentarão a intensidade dos resultados e benefícios associados (ELGAMMAL; EL-KASSAR;

MESSARRA, 2018). Nesse contexto, para que uma firma seja considerada ética, ela deve equilibrar o esforço pelo lucro e o cumprimento das responsabilidades sociais. Em que, a moral e os valores podem variar de acordo com a cultura e a região (ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018).

Em virtude disso, em determinados contextos culturais, os mecanismos de governança corporativa não são tão eficazes para minimizar o oportunismo (SOSCHINSKI *et al.*, 2020). Tendo em vista que a cultura da região afeta o comportamento da gestão (ALI; HIRSHLEIFER, 2017). Portanto, um código de governança corporativa efetivo, capaz de direcionar as atividades dos colaboradores, por meio de um monitoramento e controle interno eficiente, com procedimentos disciplinares precisos e políticas internas atualizadas é fundamental (BATAE, 2018). Pois, dependendo das características intrínsecas do país, o oportunismo aliado à legislação branda, poderá fomentar atitudes oportunistas.

Segundo La Porta *et al.* (2002), a governança corporativa se trata de um conjunto de mecanismos por meio dos quais os investidores externos se protegem contra a expropriação dos acionistas. Com relação aos mecanismos de governança, estes poderão ser internos ou externos. Os mecanismos internos se referem ao conselho de administração e à estrutura de propriedade, ao passo que os mecanismos externos consistem no mercado de aquisição e no sistema legal (DENIS; MCCONNELL, 2003). O conselho de administração desempenha um papel de monitoramento e aconselhamento voltados à administração da companhia, com o intuito de defender os interesses dos acionistas (HEALY; PALEPU, 2001), cujo conflito de interesses ocorre entre a propriedade e a gestão conforme trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976).

Entretanto, também pode ocorrer o conflito entre acionista majoritário e acionista minoritário. Isso ocorre quando a propriedade é concentrada, em que, na maioria das vezes, os conselheiros têm o mesmo sobrenome dos proprietários, isto é, são empresas familiares e, ainda, com a possibilidade do membro familiar administrar a firma (CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018). Desse modo, a probabilidade de haver expropriação dos direitos dos acionistas minoritários é bem maior, tendo em vista que os acionistas controladores terão a influência da informação, podendo incorrer em atitudes oportunistas, visando benefício próprio. Como, por exemplo, a utilização de benefícios unicamente pelos acionistas controladores, para posteriormente ratearem os custos com os demais acionistas (JAGGI; TSUI, 2007; SAVELLI; ZILBER; NAKAMURA, 2020).

Segundo Shleifer e Vishny (1997), possuir o controle efetivo de uma firma, permite que o proprietário controlador determine não apenas como a empresa é gerida, mas também como

os lucros estão sendo distribuídos entre os acionistas. Diante disso, a nomeação de membros da família com participação majoritária deve ser evitada, com o intuito de aumentar a independência e monitorar a eficácia dos conselhos corporativos (JAGGI; TSUI, 2007; HUANG; HOU; CHENG, 2012; RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020). Como também deve ser evitada, a dualidade de CEO e presidente do conselho de administração, tendo em vista haver uma maior probabilidade de má conduta (ZAMAN *et al.*, 2021).

O fato de uma empresa não ter uma estrutura de propriedade concentrada ou não ser controlada por um grupo familiar não significa que possuirá uma governança corporativa eficaz, capaz de mitigar o comportamento oportunista da firma. Isto é, para que haja uma boa governança corporativa, é necessária a presença da prestação de contas, responsabilidade corporativa e transparência (PROCIANOY; DECOURT, 2015; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; JAIN; ZAMAN, 2020). Segundo os autores, a presença dessas características é dever da gestão, do conselho de administração e do conselho fiscal para com os investidores e demais *stakeholders*. Em vista disso, a governança deve realizar um monitoramento eficaz para garantir a aplicação desses princípios. Tendo em vista que firmas com monitoramento fraco apresentam uma maior probabilidade de ter má conduta (ZAMAN *et al.*, 2021).

Em relação ao monitoramento do conselho de administração, as conselheiras são mais propensas a participar das reuniões do conselho do que os diretores do sexo masculino. As mulheres diretoras também são mais propensas a participar de comitês de monitoramento de governança corporativa (ADAMS; FERREIRA, 2009; CUMMING; LEUNG; RUI, 2015). Um conselho grande e mais independente, com um comitê de RSC e ser composto com uma maior proporção de mulheres estará mais preparado para mitigar comportamentos oportunistas, tanto em termos de número de incidentes irresponsáveis, quanto em termos de custos econômicos para a firma (JAIN; ZAMAN, 2020). Desta maneira, um maior monitoramento é fundamental para que o oportunismo seja mitigado e isso poderá ocorrer por meio dos aspectos da governança.

Como exemplo de monitoramento externo, tem-se os analistas financeiros, que auxiliam na redução da assimetria informacional entre a firma e o mercado (ELLUL; PANAYIDES, 2018). Inclusive, os intermediários de informação, como analistas financeiros e agências de classificação, envolvem-se na produção de informações privadas para descobrir qualquer uso indevido dos recursos da empresa por parte do gestor (HEALY; PALEPU, 2001; CLINE;

GOKKAYA; LIU, 2017). Portanto, os analistas ao divulgar informações da firma, reduzem a vantagem informacional que os *insiders* possuem em relação aos *outsiders*.

Elgammal, El-Kassar e Messarra (2018) encontraram que práticas éticas têm um impacto positivo na governança corporativa e, por sua vez, a governança corporativa tem um impacto positivo na RSC das firmas do Oriente Médio e Norte da África. Isso se dá tendo em vista que as práticas éticas tendem a reduzir o oportunismo das firmas. Por outro lado, a ausência dessas práticas influencia em uma governança fraca, incapaz de combater as atitudes oportunistas. Como consequência, ocorrem os escândalos corporativos em firmas que, teoricamente, possui governança corporativa, mas não pratica seus mecanismos de forma eficiente.

Diante desse contexto, firmas, conselheiros e executivos têm sido alvo de ações criminais e civis por dívidas ocultas, gerenciamento de resultados, uso de informações privilegiadas, evasão fiscal, uso indevido de fundos e violação de deveres fiduciários (DASH, 2012). Uma vez que a expropriação pode assumir várias formas conforme La Porta *et al.* (2002). Esses casos chamam a atenção para a necessidade de uma maior transparência e confiança entre firmas, investidores e a sociedade. Como também, provocam questionamentos sobre os diversos mecanismos de governança relacionados à representação nos conselhos de administração, responsabilidades dos conselheiros, independência dos conselheiros, independência dos auditores, independência na determinação da remuneração dos executivos e relações entre conselhos e executivos (DASH, 2012; RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020).

Com relação à auditoria externa, foi constatado que, por mais que os laços sociais possam facilitar a transferência de informações e ajudar os auditores a aliviar a pressão da administração para dispensar a correção de distorções detectadas, as relações interpessoais próximas podem prejudicar o monitoramento dos auditores no processo de relatórios financeiros (HE *et al.*, 2017). Em relação às maiores empresas de auditoria, *Big Four*, estudos anteriores mostraram que os clientes das *Big Four* têm menos probabilidade de refazer as demonstrações contábeis, como também, a qualidade do serviço de auditoria destas firmas é maior do que das demais firmas de auditoria. Isso se deve, pois escritórios maiores são mais propensos a emitir relatórios contínuos de auditoria, consequentemente, as firmas auditadas pelas *Big Four* tendem a amenizar a má conduta empresarial (FRANCIS; YU, 2009; ESHLEMAN; GUO, 2014).

Por outro lado, a pesquisa realizada no Paquistão revelou que um baixo risco de litígio, forte vínculo econômico dos auditores com seus clientes, menor proteção ao investidor,

mecanismos de execução deficientes e domínio das firmas por grupos familiares influentes levam os auditores a se comportarem de maneira oportunista, o que prejudica sua independência e objetividade (ABID; SHAIQUE; ANWAR UL HAQ, 2018).

Healy e Palepu (2001) explicam que os auditores estão preocupados em minimizar sua responsabilidade legal, ao invés de aumentar a credibilidade dos relatórios financeiros. Dessa maneira, eles tentam reduzir seu próprio risco, mesmo que isso afete a qualidade dos relatórios financeiros para os investidores. Dessa forma, pode-se inferir que, quando o monitoramento é ineficiente, o ambiente fica propício para a ocorrência de atitudes oportunistas.

Pesquisas recentes (DONELSON *et al.*, 2020; FRIEDRICH; QUICK, 2023) revelam que nos últimos anos as quatro grandes firmas de auditoria, *Big Four*, se concentraram em serviços de consultoria ao invés de auditoria, tanto que a maior parte de suas receitas advém da consultoria. Como resultado, os resultados mostram que nos serviços de consultoria, a independência do auditor ficou comprometida, como também, a qualidade da auditoria diminuiu no nível do escritório local após a aquisição de empresas de consultoria que prestam serviços não relacionados à auditoria. Portanto, com base nos resultados dos estudos anteriores pode-se afirmar que a reputação das *Big Four* é comprometida pelos serviços que não se relacionam com a auditoria.

Estudos anteriores mostram que os preços das ações variam conforme os anúncios de lucros das firmas e esse fato sugere que os investidores em geral consideram as informações contábeis confiáveis (RAVINA; SAPIENZA, 2010; YANG; ZHANG; ZHANG, 2020). Cujas confiabilidades advém dos pareceres dos auditores externos, uma vez que se entende que o parecer foi dado conforme as normas contábeis. Portanto, quando os serviços de auditoria funcionam de maneira distinta, conforme as normas legais, as decisões e divulgações contábeis dos gestores evidenciarão informações assertivas da firma aos investidores externos. Por outro lado, se os registros contábeis e a auditoria estiverem equivocados, fornecendo uma informação que não condiz com a realidade da firma, os gestores terão uma influência da informação em detrimento aos *outsiders*, que poderão adquirir ou vender ações por um preço errado, obtendo prejuízo (HEALY; PALEPU, 2001; HE *et al.*, 2017; ABID; SHAIQUE; ANWAR UL HAQ, 2018).

Com relação ao comitê de auditoria, o tamanho do comitê e a experiência dos integrantes restringem atitudes oportunistas no Vietnã (NGO; LE, 2021). Nesse sentido, a presença de membros do sexo feminino no comitê de auditoria pode aumentar a probabilidade de contratação de auditores de maior qualidade, uma vez que as mulheres desempenham melhor o

papel de monitoramento, são mais conservadoras e tomam decisões mais éticas (ADAMS; FERREIRA, 2009; NGO; LE, 2021). Além disso, o tamanho do comitê, bem como, membros independentes e especialistas financeiros em comitês de auditoria estão mais fortemente associados a uma redução nas republicações dos relatórios financeiros (ORADI; IZADI, 2020). Nesse sentido, a presença de mulheres nos órgãos de monitoramento poderá mitigar o oportunismo, como também, melhorar a qualidade dos relatórios, por meio da redução de erros e da quantidade de refazimentos de republicação.

Como a contabilidade é a linguagem dos negócios, a necessidade de uma representação fidedigna clara e justa da posição da empresa torna-se obrigatória. À luz de muitos escândalos e ações fraudulentas, os relatórios financeiros e a divulgação tornaram-se um dos fundamentos de um sistema de governança corporativa saudável (ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018). Entretanto, quando uma firma realiza a republicação das demonstrações financeiras, isto é, reapresenta os relatórios anteriormente publicados, pode sinalizar ao mercado não apenas a ocorrência de erros, mas também, a existência de fraudes (BENYOUSSEF; KHAN, 2017; HE *et al.*, 2017; ALI; HIRSHLEIFER, 2017). Nesse caso, a republicação relatórios pode indicar presença de atitudes oportunistas da firma e colaboradores.

Com relação às atitudes oportunistas, a utilização de informações privilegiadas e a fraude são consideradas as principais violações da simetria de informações sobre mercados. Em geral, informações confidenciais são precisas para emissores ou certos instrumentos financeiros que não foram divulgados ao público. Sua divulgação provavelmente teria um impacto significativo nos preços das ações (JAKIMOWICZ; BAKLARZ; SMULSKA, 2018; YANG; ZHANG; ZHANG, 2020). Sob esse ponto de vista, a divulgação de informação contábil e financeira de forma confiável, relevante e tempestiva é fundamental para redução da assimetria (BEATTY; HARRIS, 1998; HEALY; PALEPU, 2001).

De acordo com a CVM (2017), as firmas listadas na [B]³ devem publicar: (i) as demonstrações financeiras anuais e as padronizadas; (ii) as informações trimestrais; (iii) o formulário de referência; (iv) fatos relevantes; e, (v) comunicados ao mercado. Contudo, a divulgação das informações das firmas possui uma qualidade tão duvidosa, que a ocorrência de *insider trading* oportunista se torna mais informativa para o mercado do que os relatórios da própria firma (RAVINA; SAPIENZA, 2010; GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2015). Dessa forma, a divulgação dos relatórios econômico-financeiros não resolve completamente esses problemas, sendo necessária a elaboração de um contrato de incentivos entre acionistas e

gestores com o intuito de alinhar os objetivos e evitar o comportamento oportunista (BEATTY; HARRIS, 1998).

Além das práticas de governança corporativa, várias leis foram promulgadas no mundo com o intuito de conter atitudes oportunistas, por meio da imposição de penalidades para os responsáveis. Acompanhando esse movimento, no final dos anos 2000 a Bolsa de Valores brasileira, Brasil, Bolsa, Balcão – [B]³ criou os níveis diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, em ordem crescente de exigências. Nas quais ultrapassam as obrigações legais, com vistas a aumentar a transparência, equidade e responsabilidade das firmas.

Além disso, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM interveio na alteração da Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, que criminalizou em 2001 o uso indevido de informações privilegiadas antes de sua divulgação. A modificação da referida lei impôs ao acusado prisão de até cinco anos e o pagamento de uma multa de até três vezes o montante do ganho obtido em decorrência do ato ilícito. Essas medidas têm a intenção de dar uma maior proteção ao investidor como forma de mitigar a assimetria informacional, uma vez que episódios oportunistas no mercado financeiro podem reduzir a confiança e credibilidade do mercado de capitais e, por conseguinte, impactar nas firmas.

Além disso, no Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) publicou vários códigos de boas práticas, sendo a última versão publicada em 2016, no qual recomenda a linha do “pratique ou explique” conforme códigos de governança de outros países. Mesmo assim, ainda ocorreram vários casos de fraudes e *insider trading* oportunistas que tiveram repercussão na mídia. Podendo citar a JBS, OGX, Petrobras, IRB Brasil e recentemente o caso da Americanas. Vale frisar que essas empresas faziam parte do novo mercado, nível mais exigente de governança corporativa, pois os níveis diferenciados podem não influenciar na qualidade da governança corporativa (SILVEIRA; BARROS, 2008). Isso demonstra que houve falhas, nos órgãos internos das referidas firmas, em mitigar o oportunismo.

Diante desse contexto, o Brasil, como um mercado emergente, possui características únicas, uma vez que a diferença nas práticas de governança corporativa é diferenciada em virtude de vários fatores. Dentre eles, pode se destacar a concentração de propriedade (LA PORTA *et al.* 2002, BLACK; DE CARVALHO; SAMPAIO, 2014) e normas que fornecem uma fraca proteção aos minoritários (LA PORTA *et al.*, 2002). Segundo Silveira (2021), os principais problemas de governança no Brasil se referem: (i) à maioria das firmas terem controle familiar; (ii) à alta concentração de ações ordinárias detidas pelos controladores; (iii) ao

conselho de administração composto por maioria de conselheiros externos, mas não independentes; (iv) à baixa qualidade da maioria dos sites de Relação com Investidores; e, (v) ao relato fraco do valor econômico adicionado ou destruído pelos gestores.

Considerando o exposto, percebe-se que um dos problemas centrais da governança no Brasil refere-se à concentração de propriedade, que poderá expropriar os ativos dos acionistas não controladores, bem como dos credores (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Nesse sentido, a concentração de propriedade oferece uma maior oportunidade para os acionistas majoritários maximizarem seus benefícios privados, expropriando os interesses dos acionistas minoritários por meio de atitudes oportunistas (JAGGI; TSUI, 2007; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018). Para auxiliar no monitoramento, no Brasil existe um órgão chamado Conselho Fiscal, cuja função consiste em fiscalizar os administradores para reportar aos acionistas.

Os conselheiros fiscais podem atuar de forma individual, apesar do caráter colegiado do órgão. E, a o contrário do comitê de auditoria que é subordinado ao conselho de administração, o conselho fiscal, por ser independente, pode permitir um monitoramento mais efetivo, considerando as exigências legais, os interesses dos acionistas e da firma (IBGC, 2016). Um estudo recente apontou que membros do comitê de auditoria e a presença do conselho fiscal possui relação negativa com o *audit delay*, isto é, o prazo entre o encerramento do exercício e a entrega do parecer de auditoria (BORBA *et al.*, 2019). Dessa forma, uma maior transparência para reduzir a assimetria informacional e um maior monitoramento são fundamentais para combater as atitudes oportunistas dos *insiders*.

2.4 DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DA PESQUISA

A ocorrência de *insider trading* revela atitudes oportunistas de *insiders* em detrimento aos outros participantes do mercado. Em que, há evidências de que os gestores vendem substancialmente mais ações durante o período em que há manipulação dos dados contábeis (LEI; WANG, 2014; VITALE, 2018). Nesse sentido, a demonstração dos gestores em vender suas ações a preços inflacionados é um motivo para manipulação dos lucros (AGRAWAL; COOPER, 2015). Tendo em vista esses aspectos, a imagem das empresas envolvidas poderá ficar “manchada” e isso repercutir negativamente nos seus resultados (MASSON; MADHAVAN, 1991; LEE; NG, 2009; VASCONCELOS; GALDI; MONTE-MOR, 2016; GÓIS; SOARES, 2019).

Enquanto os eventos de divulgação, como relatórios de analistas e evidenciação dos resultados, mitigam a assimetria de informações nos mercados financeiros (ELLUL; PANAYIDES, 2018; YANG; ZHANG; ZHANG, 2020), investidores, ou *insiders*, com notícias que ainda não foram divulgadas possuem incentivos para explorar a influência da informação negociando ações imediatamente antes da publicação das notícias (MEULBROEK, 1992; RYU; YANG; YU, 2022). Isto é, as negociações com pessoas informadas aumentam a quantidade de transações com liquidez, em que *insiders* compram (vendem) mais antes de anúncios positivos (negativos). Outro ponto, compras de *insiders* são mais lucrativas antes da divulgação de fatos relevantes do que antes da publicação dos relatórios econômico-financeiros (LEI; WANG, 2014).

Diante do exposto, o *insider trading* oportunista reduz a confiança dos investidores, o que leva a uma diminuição na negociação de liquidez. Isso causa uma diminuição da eficiência de mercado (CLACHER; HILLIER; LHAOPADCHAN, 2009; SILVERSTEIN, 2020). 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. Pois, a falta de credibilidade nos mercados ocasiona a redução do número de negociações em bolsa de valores e, conseqüentemente, há uma redução da liquidez de mercado (VASCONCELOS; GADI; MONTE-MOR, 2016). Portanto, é necessário combater essas atitudes, com o intuito de proteger os investidores e, conseqüentemente, as firmas, que são prejudicadas pelo comportamento oportunista dos *insiders*.

De acordo com North (1990), o caráter custoso das informações é a chave dos custos de transações, que consistem nos custos de mensurar os atributos valorativos daquilo que é objeto de troca, bem como nos custos de garantir direitos e de fiscalizar e fazer cumprir acordos. Nesse sentido, pode-se apontar a governança corporativa como uma ferramenta de fiscalização e monitoramento das atividades dos diretores da empresa, para criação de valor para a empresa e, conseqüentemente, para o acionista. Assim, as estruturas de governança que atenuam o oportunismo e de outra forma infundem confiança são evidentemente necessárias (WILLIAMSON, 1979).

Por outro lado, uma governança corporativa fraca tem relação com transações com informações privilegiadas e ganhos anormais, agravando a expropriação de recursos de investidores externos (TANG; CHEN; CHANG, 2013). Como consequência, o oportunismo, relacionado aos problemas de assimetria de informações e uma fraca governança corporativa da firma, provoca efeitos negativos sobre o valor da firma (SILVERSTEIN, 2020). Em

contrapartida, uma governança corporativa eficiente instiga a criação de valor, uma vez que mitiga a possibilidade de atitudes oportunistas, por meio de seus mecanismos (JACOB, 2019; CONTRERAS; KORCZAK; KORCZAK, 2020). Dessa forma, os recursos da governança corporativa, por meio de um maior monitoramento e transparência, irão minimizar a assimetria informacional e a possibilidade do *insider* agir de forma oportunista, visando o ganho pessoal.

Considerando que o oportunismo advém de um problema comportamental, conforme explicado por Williamson (1979;1988;1996;1991), a aplicação de políticas internas de governança corporativa que visam o comportamento pode ser importante na restrição de informações privilegiadas (CZIRAKI; DE GOEIJ; RENNEBOOG, 2014; WANG, 2019). Nesse sentido, estudos anteriores que analisaram a governança corporativa interna, encontraram que as limitações impostas no comportamento dos *insiders*, com base nas normas e políticas internas da firma, como períodos de *blackout trading* (JAGGI; TSUI, 2007; BETZER; THEISSEN, 2009) e aprovação do conselho geral para negociar (JAGOLINZER; LARCKER; TAYLOR, 2011; HODGSON; SEAMER; UYLANGCO, 2020), poderão reduzir as negociações com uso de informações privilegiadas.

Ainda, considerando o fator comportamental, principalmente em configurações teóricas clássicas com contratos incompletos e assimetria de informação, a reputação muitas vezes se adequa como um mecanismo de imposição informal contra o oportunismo (GAO; LISIC; ZHANG, 2014). Nessa perspectiva, a importância da reputação corporativa para a firma, na qual há uma preocupação dos gestores com uma boa avaliação perante a sociedade, possibilita focar na qualidade da governança corporativa com o objetivo de limitar atitudes antiéticas (HILLIER; KORCZAK; KORCZAK, 2015; LU, 2023). Como consequência, cada vez mais as firmas respondem à demanda dos *stakeholders* por informações não só financeiras, mas também, em relação aos riscos associados às questões de desempenho ambiental, social e de governança corporativa (GAO; LISIC; ZHANG, 2014; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; SAVELLI; ZILBER; NAKAMURA, 2020). Uma vez que as crises de reputação prejudicam as receitas, o valor da marca, a confiança do cliente e o preço das ações.

Por isso, a qualidade do engajamento do ESG (*Environmental, Social and Governance*) inibe significativamente a má conduta do gestor (HE; DU; YU, 2022). Do mesmo modo, os executivos preocupados com a RSC (GAO; LISIC; ZHANG, 2014) e com as sanções sociais (HILLIER; KORCZAK; KORCZAK, 2015; CONTRERAS; KORCZAK; KORCZAK, 2020) são mais propensos a abster-se de ações de interesse próprio, como negociações informadas. Tendo em vista que, estudos recentes demonstram, por meio do ponto de vista das

instituições informais, que o nível de confiança social está negativamente associado à ocorrência de má conduta corporativa e que essa desaprovação social causa um custo social para a firma (DONG *et al.*, 2018; CONTRERAS; KORCZARK; KORCZARK, 2020).

Portanto, a cobertura da mídia sobre negociações de um *insider* reduz a rentabilidade das transações subsequentes desse *insider*, consistente com *insiders* dispostos a evitar negociações lucrativas quando estão em evidência, para proteger sua reputação e evitar o risco de atenção ou litígio adverso (DAI; PARWADA; ZHANG, 2015). Pois, os lucros do *insider trading* são contraditórios. Uma vez que se refere à um comportamento oportunista em detrimento aos investidores desinformados, sendo considerado antiético. Dessa forma, o receio de manchar sua imagem perante a sociedade e o mercado poderá ser um fator inibidor do oportunismo.

No mercado de capitais, há uma tendência em haver um hiato entre o valor de mercado da firma e o seu valor contábil (CHENG *et al.*, 2010). Esse hiato indica um ativo intangível, que muitas vezes não é relatado nas demonstrações financeiras e que pode representar um efeito positivo ou negativo sobre o valor corporativo (ARDI; MURWANINGSARI, 2018; SAVELLI; ZILBER; NAKAMURA, 2020). Diante desse contexto, o valor de uma firma pode representar não só o desempenho econômico e financeiro, mas também as perspectivas futuras da firma e sua reputação atual. Nesse sentido, empresas contratam os serviços de consultoria de *Big Four* para auxiliar em tempos de crise de reputação (ASANTE-APPIAH; LAMBERT, 2022).

Como exemplo tem-se a *British Petroleum* (BP), *Alphabet* (Google), *Facebook* e *Wells Fargo* que utilizaram dos serviços não relacionados à auditoria após escândalos relacionados com ESG com alta exposição na mídia, com o intuito de gerenciar os riscos (ASANTE-APPIAH; LAMBERT, 2022). Por conta disso, geralmente, as *Big Four* aparecem envolvidas quando ocorrem essas repercussões negativas, por prestarem serviços não relacionados com auditoria para firmas com problemas de reputação.

Estudos anteriores apontam que, apesar da incidência maior da tributação no pagamento de dividendos do que na distribuição de lucros, a firma, muitas vezes, prefere pagar dividendos aos seus acionistas com o intuito de enviar um sinal positivo sobre as perspectivas futuras da empresa. O custo dessa sinalização é que os dividendos em dinheiro são tributados mais do que os ganhos de capital (HUSSAINEY; MGBAME; CHIJOKE-MGBAME, 2011; PIETRO NETO; DECOURT; GALLI, 2011). Entretanto, estudos seminais apontam que, acionistas que possuem confiança na firma, isto é, estão legalmente protegidos, estão dispostos a esperar por seus dividendos quando as oportunidades de investimento são boas.

Como também, revelaram que, quando os acionistas não confiam na capacidade de desempenho futuro da firma, eles preferem receber os dividendos com mais brevidade (BHATTACHARYA, 1979; LA PORTA *et al.*, 2002). Considerando a assimetria informacional existente, a firma realiza o pagamento de dividendos para sinalizar ao mercado que possui fluxo de caixa disponível, com o intuito de refletir informações positivas aos *stakeholders*.

No contexto de sinalização ao mercado, firmas com *insiders* oportunistas que podem causar vários tipos de atitudes oportunistas, como gerenciamento de resultados, fraudes e negociação com utilização de informação não divulgada têm maior incidência de republicações (ALI; HIRSHLEIFER, 2017). Além disso, estudos recentes revelaram que firmas que possuem necessidade de republicação das DFPs são aquelas com informações contábeis de qualidade inferior e com maior assimetria informacional (NARDI; SILVA, 2021; ASANTE-APPIAH; LAMBERT, 2022). Assim, o fato de uma firma republicar suas demonstrações pode sinalizar ao mercado a ocorrência de atitudes oportunistas.

Algumas pesquisas revelaram que os ganhos do *insider trading* oportunistas são menores em empresas com governança corporativa mais forte (RAVINA; SAPIENZA, 2010; JAGOLINZER *et al.*, 2011). Para que a firma mitigue o oportunismo, não adianta apenas aderir aos níveis diferenciados de governança, uma vez que alguns estudos mostraram que o fato de estar listada não irá influenciar na qualidade da governança (SILVEIRA, BARROS; 2008; BLACK; DE CARVALHO; GORGA, 2010; SILVEIRA, 2021). Mas, é fundamental que a firma combata o oportunismo por meio de um monitoramento e transparência, com base no comportamento ético.

Estudos anteriores analisaram os fatores que fomentam e que podem mitigar o oportunismo nas firmas. Na perspectiva interna, a concentração de capital de uma firma, como também, a presença de um grupo controlador (família ou outra empresa) ou um acordo de acionistas entre alguns poucos grandes acionistas controladores (CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000; JAGGI; TSUI, 2007; ABID; SHAIQUE; ANWAR UL HAQ, 2018; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; HE; DU; YU, 2022), a cooptação de conselheiros (PHAM, 2020), a conexão de diretores e conselheiros (PHAM, 2020; NGO; LE, 2021), laços sociais entre auditores e diretores da firma (HE *et al.*, 2017) podem enfraquecer as práticas de governança corporativa, possibilitando um ambiente propício para a existência de atitudes antiéticas.

Por outro lado, a presença de mulheres no conselho de administração (JAIN; ZAMAN, 2020; SUN *et al.*, 2021), a existência de um conselho fiscal (BORBA *et al.*, 2019), o tamanho do comitê de auditoria (BORBA *et al.*, 2019; ORADI; IZADI, 2020), maior independência do conselho de administração (RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020; SUN *et al.*, 2021) e adesão às práticas de ESG (DONG *et al.*, 2018; HE; DU; YU, 2022) podem reduzir o risco da firma estar envolvida em *insider trading* oportunista.

Sob o ponto de vista externo, a pressão do monitoramento e o risco de litígio de fatores externos, como leis e regulamentos, ambiente de mercado, repercussão na mídia, auditorias externas e cobertura de analistas podem influenciar no comportamento oportunista das firmas (GAO; LISIC; ZHANG, 2014; HE; DU; YU, 2022). Nesse sentido, os analistas financeiros ao divulgar informações devem reduzir a vantagem informacional dos *insiders* da firma, influenciando na dinâmica de negociação e na qualidade do mercado (HILLIER; KORCZAK; KORCZAK, 2015; ELLUL; PANAYIDES, 2018).

Como também, firmas que fazem parte dos níveis diferenciados de governança corporativa demonstram ao mercado que estão seguindo regras acima do que exige a lei (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; ESQUEDA; O'CONNOR, 2020). Isto é, a decisão de se auto selecionar em um determinado nível de regulamentação transmite informações relevantes sobre a qualidade da governança corporativa que a firma busca alcançar. Levando em consideração todo o exposto, esta pesquisa apresenta a seguinte hipótese da pesquisa:

H₁ – Os aspectos da governança corporativa mitigam os indícios de *insider trading* oportunistas.

A seguir, no capítulo 3 desta tese, é apresentado o percurso metodológico necessário para se alcançar o objetivo proposto da pesquisa.

3 METODOLOGIA

Este estudo objetiva estudar os aspectos da governança corporativa que mitigam os indícios de *insider trading* oportunista das firmas. Dessa forma, nesta seção serão apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para se alcançar ao objetivo da pesquisa, por meio da população e amostra, base de dados, a descrição do modelo econométrico e, por último, serão definidas as variáveis utilizadas no estudo.

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Para alcançar o objetivo proposto, foi necessário selecionar a população e a amostra do estudo. Dessa forma, a população consistiu em todas as firmas listadas na [B]³, entre os períodos contínuos de 2010 a 2021, totalizando um período de 12 anos. Este período foi escolhido em virtude da mudança das normas contábeis em 2009. Como também, a partir de 2010 as firmas foram obrigadas a divulgarem informações nos Relatórios de Referências. Quanto à definição da amostra, foram excluídas firmas que realizaram IPO em 2021, por não apresentar os dados necessários para o estudo. Outro fator de exclusão, foi a ausência do retorno diário. Isso ocorreu, em virtude do cálculo do resíduo diário, para construção da AIV. Pois, é necessário que a empresa tenha o retorno diário a partir de 2009. Pois, considerando que o primeiro dia útil da amostra é 04/01/2010, então a regressão foi calculada para o período de 05/01/2009 a 04/01/2010. Após as devidas exclusões, a amostra final resultou em 237 firmas, conforme demonstra a Tabela 1.

Tabela 1: Critérios para exclusão de firmas da amostra

Total de Firmas com Ações Negociadas na [B] ³ em 2021	456
(-) Firmas com dados somente a partir de 2021	(32)
(-) Firmas sem retorno diário (2009 a 2021)	(187)
(=) Quantidade final de firmas contidas na amostra da pesquisa	237

Fonte: Dados da pesquisa.

Para a referida pesquisa, serão analisados os anos de 2010 a 2021, totalizando 2.175 observações. Vale frisar que algumas firmas não se repetem em alguns anos, tendo em vista que começaram a negociar na bolsa de valores após o ano de 2010, como também, há inexistência de alguns dados, para o período do estudo. Portanto, foi feita uma análise por meio de Dados em Painel Desbalanceado. Mesmo assim, estudar um período de doze anos poderá ser esclarecedor no sentido de auxiliar a encontrar um resultado mais seguro e robusto para esta pesquisa.

3.2 BASE DE DADOS

As bases de dados utilizadas para captar informações referentes aos relatórios contábeis foram a Economatica® e a *Refinitiv*. As informações de governança foram retiradas da base Comdinheiro e no site Fundamentus (2023) foram coletadas as informações sobre a composição acionária, para construção da variável firmas não familiares. Os dados referentes aos três fatores utilizados no modelo de Fama e French (1993), MKT, SMB e HML, foram obtidos por meio do NEFIN (*Brazilian Center for Research in Financial Economics of the University of São Paulo*) com periodicidade diária. No site da CVM foram coletadas as seguintes informações para o cálculo da Volatilidade Idiossincrática Anormal:

- a) Data e hora da divulgação das Demonstrações Financeiras Trimestrais;
- b) Data e hora da divulgação das Demonstrações Financeiras Anuais;
- c) Data e hora da divulgação dos Fatos Relevantes.

Quanto aos fatos relevantes, estes foram escolhidos para compor a pesquisa com base na relevância da temática divulgada, que poderá influenciar na mudança no preço da ação da firma (MEULBROEK; 1992; LEI; WANG, 2014; BOROCHIN; GHOSH; HUANG, 2019; GOERGEN; RENNEBOOG; ZHAO, 2019). Sendo estes: (i) fusão, cisão e incorporação; (ii) acordos de parcerias; (iii) aquisição e/ou descoberta de recursos naturais para potencial exploração econômico-financeira; (iv) encerramento e/ou proibição de exploração de recursos naturais; (v) plano de negócios ou projeções; (vi) recuperação judicial; e, (vii) falência. Os dados foram tratados e organizados por meio de planilhas e as regressões em dados de painel, bem como, os testes de especificação foram realizados no *software* estatístico *Stata*.

3.3 MODELO ECONOMETRICO

O modelo econométrico aplicado será analisado por meio da técnica de regressão de dados em painel desbalanceado para efeitos fixos. Esse método permite controlar a heterogeneidade não observada nas unidades de corte transversal e estimar certas relações dinâmicas (WOOLDRIDGE, 2010). Além disso, tem-se a vantagem de utilizar uma base de dados maior do que seria possível apenas se repetisse as mesmas firmas para todos os anos. Assim, os resultados poderão apresentar maior robustez e confiabilidade.

Com base na literatura estudada, foi elaborado o modelo para testar a hipótese do estudo. Esse modelo tem como variável dependente a AIV, que representa o índice de *insider trading*

oportunista da firma. Desse modo, é apresentado o modelo econométrico que será estimado, conforme a equação (1):

$$\begin{aligned}
 AIV_{it} = & \beta_0 + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 PMCA_{it} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 REPB_{it} + \beta_5 TAMCAUD_{it} + \\
 & \beta_6 AUDB4_{it} + \beta_7 QI_{it} + \beta_8 FNF_{it} + \beta_9 PFCA_{it} + \beta_{10} DY_{it} + \beta_{11} REPM_{it} + \\
 & \beta_{12} MIDIA_{it} + \beta_{13} IVAZ_{it} + \beta_{14} RENT_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{1}$$

Em que,

AIV = volatilidade idiossincrática anormal, da empresa i no tempo t ;

GC = variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a firma estiver listada em um dos níveis de governança corporativa e 0 se não estiver listada, da empresa i no tempo t ;

$PMCA$ = proporção de mulheres no conselho de administração, da empresa i no tempo t ;

CF = variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a firma tiver conselho fiscal instalado e 0 caso contrário, da empresa i no tempo t ;

$REPB$ = reputação boa medida pelo *score* do ESG, da empresa i no tempo t ;

$TAMCAUD$ = tamanho do comitê de auditoria, que representa a quantidade de auditores no referido comitê, da empresa i no tempo t ;

$AUDB4$ = variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a firma for auditada por uma das firmas de auditoria integrantes das Big Four e 0 caso contrário, da empresa i no tempo t ;

QI = qualidade da informação representada pelo número de analistas que acompanham a firma, da empresa i no tempo t ;

FNF = variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a firma não for familiar e 0 se for familiar, da empresa i no tempo t ;

$PFCA$ = percentual de participação de integrante da família no Conselho de Administração da firma, da empresa i no tempo t ;

DY = *dividend yield* da empresa i no tempo t ;

$REPM$ = reputação manchada representada pela quantidade de republicações, da empresa i no tempo t ;

$MIDIA$ = atenção da mídia representada pelo logaritmo natural do ativo, da empresa i no tempo t ;

$IVAZ$ = risco de informação vazada representada pela volatilidade da empresa i no tempo t ;

$RENT$ = rentabilidade, representada pela multiplicação do giro do ativo pela margem líquida da empresa i no tempo t ;

β_0 = intercepto

ε = termo de erro da regressão

$i = 1, \dots, 237$

$t = 2010-2021$

A equação (1) é apresentada com o intuito de verificar se os aspectos da governança corporativa mitigam os indícios de *insider trading* oportunista, conforme descrição da hipótese da pesquisa (H₁). Visando aumentar a confiabilidade dos resultados, foi realizado um teste de robustez. No qual a variável AIV (Volatilidade Idiossincrática Anormal), que representa o indício de *insider trading* oportunista, foi trocada pela variável REPM (Reputação Manchada), que é representada pela quantidade de republicações de uma firma. A escolha dessa variável se deu, pois conforme estudos anteriores a republicação já foi utilizada como *proxy* para medir o oportunismo, tendo em vista que firmas com *insiders* oportunistas têm maior incidência de republicações (ALI; HIRSHLEIFER, 2017; SILVERSTEIN, 2020; NARDI; SILVA, 2021; ASANTE-APPIAH; LAMBERT, 2022). Sendo assim, é apresentada a equação (2) que será testada como medida de robustez:

$$REPM_{it} = \beta_0 + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 PMCA_{it} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 REPB_{it} + \beta_5 TAMCAUD_{it} + \beta_6 AUDBA_{it} + \beta_7 QI_{it} + \beta_8 FNF_{it} + \beta_9 PFCA_{it} + \beta_{10} MIDIA_{it} + \beta_{11} IVAZ_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em comparação à equação (1), além da variável Reputação Manchada (REPM) estar substituindo a variável Volatilidade Idiossincrática Anormal (AIV), ocorreram outras mudanças. O teste de robustez é importante, pois ele reduz a possibilidade de ocorrer problemas de endogenia, como também, fortalece a relação entre as variáveis estudadas.

3.4 VARIÁVEIS DO ESTUDO

As variáveis utilizadas no estudo são demonstradas no quadro 1, a seguir, no qual identifica a sigla aplicada nas equações, o nome das variáveis, descrição, cálculo e a base teórica. Além de classificar as variáveis em dependentes, independentes e de controle.

Quadro 1: Definição das variáveis estudadas na pesquisa

SIGLA	VARIÁVEL	DESCRIÇÃO/CÁLCULO	BASE TEÓRICA	SINAL
Variável Dependente				
AIV	Volatilidade Idiossincrática Anormal	Capta o indício de <i>insider trading</i> oportunista.	(BERLE; MEANS, 1932; ARROW, 1963;1969; JENSEN; MECKLING, 1976; WILLIAMSON, 1979; 1988; 1991; 1993; 1996; FAMA, 1980; AKERLOF, 1970; GROSSMAN; STIGLITZ, 1980; YANG; ZHANG; ZHANG, 2020)	
Variáveis Independentes				
GC	Governança Corporativa	Variável <i>dummy</i> que assume 1 se a firma faz parte do Novo Mercado e Nível 2 de governança corporativa e 0 caso contrário.	(SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA <i>et al.</i> , 2002; SILVEIRA; BARROS, 2008; RAVINA; SAPIENZA, 2010; JAGOLINZER <i>et al.</i> , 2011; LEE <i>et al.</i> , 2014; DAI <i>et al.</i> , 2016; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; CONTRERAS; KORCZARK; KORCZARK, 2020; SILVERSTEIN, 2020; HODGSON; SEAMER; UYLANGCO, 2020).	-
PMCA	Proporção de Mulheres no Conselho de Administração	Quantidade de mulheres no conselho de administração dividido pelo total de integrantes.	(ADAMS; FERREIRA, 2009; CUMMING; LEUNG; RUI, 2015; GUPTA <i>et al.</i> , 2020; JAIN; ZAMAN, 2020; SUN <i>et al.</i> , 2021; NGO; LE, 2021)	-
CF	Conselho Fiscal	Variável <i>dummy</i> que assume 1 se a firma possui conselho fiscal e 0 caso contrário.	(PROCIANOY; DECOURT, 2015; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; BORBA <i>et al.</i> , 2019; JAIN; ZAMAN, 2020)	-
REPB	Boa Reputação	É representada pelo <i>score</i> do ESG. Refere-se à uma pontuação geral da empresa com base nas informações autorreferidas nos pilares ambiental, social e de governança corporativa.	(DECHOW; GE; SCHRAND, 2010; GAO; LISIC; ZHANG, 2014; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; SILVERSTEIN, 2020)	-
TAMCAUD	Tamanho do Comitê de Auditoria	Quantidade de integrantes do comitê de auditoria.	(DASH, 2012; BORBA <i>et al.</i> , 2019; RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020; NGO; LE, 2021)	-
AUDB4	Auditadas por Big Four	Variável <i>dummy</i> que assume 1 se a firma é auditada por empresas de auditoria, caracterizadas por Big Four, e 0 caso contrário.	(HEALY; PALEPU, 2001; FRANCIS; YU, 2009; ESHLEMAN; GUO, 2014; HE <i>et al.</i> , 2017; ABID; SHAIQUE; ANWAR UL HAQ, 2018; DONELSON <i>et al.</i> , 2020; HASNAN <i>et al.</i> , 2022; FRIEDRICH; QUICK, 2023)	+/-
QI	Qualidade da Informação	É representada pelo número de analistas que acompanha a firma.	(HEALY; PALEPU, 2001; CLINE; GOKKAYA; LIU, 2017; ELLUL; PANAYIDES, 2018; WU; SORENSEN; SUN, 2019)	-

FNF	Firmas não Familiares	Variável <i>dummy</i> que assume 1 se a firma não é classificada como familiar, e 0 caso contrário.	(GROSSMAN; STIGLITZ, 1980; CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000; JAGGI; TSUI, 2007; HUANG; HOU; CHENG, 2012; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; ABID; SHAIQUE; ANWAR UL HAQ, 2018; RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020; PHAM, 2020; ARIAS; VALENCIA; GONZÁLEZ, 2021)	-
PFCA	Percentual de Familiar no Conselho de Administração	Percentual de participação de familiar no Conselho de Administração.	(GROSSMAN; STIGLITZ, 1980; JAGGI; TSUI, 2007; HUANG; HOU; CHENG, 2012; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; ABID; SHAIQUE; ANWAR UL HAQ, 2018)	+
Variáveis de Controle				
DY	<i>Dividend Yield</i>	Valor dos dividendos pagos dividido pelo valor da firma.	(BHATTACHARYA, 1979; LA PORTA et al., 2000; HUSSAINEY; MGBAME; CHIJOKE-MGBAME, 2011; PIETRO NETO; DECOURT; GALLI, 2011)	+
REPM	Reputação Manchada	Quantidade de republicação realizada pela firma.	(BENYOUSSEF; KHAN, 2017; HE et al., 2017; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; ORADI; IZADI, 2020; HE; DU; YU, 2022)	+
MIDIA	Atenção da Mídia	Logaritmo natural do total do ativo.	(DAI; PARWADA; ZHANG, 2015; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; CONTRERAS; KORCZARK; KORCZARK, 2020).	-
IVAZ	Informação Vazada	Volatilidade.	(DEGRYSE; DE JONG; LEFEBVRE, 2014; LEI; WANG, 2014; VITALE, 2018; POSYLNAYA; CLINE; AARON, 2019; CONTRERAS; MARCET, 2021; RYU; YANG; YU, 2022)	+
RENT	Rentabilidade	Giro do ativo multiplicado pela margem líquida.	(FAMA, 1978; MYERS; MAJLUF, 1984; ARMSTRONG; CORE; TAYLOR; VERRECCHIA, 2011; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; SILVERSTEIN, 2020)	-

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Em seguida, haverá uma explicação de cada variável escolhida para o modelo, seguindo a classificação em variáveis dependente, independentes e de controle.

3.4.1 Variável Dependente

A variável dependente utilizada nesta pesquisa será a *AIV* (Volatilidade Idiossincrática Anormal), que capta os indícios de *insider trading* oportunista. A pesquisa de Yang, Zhang e Zhang (2020) encontrou uma relação positiva entre a *AIV* e a intensidade de ganhos anormais antes da divulgação dos resultados. Como também, revelou que as ações com *AIV* negativa têm um menor risco de informação. Destaca-se, ainda, que a *AIV* é uma medida de risco de informação baseada no preço da ação, pois quando há negociações com informações privilegiadas, além de haver uma intensidade nas negociações, há também uma mudança nos preços das ações. Corroborando com essa afirmativa, a literatura evidencia que, negociações de *insiders* que ocorrem antes do anúncio de resultados têm um impacto maior nos preços das ações, pois em um ambiente de incerteza, a informação se torna algo relevante (ARROW, 1963; CHAUHAN; KUMAR; CHATURVEDULA, 2016).

Portanto, para construção da variável *AIV* foram necessárias seguir as cinco etapas a seguir:

1. Coleta de informações;
2. Cálculo do resíduo diário com base no ano anterior;
3. Soma dos resíduos diários para cada período de PEA e NEA;
4. Cálculo do IV_{pea} e IV_{nea} ;
5. Cálculo do *AIV*.

O PEA refere-se ao período de cinco dias úteis antes da divulgação e o NEA refere-se a todos os dias durante o período de um ano, excluindo os onze dias em torno de cada divulgação de informações. Isto é, os onze dias consistem no dia da divulgação, cinco dias úteis antes e os cinco dias úteis após a evidenciação da informação. Conforme explicado em dados da pesquisa, as informações nas quais utilizamos como base para calcularmos a *AIV* foram as datas e horários de divulgação das demonstrações trimestrais, anuais e fatos relevantes. Com relação ao horário, foi definido que: (i) quando a firma realizava a divulgação entre 00:00h e 10:00h da manhã, a data permanecia a mesma; (ii) quando a firma realizava a divulgação entre 10:01h até às 23:59h, a data alterava para o dia seguinte. Isso ocorreu, tendo em vista que a divulgação no período de negociação na bolsa pode prejudicar a decisão dos investidores na negociação de ações.

Após a coleta das datas de divulgação para cada documento, para cada firma e para cada ano. Foram calculados, na planilha do *excel*, os períodos de NEA e PEA. Após essa etapa, foram realizadas mais de um milhão de regressões diárias, demandando uma programação em *looping* no *software* estatístico *Stata* e conhecimento para tratamento dos dados levantados. Esse montante de regressão ocorreu, pois para obter o resíduo diário, houve a necessidade de realizar uma regressão para cada dia. Isto é, 3.024 dias, utilizando dados diários de 252 dias anteriores. Para isso, foi utilizado o modelo de três fatores (FF-3) de *Fama e French* (1993), conforme demonstrado:

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha_i + \beta_i MKT_t + s_i SMB_t + h_i HML_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que:

R_{it} = Retorno da firma i no dia t ;

R_{Ft} = Taxa livre de risco, calculada a partir do DI Swap de 30 dias;

MKT = É a diferença entre o retorno diário ponderado pelo valor da carteira de mercado no dia t ;

SMB = É o retorno de uma carteira comprada em ações com baixa capitalização de mercado (pequena) e vendida em ações com alta capitalização de mercado (grande) no dia t ;

HML = É o retorno de uma carteira comprada em ações com alta relação *book-to-market* e vendida em ações com baixa relação *book-to-market* no dia t ;

ε = Resíduo do modelo referente a carteira i no dia t .

Em posse dessas informações, foi calculada a volatilidade idiossincrática para o período de pré-anúncio de lucros (IV_{PEA}) e para os dias pós-anúncios de lucros (IV_{NEA}), utilizando como log o retorno da carteira, conforme equação (4), considerando que haja 252 dias de negociações durante um ano, conforme equações a seguir:

$$IV_{PEA} = \ln \sqrt{\frac{252 \times \sum_{j \in PEA} \varepsilon_j^2}{n_{PEA} - 1}} \quad (4)$$

$$IV_{NEA} = \ln \sqrt{\frac{252 \times \sum_{j \in NEA} \varepsilon_j^2}{n_{NEA} - 1}} \quad (5)$$

Em que:

n_{PEA} = número de dias de pré-anúncio de resultados;

n_{NEA} = número de dias pós-anúncio de resultados.

Após encontrar a volatilidade para os dois períodos, conforme as equações (4) e (5), foi realizada a subtração desses dois componentes para encontrar o componente da volatilidade idiossincrática que está relacionado ao risco de informações em torno das divulgações de resultados das firmas, conforme modelo a seguir:

$$AIV = IV_{PEA} - IV_{NEA} \quad (6)$$

Considerando que a AIV se refere a diferença na volatilidade idiossincrática entre períodos antes de divulgação de informação e períodos sem divulgação. Como também, a negociação com informação privilegiada ocorre antes de um período de divulgação, acredita-se que a AIV possa captar o indício de *insider trading* oportunista, conforme estudo de Yang, Zhang e Zhang (2020).

3.4.2 Variáveis Independentes

Para testar a hipótese da pesquisa foram inseridas, no modelo, as variáveis que representam aspectos de monitoramento, fiscalização e transparência da governança corporativa, uma vez que segundo a literatura sobre a temática (RAVINA; SAPIENZA, 2010; TANG; CHEN; CHANG, 2013; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; SPRENGER; KRONBAUER; COSTA, 2017; JACOB, 2019; RAHMAN, FAFF; OLIVER, 2020; SUN *et al.*, 2021; SILVERSTEIN, 2020; CONTRERAS; KORCZARK; KORCZARK, 2020), a governança possui aspectos que podem mitigar o comportamento oportunista dos *insiders*.

A variável GC (Governança Corporativa) foi inserida no modelo, pois algumas pesquisas apontam que os mecanismos de governança mitigam o comportamento oportunista (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA *et al.*, 2002; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; CONTRERAS; KORCZARK; KORCZARK, 2020; SILVERSTEIN, 2020). Em contrapartida, a adesão aos níveis diferenciados de governança não influencia na melhora das práticas de governança (SILVEIRA; BARROS, 2008; BLACK; CARVALHO; GORGA, 2010; SILVEIRA, 2021). Ainda, dependendo da cultura e legislação, os mecanismos de governança

corporativa não são tão eficazes para minimizar o oportunismo (SOSCHINSKI *et al.*, 2020). Diante desse contexto, acredita-se que o fato de uma firma assumir as obrigações que vão além das exigências legais, poderá reduzir o comportamento antiético da firma.

Adicionalmente, foram inseridas no modelo outras variáveis que representam as práticas de monitoramento, fiscalização e transparência, considerando o aspecto comportamental. Espera-se que a variável proporção de mulheres no Conselho de Administração (PMCA), existência de Conselho Fiscal (CF) e tamanho do conselho de auditoria (TAMCAUD) mitiguem os indícios de *insider trading* oportunista, pois conforme a literatura esses três fatores realizam um maior monitoramento na firma (DASH, 2012; PROCIANOY; DECOURT, 2015; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; BORBA *et al.*, 2019; RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020; GUPTA *et al.*, 2020; JAIN; ZAMAN, 2020; SUN *et al.*, 2021; NGO; LE, 2021).

Ainda, com relação ao monitoramento e fiscalização tem-se a variável firmas auditadas por *Big Four* (AUDB4), na qual alguns trabalhos mostram que a qualidade da auditoria é melhor quando realizada por uma das maiores empresas (FRANCIS; YU, 2009; ESHLEMAN; GUO, 2014). Entretanto, estudos mais recentes mostram que as *Big Four* têm realizado serviços de consultoria com firmas que estão envolvidas em escândalos (ABID; SHAIQUE; ANWAR UL HAQ, 2018; DONELSON *et al.*, 2020; HASNAN *et al.*, 2022; FRIEDRICH; QUICK, 2023). Portanto, a relação da BIG4 com a AIV pode ser positiva, considerando que a qualidade da auditoria diminui quando realizam serviços de consultoria, ou a relação poderá ser negativa, uma vez que maiores firmas de auditoria terão mais estrutura para realizar uma maior fiscalização e monitoramento.

Cada vez mais os gestores preocupam-se com o risco referente à reputação da firma e como seu comportamento oportunista *ex ante* poderá causar prejuízos referentes a perda de reputação *ex post* (GAO; LISIC; ZHANG, 2014). Nesse sentido, considerando que o fato de uma firma fazer parte do *score* do ESG, que se trata de um ativo intangível, que auxilia na promoção da autodisciplina dos gestores (GAO; LISIC; ZHANG, 2014), foi incluída como *proxy* para a variável Reputação Boa (REPB). Considerando o receio da firma de estar envolvida com escândalos referente ao *insider trading* oportunista, como também, a preocupação com a imagem da firma perante o mercado, acredita-se que firmas que possuam o ESG adotem práticas éticas na empresa.

Tendo em conta que, uma maior transparência reduz a assimetria informacional e, conseqüentemente, a vantagem informacional do *insider*. Logo, foi acrescentada ao modelo a

variável número de analistas que acompanha a firma como uma *proxy* para Qualidade da Informação (QI). A cobertura dos analistas corresponde ao número absoluto de analistas que acompanharam cada firma, em cada período analisado. Alguns estudos utilizaram esta variável como *proxy* para assimetria de informação entre *insiders* e *outsiders* em empresas sem cobertura de analistas (ELLUL; PANAYIDES, 2018; HILLIER; KORCZAK; KORCZAK, 2015). Portanto, espera-se que a QI reduza os indícios de *insider trading* oportunista.

Rahman, Faff e Oliver (2020) mostraram que a independência do conselho restringe as negociações oportunistas com informações privilegiadas nas firmas da Austrália. Entretanto, firmas com propriedade familiar e alto controle acionário poderá diluir a independência do conselho, reduzindo a eficácia do monitoramento (JAGGI; TSUI, 2007). Adicionalmente, foi revelado que no mercado emergente de Taiwan, firmas com propriedade familiar realizam muitas transações com informações privilegiadas (TANG; CHEN; CHANG, 2013). Ainda, segundo os autores, em firmas com alta propriedade e controle acionário tendem a se aproveitar de seu controle para manipular os resultados, com o intuito de realizar negociações com informações privilegiadas. Diante desse contexto, espera-se que a Firma não Familiar (FNF) reduza a probabilidade de atividades oportunistas e que a Proporção de Familiar no Conselho de Administração (PFCA) mitigue o monitoramento e, com isso, aumente as possibilidades de ocorrer má conduta, visando interesse próprio.

3.4.3 Variáveis de Controle

Nesta seção serão explicadas as variáveis de controle que foram selecionadas com base na revisão de literatura. Considerando a assimetria informacional, foram incluídas no modelo algumas variáveis de controle que demonstram informações da firma para o mercado. O pagamento de dividendos, representada pela variável *Dividend Yield* (DY), é algo que está diretamente relacionado ao futuro da organização (PIETRO NETO; DECOURT; GALLI, 2011). Nesse sentido, acionistas que confiam na firma, preferem não receber os dividendos para que haja investimentos. Por outro lado, quando os acionistas não veem perspectivas futuras na firma, exigem receber o pagamento (BHATTACHARYA, 1979; LA PORTA *et al.*, 2000). Ainda, Simon, Procianny e Decourt (2019) encontraram que a baixa rentabilidade de instituições pode ter relação com uma alta distribuição de dividendos, devido a intenção de sinalizar bons resultados futuros por meio da política de dividendos. Dessa forma, espera-se

uma relação positiva do DY com o AIV. Para o cálculo do *Dividend Yield* foi utilizada a seguinte equação:

$$DY = \frac{D}{P_{t-1}} \quad (7)$$

Em que:

DY = *dividend yield*;

D = montante de dividendos pagos por ação; e,

P_{t-1} = valor da ação da firma no dia anterior ao da data do anúncio.

A variável Reputação Manchada (REPM) é representada pela quantidade de republicação das demonstrações contábeis. Essa variável foi escolhida, uma vez que firmas que possuem comportamento oportunista em manipular resultados e com características de baixo desempenho financeiro são equiparadas a firmas com altos índices de republicação (ALI; HIRSHLEIFER, 2017; SILVERSTEIN, 2020; MARTINS; VENTURA JÚNIOR, 2020). Como também, a ocorrência de republicações já foi utilizada em vários trabalhos como *proxy* para má conduta (ALI; HIRSHLEIFER, 2017), justificando, assim, a utilização desta variável para a realização do teste de robustez. Quanto ao modelo principal, espera-se uma relação positiva entre REPM e o AIV.

O logaritmo natural do ativo será uma *proxy* para a variável Atenção da Mídia (MÍDIA), tendo em vista que o tamanho da empresa influencia na atenção recebida pela mídia, como também, pelos analistas mais atentos (HODGSON; SEAMER; UYLANGCO, 2020). Outra pesquisa recente também utilizou o tamanho da firma como *proxy* para nível de cobertura da mídia (ASANTE-APPIAH; LAMBERT, 2022). Além disso, a literatura (VASCONCELOS; GADI; MONTE-MOR, 2016; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; BOROCHIN; GHOSH; HUANG, 2019) aponta que firmas menores são mais propensas a adotar políticas de negociação com informações privilegiadas, como também, a realizar um maior gerenciamento de resultados (SPRENGER; KRONBAUER; COSTA, 2017). Dessa maneira, acredita-se que a preocupação com a repercussão da firma, na sociedade e no mercado, iniba os gestores de cometerem atitudes oportunistas.

A volatilidade foi escolhida para fazer parte do modelo por estar relacionada à incerteza do mercado financeiro e, por consequência, afetar as decisões dos investidores. A volatilidade é uma medida utilizada para o risco e constitui a taxa de variação do preço de um título em um determinado momento (BHOWMIK; WANG, 2020). Portanto, quanto maior a volatilidade, maior a chance de ganho ou perda no curto prazo, aumentando o risco do referido ativo. Dessa

forma, a volatilidade será utilizada como *proxy* para Informação Vazada (IVAZ) e seu cálculo foi realizado conforme equação (8):

$$VOLAT_{i,t} = \sqrt{\frac{\sum(S_{i,d} - \bar{S})^2}{n}} \quad (8)$$

Em que,

$VOLAT_{i,t}$ = Volatilidade do preço de fechamento da ação da corporação i , no ano t .

S_d = logaritmo natural de (P_d / P_{d-1}) ; sendo, $d = 1 \dots n$ e P_d = preço de fechamento da ação no dia d .

\bar{S} = Média do S_d no ano.

n = Número de dias de cotação no ano.

O risco de informações está associado a negociações com informações que ainda não foram divulgadas (KACPERCZYK; PAGNOTTA, 2019). Isto é, o aumento do número de pessoas envolvidas nessa atitude ou a firma está prestes a anunciar fusões e aquisições, aumentará o risco de vazamento de informação ao público. Como consequência, o mercado ficará mais atento à empresa e, portanto, exigirá retornos mais altos por assumir o risco legal. Nesse sentido, Kacperczyk e Pagnotta (2019) defendem que a volatilidade dos preços dos ativos e as negociações anormais reflete informações privadas ao público, o que posteriormente determina a ação de realizar negociações ilegais com informações privilegiadas. Diante disso, espera-se que a Informação Vazada (IVAZ) esteja diretamente relacionada com os indícios de *insider trading* oportunista.

A variável de controle que representa a Rentabilidade (RENT) é medida pelo giro do ativo multiplicado pela margem líquida. É importante acrescentar esta variável no modelo para controlar os efeitos relacionados ao desempenho financeiro da firma. Tendo em vista que o oportunismo gerencial está associado negativamente às medidas contábeis e baseadas em ações de desempenho da firma. Portanto, espera-se uma relação negativa entre a rentabilidade e a má conduta da firma. A seguir, os resultados encontrados serão demonstrados, analisados e discutidos.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção são evidenciados os resultados desta pesquisa com as respectivas discussões. Primeiramente, são apresentados os resultados da estatística descritiva e correlacional, que possibilitam obter uma análise inicial do conjunto de dados utilizados na amostra. Em seguida, os resultados dos testes de especificação são evidenciados, como também, o resultado da regressão referente à hipótese da pesquisa.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA E CORRELACIONAL

Com o intuito de atender aos pressupostos estatísticos, foi necessário realizar o tratamento dos dados para que não houvesse distorções nas estimações. Dessa forma, as variáveis contínuas foram normalizadas, por meio da transformação em logaritmos naturais ou em raízes quadradas. Em relação ao tratamento dos *outliers*, foi realizada a *winsorização* a 1%, com exceção das variáveis *dummies* que não receberam nenhum tratamento estatístico. Sendo assim, a Tabela 2, apresenta as estatísticas descritivas básicas das variáveis utilizadas no estudo para o período de 2010 a 2021.

Tabela 2 – Análise descritiva da amostra. 2010-2021

Variáveis	Obs.	Média	Desv. Padrão	Min	Max
AIV	2,175	0,105752	0,380739	-2,808517	1,86598
GC	2,175	0,694252	0,460829	0	1
PMCA	2,175	0,195989	0,222871	0,010000	0,89448
CF	2,175	0,664367	0,472319	0	1
REPB	2,175	2,444709	3,423881	0,010000	9,33813
TAMCAUD	2,175	0,691869	0,878047	0,010000	2,44951
AUDB4	2,175	0,769655	0,421150	0	1
QI	2,175	1,200000	2,920599	0	13
FNF	2,175	0,362298	0,480775	0	1
PFCA	2,175	0,277199	0,439584	0,010000	1,00005
DY	2,175	3,521512	9,619947	0	339,518
REPM	2,175	1,383448	0,695697	0	7
MIDIA	2,175	15,16533	2,054572	3,258097	21,03749
IVAZ	2,175	5,229824	2,636889	0,010000	21,77653
RENT	2,175	1,992001	13,64294	-226,1382	125,3015

AIV = Volatilidade Idiossincrática Anormal; GC = Governança Corporativa; PMCA = Proporção de Mulheres no Conselho de Administração; CF = Conselho Fiscal; REPB = Reputação Boa; TAMCAUD = Tamanho do Comitê de Auditoria; AUDB4 = Firms auditadas por *Big Four*; QI = Qualidade da Informação; FNF = Firms não Familiares; PFCA = Proporção de Familiar no Conselho de Administração; DY = *Dividend Yield*; REPM = Reputação Manchada; MIDIA = Atenção da Mídia; IVAZ = Informação Vazada; RENT = Rentabilidade.

Fonte: Resultados da pesquisa (2023).

A variável Volatilidade Idiossincrática Anormal (AIV) representa os indícios de *insider trading* oportunista, cujo resultado da estatística descritiva demonstra o valor máximo de (1,86) e mínimo de (-2,81), em que quanto maior o valor do AIV, maior o indício de ocorrer o comportamento oportunista do *insider*. Tendo em vista que, os retornos anormais do período antes da divulgação dos resultados são maiores, em comparação aos retornos após a divulgação das informações (JAFFE, 1974; SEYHUN, 1986).

Com relação à variável de governança corporativa (GC), na qual consiste nas firmas listadas no Novo Mercado e Nível 2, o resultado mostrou que, em média, (70%) das firmas da amostra são listadas nos níveis mais altos de governança corporativa. Esse dado mostra que a maioria das firmas listadas na [B]³ seguem as exigências impostas para adesão aos níveis de governança, demonstrando para o mercado que seguem regras acima do que a lei exige. Nesse sentido, a literatura (LEE *et al.*, 2014; DAI *et al.*, 2016; HODGSON; SEAMER; UYLANGCO, 2020; SILVERSTEIN, 2020) explica que firmas com melhores práticas de governança impõem políticas de restrição às atividades de *insider trading* oportunistas de maneira mais eficaz, pois possuem um monitoramento mais efetivo.

A variável Proporção de Mulheres no Conselho de Administração (PMCA) mostrou que no máximo uma mulher faz parte do CA e na amostra apenas (20%), em média, das firmas possuem diversidade de gênero. Vale frisar que essa variável passou pela *winsorização* e, portanto, o resultado pode apresentar uma pequena variação. Mesmo assim, o quantitativo de mulheres integrantes do CA das firmas é criticável. Principalmente, porque já foi demonstrado em estudos anteriores que presença de membros do sexo feminino pode aumentar o monitoramento, uma vez que são mais conservadoras e tomam decisões mais éticas (ADAMS; FERREIRA, 2009; NGO; LE, 2021).

A variável que representa a existência do Conselho Fiscal (CF) evidenciou que, em média, (66%) das firmas da amostra possuem este órgão. Este resultado é positivo, considerando que a função do conselho fiscal é de fiscalizar os atos dos administradores, opinar sobre o parecer do relatório anual da administração e denunciar aos órgãos de administração ou para a assembleia geral atitudes oportunistas, sugerindo providências úteis (BRASIL, 1976).

Acerca do resultado da Reputação Boa (REPB), a tabela (2) demonstra que o maior *score* das práticas de ESG é (9). Entretanto, apenas (2%), em média, das firmas brasileiras adotam essas práticas. Esse resultado demonstra que a adesão às normas do ESG ainda é incipiente se compararmos com outros países (GAO; LISIC; ZHANG, 2014; HE; DU; YU,

2022). Já em relação a variável (AUDB4), em média, (77%) da amostra são auditadas pelas *Big Four*, demonstrando que a maioria das firmas prefere ser auditada por grandes firmas de auditoria.

Ainda, a Tabela 2 evidencia que a quantidade de analistas que acompanham as firmas, representada pela variável (QI), apresenta uma variação de (0) até (13) firmas que são acompanhadas por analistas. Esse resultado demonstra uma discrepância em relação à atenção voltada para as firmas. Nesse sentido, a variável (MIDIA), representada pelo tamanho da empresa, também demonstrou uma diferença substancial entre o mínimo (3,26) e o valor máximo (21,04). Esses resultados corroboram com um estudo recente que evidenciou que o tamanho da firma influencia na atenção recebida por analistas e a mídia em geral (HODGSON; SEAMER; UYLANGCO, 2020). Essa diferença entre o mínimo e o máximo também ocorreu com a variável Informação Vazada (IVAZ), representada pela volatilidade, cujo resultado apontou para a medida mínima de (0) e o máximo de (22), para uma média de (5%).

Os resultados encontrados em relação às Firmas não Familiares (FNF) demonstra que, em média, apenas (36%) não são familiares. Esse resultado demonstra o quanto as propriedades são concentradas, corroborando com estudos anteriores que tratam das características do mercado brasileiro (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011; CRISÓSTOMO; GIRÃO, 2019; MENDONÇA; MARTINS; TERRA, 2019). Adicionalmente, a variável Proporção de Familiar no Conselho de Administração (PFCA) exhibe que, em média, (28%) das firmas possuem, pelo menos, um familiar participando do Conselho de Administração. Nesse sentido, a presença de membros da família com participação nos órgãos da firma reduz significativamente a eficácia do monitoramento (JAGGI; TSUI, 2007).

Em relação à Reputação Manchada (REPM), representada pela quantidade de republicações dos relatórios, em média, (1,4%) das firmas realizam republicações. Entretanto, o resultado demonstrou que houve no máximo (7) republicações do mesmo documento. Esse fato, pode sinalizar ao mercado que a firma pode ter problemas de má conduta corporativa. Pois, a firma pode republicar por motivo de erro ou por fraude. Nesse último caso, a firma é obrigada a corrigir as demonstrações (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; SILVERSTEIN, 2020). Em suma, os resultados indicam que, basicamente, a amostra da pesquisa consiste em firmas listadas nos maiores níveis de governança corporativa, são auditadas por *Big Four* e possuem propriedade concentrada em um grupo familiar.

A Tabela (3), a seguir, evidencia a matriz de correlação de *Pearson*. Este teste é importante para analisar se as variáveis do estudo contêm o problema de autocorrelação. Segundo Wooldridge (2014), a correlação entre duas variáveis acima de 0,80 representa o problema de multicolinearidade. Conforme observado na Tabela (2), não ocorreu nenhum problema de multicolinearidade, tendo em vista que as correlações entre as variáveis estão abaixo do nível proposto.

Tabela 3 – Matriz de Correlação de Pearson. 2010-2021

	AIV	GC	PMCA	CF	REPB	TAMCAUD	AUDB4
AIV	1						
GC	-0.1842*	1					
PMCA	-0.0364	-0.0678*	1				
CF	-0.0542*	0.1074*	0.0147	1			
REPB	-0.2617*	0.3429*	0.1179*	0.1945*	1		
TAMCAUD	-0.1551*	0.2642*	0.0244	0.0405	0.3587*	1	
AUDB4	-0.0338	0.3788*	-0.0281	0.0921*	0.2416*	0.2406*	1
QI	-0.2397*	0.2297*	0.2116*	0.1521*	0.4018*	0.2489*	0.1261*
FNF	-0.0680*	0.0393	0.0488*	0.1792*	0.2011*	0.2638*	0.1534*
PFCA	0.0314	0.0168	-0.0005	-0.0943*	-0.0855*	-0.1278*	-0.0487*
DY	0.0507*	-0.0572*	0.0721*	0.0008	0.0057	0.0003	0.0086
REPM	0.0575*	0.0674*	-0.0557*	-0.0085	-0.0083	0.0928*	0.0944*
MIDIA	-0.2270*	0.4001*	0.0314	0.2705*	0.6608*	0.4113*	0.4167*
IVAZ	-0.0902*	0.3010*	-0.0639*	0.0363	0.1075*	0.0818*	0.0807*
RENT	-0.0463*	0.0295	0.0837*	-0.0053	0.0880*	0.0433*	0.1684*
	QI	FNF	PFCA	DY	REPM	MIDIA	IVAZ
QI	1						
FNF	0.0905*	1					
PFCA	-0.0615*	-0.4583*	1				
DY	-0.0126	0.0121	-0.0115	1			
REPM	-0.0468*	0.0740*	-0.0522*	0.0069	1		
MIDIA	0.3478*	0.2184*	-0.0891*	0.0275	0.1412*	1	
IVAZ	0.1428*	0.0105	-0.0169	-0.1030*	-0.0049	0.0910*	1
RENT	0.0689*	0.0249	-0.0075	0.1022*	-0.0119	0.1227*	-0.1648*
RENT							
RENT	1						

AIV = Volatilidade Idiossincrática Anormal; GC = Governança Corporativa; PMCA = Proporção de Mulheres no Conselho de Administração; CF = Conselho Fiscal; REPB = Reputação Boa; TAMCAUD = Tamanho do Comitê de Auditoria; AUDB4 = Firms auditadas por *Big Four*; QI = Qualidade da Informação; FNF = Firms não Familiares; PFCA = Proporção de Familiar no Conselho de Administração; DY = *Dividend Yield*; REPM = Reputação Manchada; MIDIA = Atenção da Mídia; IVAZ = Informação Vazada; RENT = Rentabilidade.

Fonte: Resultados da pesquisa (2023).

A variável governança corporativa (GC) apresentou uma correlação com firmas auditadas por *Big Four* (AUDB4) de (37,88%) e de (40%) com a variável atenção da mídia

(MIDIA). A variável reputação boa (REPB) e tamanho do conselho de auditoria apresentaram uma correlação de (35,87%). Já qualidade da informação (QI) e reputação boa (REPB) tiveram uma correlação de (40,18%). A variável auditada por *Big Four* (AUSB4) mostrou uma correlação positiva com atenção da mídia (MIDIA) de (41,67%). Dentre todas as variáveis, a que apresentou maior correlação com a variável dependente, a volatilidade idiossincrática anormal (AIV), foi a reputação boa (REPB), com o percentual de (26,17%) negativo. Dessa forma, constata-se que não há problemas de multicolinearidade.

4.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO

A tabela 4 descreve os resultados dos testes de especificação dos modelos para dados em painel. Na qual apresenta os testes de *Chow*, que compara o *POLS* com o efeito fixo. Este teste examina se as observações são estáveis durante todo o período analisado. Em seguida, tem-se o teste de *Breusch-Pagan* que visa decidir entre o método *POLS* e o Efeito Aleatório, por meio da análise da variância dos resíduos. Por fim, para escolher entre o Efeito Fixo e o Efeito Aleatório, foi realizado o teste de *Hausman* que avalia a consistência de um estimador comparado a outro estimador alternativo. Com isso, o resultado da tabela 4 evidencia significância menor que 5%, rejeitando-se a hipótese nula dos testes. Assim, o melhor modelo para testar a equação (1) é o efeito fixo.

Tabela 4 – Resultados dos testes de especificação para dados em painel.

Modelo 1 - Painel Desbalanceado	Resultado	Diagnóstico do Painel
Teste de <i>Chow</i>	p-valor = 0,0000	Efeito Fixo
Teste de <i>Breusch-Pagan</i>	p-valor = 0,0000	Efeito Aleatório
Teste de <i>Hausman</i>	p-valor = 0,0000	Efeito Fixo

Fonte: Resultados da pesquisa (2023).

Após a realização dos testes de especificação, foi realizada a regressão para dados em painel desbalanceado para efeito fixo. De acordo com Belsley, Kuh e Welsh (2005), caso os fatores de inflação de variância centralizada (VIF) sejam menores do que 10, não terão problemas de multicolinearidade. Esses fatores foram calculados para as variáveis independentes do modelo e, conforme consta na tabela 5, os fatores tiveram uma média de 1,36, coincidindo com o resultado da matriz de correlação sobre a inexistência do problema de multicolinearidade.

A tabela 5, a seguir, evidencia o resultado da estimativa da equação para o teste da hipótese deste estudo, na qual aponta que os aspectos de governança corporativa mitigam os indícios de *insider trading* oportunista, conforme o objetivo da pesquisa. Na qual indica que os aspectos de governança corporativa mitigam os indícios de *insider trading* oportunista. Desse modo, a primeira coluna evidencia as variáveis do estudo, a segunda coluna o resultado do teste VIF e a terceira coluna demonstra os coeficientes com as respectivas indicações de significância.

Tabela 5 – Resultado da estimação dos aspectos da governança corporativa que mitigam os indícios de *insider trading* oportunista por meio do Painel com Efeitos Fixos. 2010-2021

AIV	Modelo (1)	VIF	Modelo (2)	VIF	Modelo (3)	VIF
GC	-0,335748***	1,31	-0,301724***	1,35	-0,307789***	1,45
PMCA	-0,118513**	1,07	-0,094597**	1,07	-0,099387**	1,09
CF	-0,059629**	1,05	-0,042815**	1,12	-0,049856**	1,12
REPB	-0,016855***	1,42	-0,010072*	1,99	-0,011446**	1,99
TAMCAUD	-0,030828**	1,21	-0,023818	1,32	-0,026833*	1,32
AUDB4	0,054478**	1,21	0,068827**	1,32	0,073703**	1,35
QI	-0,014681***	1,28	-0,009736***	1,30	-0,010559***	1,31
FNF			-0,064125	1,40	-0,075573*	1,40
PFCA			0,042049	1,27	0,045660*	1,27
REPM			0,042596***	1,06	0,043177***	1,06
MIDIA			-0,068199***	2,32	-0,061287***	2,33
DY					0,001829**	1,03
IVAZ					0,012757***	1,16
RENT					-0,001146*	1,09
cons	0,438916***	1,22	1,347894***	1,41	1,188087***	1,36
Nº Obs	2.187		2.181		2.175	
Nº de Grupos	240		238		237	
R ² (within)	0,0662		0,0828		0,0908	
F	19,65		15,85		13,73	
Prob. F	0,0000		0,0000		0,0000	

AIV = Volatilidade Idiossincrática Anormal; GC = Governança Corporativa; PMCA = Proporção de Mulheres no Conselho de Administração; CF = Conselho Fiscal; REPB = Reputação Boa; TAMCAUD = Tamanho do Comitê de Auditoria; AUDB4 = Firms auditadas por *Big Four*; QI = Qualidade da Informação; FNF = Firms não Familiares; PFCA = Proporção de Familiar no Conselho de Administração; DY = *Dividend Yield*; REPM = Reputação Manchada; MIDIA = Atenção da Mídia; IVAZ = Informação Vazada; RENT = Rentabilidade.

Fonte: Resultados da pesquisa, (2023).

Nota: Os valores apresentados representam os coeficientes da regressão. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

As variáveis que representam os aspectos da governança corporativa no que se refere a um maior monitoramento e fiscalização, sendo elas a governança corporativa (GC), proporção de mulheres no conselho de administração (PMCA), existência de conselho fiscal (CF) e

tamanho do comitê de auditoria (TAMCAUD), apresentaram significância estatística e uma relação negativa com a variável AIV, a 1%, 5%, 5% e 10%, respectivamente.

Este resultado corrobora com a literatura, pois o comportamento oportunista pode ser mitigado por uma estrutura de governança mais eficiente, com um maior monitoramento (WILLIAMSON, 1988; 1996; CHUNG *et al.*, 2019; RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020). Então, considerando um monitoramento mais efetivo, outros estudos também encontraram que a participação de mulheres no conselho de administração pode reduzir a má conduta corporativa, tendo em vista que as mulheres têm menos predisposição para cometer atitudes oportunistas, seguem mais a legislação, são mais avessas ao risco, têm mais ética e são mais propensas a participar de comitês de monitoramento de governança corporativa (ADAMS; FERREIRA, 2009; CUMMING; LEUNG; RUI, 2015; GUPTA *et al.*, 2020; JAIN; ZAMAN, 2020; SUN *et al.*, 2021).

Estudos anteriores encontraram que o tamanho do comitê de auditoria e a presença do conselho fiscal auxiliam em um maior monitoramento na firma (BORBA *et al.*, 2019; ORADI; IZADI, 2020; NGO; LE, 2021), coincidindo com os achados desta pesquisa. Dessa forma, apesar do comitê de auditoria e o conselho fiscal serem órgãos distintos, são importantes para monitorar e fiscalizar a administração e, principalmente, analisar as demonstrações contábeis para que esses documentos representem fielmente à realidade da firma, aumentando a transparência e confiabilidade das informações contábeis.

A variável quantidade de analistas utilizada como *proxy* para qualidade da informação (QI) apresentou relação negativa com a AIV a 1%. Considerando que os *insiders* possuem vantagem informacional em relação aos demais investidores (AKERLOF, 1970; MYERS; MAJLUF, 1984; EASLEY; O'HARA, 1987; WILLIAMSON, 1991;1993;1999; MASSON; MADHAVAN, 1991; WANG, 1993; SHLEIFER; VISHNY, 1997; EASLEY; O'HARA, 2004), as informações divulgadas pelos analistas podem reduzir a assimetria informacional. Nesse sentido, o resultado encontrado está em conformidade com a literatura, uma vez que os analistas financeiros reduzem a vantagem informacional dos *insiders*, reduzindo a falha do mercado (HILLIER; KORCZAK; KORCZAK, 2015; CLINE; GOKKAYA; LIU, 2017; ELLUL; PANAYIDES, 2018; WU; SORENSEN; SUN, 2019).

A variável firmas não familiares (FNF) apresentou relação negativa a 10% com os indícios de *insider trading* oportunistas, representada pela AIV. Esse resultado corrobora com estudos anteriores nos quais demonstraram que uma propriedade com controle familiar e maior concentração acionária, fomentam a negociação de informações privadas antes da divulgação

dos relatórios financeiros (GROSSMAN; STIGLITZ, 1980; CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000; JAGGI; TSUI, 2007; HUANG; HOU; CHENG, 2012; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; ABID; SHAIQUE; ANWAR UL HAQ, 2018; RAHMAN; FAFF; OLIVER, 2020; PHAM, 2020; ARIAS; VALENCIA; GONZÁLEZ, 2021). Pois, a informação privilegiada flui através de fortes laços sociais baseados na família, amigos e proximidade geográfica (AHERN, 2017).

Ainda, Shleifer e Vishny (1997) explicam que um dos problemas centrais da governança se refere à concentração de propriedade, que poderá expropriar os ativos dos acionistas não controladores, no qual legitima o resultado encontrado neste trabalho (JAGGI; TSUI, 2007; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018). A variável proporção de familiar no conselho de administração (PMCA) apresentou relação positiva com a AIV a 10%, em conformidade com a literatura sobre a temática. Nesse sentido, uma proporção maior de conselheiros independentes modera a associação positiva entre venda de informações privilegiadas e gerenciamento de resultados (JAGGI; TSUI, 2007). Como também, a variável que representa as firmas auditadas por *Big Four* apresentou uma relação positiva a 5% para os indícios de *insider trading* oportunista. Esse resultado não é surpreendente, tendo em vista que estudos anteriores encontraram que firmas auditadas por *Big Four*, geralmente, estão envolvidas em escândalos de fraudes, gerenciamento de resultados e *insider trading* oportunista (HEALY; PALEPU, 2001; HE *et al.*, 2017; ABID; SHAIQUE; ANWAR UL HAQ, 2018; SILVERSTEIN, 2020).

Além disso, o gerenciamento de resultados é difundido em empresas familiares e os auditores das *Big Four* não moderam a relação entre o controle da firma familiar e o gerenciamento de resultados (ABID; SHAIQUE; ANWAR UL HAQ, 2018; SILVERSTEIN, 2020). Como exemplo, tem-se que a firma de auditoria que estava acompanhando a Americanas era a *PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes Ltda* (“PwC”), que não encontrou nenhuma irregularidade na referida firma e, conforme fato relevante publicado pela empresa no dia 28 de junho deste ano, foi substituída por uma firma de auditoria que não é *Big Four*.

A variável reputação boa (REPB), representada pelo score ESG, apresentou uma relação negativa e significativa a 5% com a AIV. Esse resultado confirma que o fator comportamental, por meio da preocupação com a reputação, pode ser um mecanismo de imposição informal contra o oportunismo (WILLIAMSON, WILLIAMSON, 1988; 1993; 1996). Estudos anteriores evidenciaram que empresas que aderem às práticas do ESG estabelecem códigos de conduta ética, incentivando o comportamento ético por meio de uma cultura organizacional voltada para

a responsabilidade social, ambiental e corporativa, desencorajando, dessa forma, os *insiders* de adotarem atitudes oportunistas (GAO; LISIC; ZHANG, 2014; HILLIER; KORCZAK; KORCZAK, 2015; LU, 2023).

Nessa mesma perspectiva, a variável *MÍDIA*, que representa a atenção da mídia na firma, mostrou relação negativa a 10% com os indícios de *insider trading* oportunista, corroborando com a literatura que aponta que firmas menores tendem a ter mais propensão a realizar atitudes oportunistas (VASCONCELOS; GADI; MONTE-MOR, 2016; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; BOROCHIN; GHOSH; HUANG, 2019; HODGSON; SEAMER; UYLANGCO, 2020). Já as firmas maiores, por terem mais visibilidade na mídia e atenção do mercado, procuram focar na qualidade da governança como um meio de evitar atitudes oportunistas na firma (SAVELLI; ZILBER; NAKAMURA, 2020; SILVERSTEIN, 2020).

A cobertura da mídia sobre as atitudes oportunistas dos *insiders* pode afetar a opinião pública e perpetuar a percepção da má conduta de forma generalizada, agravando o custo da reputação (DAI; PARWADA; ZHANG, 2015). Além do mais, a mídia pode exercer um papel mais eficaz em uma sociedade em que as pessoas compartilham pontos de vista nas redes sociais e a interação da firma com seus *stakeholders* é frequente e importante (DAI; PARWADA; ZHANG, 2015; HODGSON; SEAMER; UYLANGCO, 2020). Dessa forma, a cobertura da mídia pode desempenhar um papel na governança corporativa por meio da divulgação de notícias. Uma vez que os *insiders* poderão evitar negociar com informações privilegiadas, com receio de receberem exposição negativa.

O resultado da variável *DY* mostrou uma relação positiva de 5% com a *AIV*, no qual representa que firmas com problemas de oportunismo necessitam pagar mais dividendos aos acionistas com o intuito de compensar o risco que possuem, frente à incerteza sobre o futuro da firma, corroborando com estudos anteriores (PIETRO NETO; DECOURT; GALLI, 2011; SIMON, PROCIANOY; DECOURT, 2019; SILVERSTEIN, 2020). Nesse contexto de emitir imagem negativa ao mercado, a variável republicação, como *proxy* para reputação manchada (*REPM*), apresentou uma relação significativa e positiva para indícios de *insider trading* a 1%. Esse resultado confirma os estudos anteriores nos quais apontam que quanto mais republicação a firma realizar, maior será a probabilidade de ter ocorrido má conduta na firma (BENYOUSSEF; KHAN, 2017; HE *et al.*, 2017; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; MARTINS; VENTURA JÚNIOR, 2020; ORADI; IZADI, 2020; HE; DU; YU, 2022).

Como também, o resultado da variável informação vazada (IVAZ), representada pela volatilidade, evidenciou uma relação positiva e significativa a 10% com indícios de *insider trading* oportunista. Esse resultado é confirmado pela literatura (DEGRYSE; DE JONG; LEFEBVRE, 2014; LEI; WANG, 2014; VITALE, 2018; POSYLNAYA; CLINE; AARON, 2019; CONTRERAS; MARCET, 2021; RYU; YANG; YU, 2022), na qual relata que, quando há uma alta volatilidade em uma referida ação, provavelmente há indícios de negociação com informações ainda não divulgadas, tendo em vista que o valor negociado antes da divulgação da informação não contém o preço justo, devido à assimetria informacional entre o *insider* e os demais investidores (AKERLOF, 1970; WILLIAMSON, 1988; 1996).

Por fim, a variável de controle rentabilidade (RENT) apresentou uma relação inversa com a AIV de 10%, o que significa que firmas com menos probabilidade de se envolver em atitudes oportunistas de *insider trading*, passam uma maior confiabilidade para o mercado e, assim terão uma maior rentabilidade (FAMA, 1978; MYERS; MAJLUF, 1984; ARMSTRONG; CORE; TAYLOR; VERRECCHIA, 2011; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; SILVERSTEIN, 2020). Uma vez que, firmas que possuem uma governança corporativa eficiente, na qual mitiga o oportunismo, instiga a criação de valor, (JACOB, 2019; CONTRERAS; KORCZAK; KORCZAK, 2020). Nesse contexto, as atitudes oportunistas podem produzir efeitos negativos no valor da firma. Pois, conforme Williamson (1996), o comportamento oportunista, aumenta o risco dos contratos.

Assim, os resultados encontrados demonstraram que a hipótese da pesquisa não foi rejeitada. Como também, os sinais esperados das variáveis foram confirmados. Portanto, os aspectos da governança corporativa, por meio de um maior monitoramento e transparência, são necessários para combater o comportamento oportunista e reduzir a assimetria informacional, como consequência mitigando os indícios de *insider trading* oportunista (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; 1980; FAMA; JENSEN, 1983; WILLIAMSON, 1979; 1988; 1991; 1993; 1996;1999; HIRSHLEIFER, 2017; SILVERSTEIN, 2020). A seguir o teste de robustez é apresentado e analisado.

5 VERIFICAÇÕES DE ROBUSTEZ

5.1 SUBSTITUIÇÃO DA AIV PELA REPUBLICAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES

Para a realização do teste de robustez, a equação (1) foi reestimada, trocando a variável AIV, que representa o indício de *insider trading* oportunista, pela variável reputação manchada REPM, que representa a republicação das demonstrações da firma. Essa substituição foi realizada, pois a literatura relata que a republicação pode representar um comportamento oportunista da firma (BENYOUSSEF; KHAN, 2017; HE *et al.*, 2017; ALI; HIRSHLEIFER, 2017; ELGAMMAL; EL-KASSAR; MESSARRA, 2018; ORADI; IZADI, 2020; HE; DU; YU, 2022). Além disso, a republicação como proxy para má conduta corporativa, já foi utilizada em estudos anteriores (ALI; HIRSHLEIFER, 2017; SILVERSTEIN, 2020; ASANTE-APPIAH; LAMBERT, 2022). Dessa forma, espera-se que os resultados encontrados deste teste de robustez confirmem os achados desta pesquisa.

Conforme demonstrado na tabela 6, a seguir, foram estimados três modelos para realizar o teste de robustez. Primeiramente, testamos a variável dependente reputação manchada (REPM) apenas com as variáveis que representam os aspectos da governança corporativa, conforme estimação (1), cujos resultados são evidenciados na terceira coluna da tabela. Para esta estimação, é evidenciada uma relação significativa e negativa da reputação manchada (REPM) com as variáveis governança corporativa (GC), conselho fiscal (CF) e reputação boa (REPB). Ao mesmo tempo, a reputação manchada (REPM) mostrou uma relação positiva e significativa a 5% com firmas auditadas por Big Four (AUIDB4). Mesmo as variáveis proporção de mulheres no conselho de administração (PMCA), tamanho de comitê de auditoria (TAMCAUD) e qualidade da informação (QI) não apresentando relação estatística com a REPM, o resultado evidenciou uma similaridade, principalmente em relação ao sinal, com os achados encontrados quando relacionamos com a AIV.

Para a segunda estimação, foram acrescentadas as seguintes variáveis ao modelo: firmas não familiares (FNF), proporção de familiar no conselho de administração (PFCA), atenção da mídia (MIDIA) e informação vazada (IVAZ). Nesta estimação, a reputação manchada (REPM) mostrou relação negativa e significativa com as mesmas variáveis de governança do primeiro modelo, como também, com a variável informação vazada (IVAZ). Além disso, a relação positiva com firmas auditadas por Big Four (AUIDB4) permaneceu positiva a 5%. O último

modelo consta todas as variáveis que foram testadas com os indícios de *insider trading* oportunista (AIV), cujo resultado foi o mesmo encontrado na segunda estimação.

Tabela 6 – Resultado do teste de robustez por meio do Painel com Efeitos Fixos. 2010-2021

REPM	(1)		(2)		(3)	
	VIF	Coef.	VIF	Coef.	VIF	Coef.
GC	1,31	-0,41058***	1,45	-0,39454***	1,45	-0,39426***
PMCA	1,07	-0,0522	1,08	-0,05575	1,09	-0,0553517
CF	1,05	-0,10503**	1,12	-0,10192**	1,12	-0,10251**
REPB	1,42	-0,0432***	1,96	-0,04225***	1,96	-0,0423***
TAMCAUD	1,22	-0,02848	1,32	-0,02624	1,32	-0,02629
AUDB4	1,21	0,12428**	1,32	0,12249**	1,35	0,12252**
QI	1,28	-0,00798	1,30	-0,00678	1,30	-0,00679
FNF			1,40	0,04586	1,40	0,04564
PFCA			1,27	-0,03754	1,27	-0,03753
MIDIA			2,26	-0,01517	2,27	-0,01461
IVAZ			1,12	-0,01393*	1,16	-0,01403*
DY					1,03	-0,00001
RENT					1,09	-0,00014
cons	1,22	1,78776***	1,42	2,06805***	1,37	2,06083***
Nº Obs		2.175		2.175		2.175
Nº de Grupos		237		237		237
R ² (within)		0,0297		0,0315		0,0315
F		8,44		5,70		4,82
Prob. F		0,0000		0,0000		0,0000

REPM = Reputação Manchada; GC = Governança Corporativa; PMCA = Proporção de Mulheres no Conselho de Administração; CF = Conselho Fiscal; REPB = Reputação Boa; TAMCAUD = Tamanho do Comitê de Auditoria; AUDB4 = Firms auditadas por *Big Four*; QI = Qualidade da Informação; FNF = Firms não Familiares; PFCA = Proporção de Familiar no Conselho de Administração; DY = *Dividend Yield*; MIDIA = Atenção da Mídia; IVAZ = Informação Vazada; RENT = Rentabilidade.

Fonte: Resultados da pesquisa, (2023).

Nota: Os valores apresentados representam os coeficientes da regressão. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Portanto, conforme teste de robustez realizado, confirma-se o resultado encontrado no modelo principal, que está de acordo com a literatura sobre os aspectos da governança corporativa que podem mitigar o oportunismo e reduzir a assimetria informacional, para evitar os indícios de *insider trading* oportunista (ARROW, 1963;1973; AKERLOF, 1970; MYERS; MAJLUF, 1984; EASLEY; O'HARA, 1987; WILLIAMSON, 1988; 1991;1993; 1996;1999; MASSON; MADHAVAN, 1991; WANG, 1993; SHLEIFER; VISHNY, 1997; JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; 1980; FAMA; JENSEN, 1983; GAO; LISIC; ZHANG, 2014; HILLIER; KORCZAK; KORCZAK, 2015; LU, 2023; LEE *et al.*, 2014; DAI *et al.*, 2016;

HODGSON; SEAMER; UYLANGCO, 2020; SILVERSTEIN, 2020). A seguir, no capítulo 6, são apresentadas as considerações finais desta tese.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado acionário brasileiro é um mercado emergente, com um número reduzido de empresas listadas na bolsa, cuja principal fonte de financiamento ainda é provém, em sua maioria, de capital de terceiros ao invés de investidores. Além disso, a estrutura de propriedade é concentrada, em que a maioria das firmas brasileiras possui controle familiar. Como resultado, quando ocorre escândalos ocasionados por casos de *insider trading* oportunista, os investidores, que não têm acesso às informações privilegiadas, acabam sendo prejudicados.

Nesse contexto, as atitudes oportunistas podem produzir efeitos negativos no valor da firma, conforme explicado por Williamson (1996). Isso ocorre, pois os *insiders* oportunistas tendem a divulgar informações incompletas ou distorcidas, de maneira não confiável, e frequentemente não cumprem todas as promessas feitas. Portanto, o oportunismo se configura como uma característica comportamental capaz de influenciar nas atividades corporativas, resultando em perdas para a firma (WILLIAMSON, 1988;1991;1993;1999).

Portanto, alinhar as transações por meio das estruturas de governança poderá mitigar esses problemas, infundindo ordem em uma relação em que o conflito potencial ameaça desfazer as oportunidades de obter ganhos mútuos, reduzindo a racionalidade limitada, ao mesmo tempo em que protegem as transações contra os riscos do oportunismo (WILLIAMSON, 1988;1999). Ainda, a literatura teórica evidencia que uma estrutura de governança mais eficiente é capaz de mitigar essas atitudes oportunistas, por meio de seus mecanismos (AKERLOF, 1970; ARROW, 1973; WILLIAMSON, 1988;1996).

Diante do exposto, esta tese analisou quais aspectos da governança corporativa mitigam os indícios de *insider trading* oportunista, à luz dos pressupostos comportamentais da racionalidade limitada e do oportunismo em um ambiente de incerteza. Para tal propósito, empregou-se a métrica da Volatilidade Idiossincrática Anormal (AIV), que detecta os indícios de *insider trading* oportunista, no contexto de um influente mercado emergente. Os resultados obtidos demonstraram que um monitoramento mais rigoroso, evidenciado por uma maior representação de mulheres no Conselho de Administração, a presença do Conselho Fiscal e um Comitê de Auditoria mais robusto; juntamente com maior transparência, por meio da divulgação de informações das firmas pelos analistas, podem reduzir os indícios do *insider trading* oportunista.

Adicionalmente, os resultados revelaram que, para além do reforço do monitoramento e da transparência visando a mitigação da assimetria informacional e do oportunismo, os

insiders manifestam preocupação com suas respectivas reputações perante o mercado e a sociedade. Desta maneira, as variáveis que refletem essa apreensão, tais como a reputação boa (REPB), representada pelo score ESG, e a variável atenção da mídia, representada pelo tamanho da firma, demonstraram uma relação negativa com os indícios de *insider trading* oportunista. Este achado corrobora com a literatura que sugere que o fator comportamental, por meio da valorização da reputação, pode operar como um mecanismo de imposição informal contra o oportunismo (WILLIAMSON, WILLIAMSON, 1988; 1993; 1996; GAO; LISIC; ZHANG, 2014; HILLIER; KORCZAK; KORCZAK, 2015; LU, 2023).

Por outro lado, as variáveis que indicam traços de oportunismo nas firmas apresentaram uma relação positiva com os indícios de *insider trading* oportunista. Isso ocorre porque quanto mais republicação a firma realizar, maior será a probabilidade de ter ocorrido má conduta na firma. Além disso, alta volatilidade pode denotar transações baseadas em informações não divulgadas.

Portanto, a hipótese da pesquisa foi confirmada, e os resultados obtidos corroboram com os achados de estudos anteriores. Nesse contexto, os resultados deste estudo se apresentam como contribuições relevantes para a literatura e para o mercado, considerando alguns fatores. Primeiramente, utilizou-se como *proxy* para detecção de indícios de *insider trading* oportunista a Volatilidade Idiossincrática Anormal (AIV), que represente uma medida de risco de informação baseada no preço das ações. Essa medida se fundamenta na diferença de volatilidade idiossincrática de uma empresa entre os períodos pré e pós anúncio dos resultados e das divulgações dos fatos relevantes. A informação capturada pela AIV está associada ao retorno esperado das ações. Adicionalmente, a AIV está correlacionada não somente com variações informadas nos retornos, mas também com práticas de *insider trading*, vendas a descoberto e atividades de negociação institucional (YANG; ZHANG; ZHANG, 2020).

Outrossim, os resultados encontrados evidenciam que uma legislação mais rigorosa por si só não é suficiente. Se apenas a regulamentação legal fosse capaz de erradicar as ações oportunistas, não haveria ocorrências de *insider trading* oportunista em países com regulação e legislação mais severas. Por conseguinte, esta pesquisa preenche uma lacuna na literatura ao demonstrar que, para além do aumento do monitoramento e da transparência, fundamentais para atenuar os indícios de *insider trading* oportunista, ela também traz uma inovação ao destacar que mecanismos de imposição informal contra atitudes oportunistas - por meio do incremento da pressão interna para condutas éticas entre os *insiders*, visando evitar repercussões negativas

tanto no mercado quanto na sociedade – têm o potencial de mitigar os indícios de *insider trading* oportunista.

Vale ressaltar, também, que os reguladores devem exercer supervisão e fiscalização sobre o uso de informações privilegiadas. Além disso, devem incentivar uma maior divulgação de informações por parte das empresas, com o intuito de diminuir o risco de comportamento oportunista e, assim, criar um ambiente com maior proteção e menos propenso a perdas futuras. Portanto, considerando o papel significativo do mercado acionário brasileiro na América Latina e suas características distintas, esta tese oferece uma contribuição ao incorporar a perspectiva comportamental dos *insiders* e enfatizar quais aspectos da governança corporativa reduzem a motivação para a realização de negociações com informações privilegiadas.

REFERÊNCIAS

- ABID, Ammar; SHAIQUE, Muhammad; ANWAR UL HAQ, Muhammad. Do big four auditors always provide higher audit quality? Evidence from Pakistan. **International Journal of Financial Studies**, v. 6, n. 2, p. 58, 2018.
- ADAMS, Renée B.; FERREIRA, Daniel. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. **Journal of financial economics**, v. 94, n. 2, p. 291-309, 2009.
- AHERN, Kenneth R. Information networks: Evidence from illegal insider trading tips. **Journal of Financial Economics**, v. 125, n. 1, p. 26-47, 2017.
- AKERLOF, George. A., 1970, The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism. **quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALHARES, Aws. Corporate governance and cost of capital in OECD countries. **International Journal of Accounting & Information Management**, v. 28, n. 1, p. 1-21, 2020.
- ALI, Usman; HIRSHLEIFER, David. Opportunism as a firm and managerial trait: Predicting insider trading profits and misconduct. **Journal of Financial Economics**, v. 126, n. 3, p. 490-515, 2017.
- ARDI, S.; MURWANINGSARI, Ety. Financial performance determination, earnings quality, intellectual capital and company value. **South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law**, v. 15, n. 5, p. 1-16, 2018.
- ARIAS, José E. Tobar; VALENCIA, Andres Mora; GONZÁLEZ, Esther B. Del Brío. Corporate Management and Insider Trading. The Concentration of Property As a Moderating Variable for Controlling Roles On Boards. *Cuadernos De Administración*, v. 34, 2021. <http://dx.doi.org/10.11144/Javeriana.cao34.gcitcp>
- ARMSTRONG, Christopher S.; CORE, Jonh E.; TAYLOR, Daniel J.; VERRECHIA, Robert E. When does information asymmetry affect the cost of capital?. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 1, p. 1-40, 2011.
- ARROW, Kenneth J. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care. **The American Economic Review**, v. 53, n. 5, pág. 941-973, 1963.
- ARROW, Kenneth J. The organization of economic activity: issues pertinent to the choice of market versus nonmarket allocation. The analysis and evaluation of public expenditure: the PPB system. In: Joint Economic Committee, 91st Cong., 1st sess. **Proceedings**, v. 1, p. 59-73, 1969.
- ARROW, Kenneth J. **Information and economic behavior**. HARVARD UNIV CAMBRIDGE MA, 1973.

ASANTE-APPIAH, Bright; LAMBERT, Tamara A. The role of the external auditor in managing environmental, social, and governance (ESG) reputation risk. **Review of Accounting Studies**, p. 1-53, 2022.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). **Companhias brasileiras captam R\$ 124,8 bilhões em 2015**. São Paulo: ANBIMA, 2016. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/companhias-brasileiras-captam-r-124-8-bilhoes-em-2015.htm. Acesso em: 19 out. 2022.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). **Emissões no mercado de capitais superam em 27,7% o total de 2015**. São Paulo: ANBIMA, 2017. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-no-mercado-de-capitais-superam-em-27-7-o-total-de-2015-2CA08A9A632885AD01632F1C93A20CC5.htm. Acesso em: 19 out. 2022.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). **Empresas brasileiras captam volume recorde no mercado de capitais em 2017**. São Paulo: ANBIMA, 2018. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/empresas-brasileiras-captam-volume-recorde-no-mercado-de-capitais-em-2017.htm. Acesso em: 19 out. 2022.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). **Ativos de renda fixa corresponderam a 89% das captações domésticas**. São Paulo: ANBIMA, 2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/ativos-de-renda-fixa-corresponderam-a-89-das-captacoes-domesticas.htm. Acesso em: 19 out. 2022.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). **Emissões domésticas registram aumento de 59,3% em 2019**. São Paulo: ANBIMA, 2020. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-domesticas-registram-aumento-de-59-3-em-2019.htm. Acesso em: 19 out. 2022.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). **Emissões domésticas registraram volume de R\$ 370 bilhões em 2020**. São Paulo: ANBIMA, 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-domesticas-registraram-volume-de-r-370-bilhoes-em-2020.htm. Acesso em: 19 out. 2022.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). **Mercado de capitais encerra 2021 com R\$ 596 bilhões em captações**. São Paulo: ANBIMA, 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-encerra-2021-com-r-596-bilhoes-em-captacoes.htm

mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-encerra-2021-com-r-596-bilhoes-em-captacoes.htm. Acesso em: 19 out. 2022.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). **Emissões no mercado de capitais registram R\$ 401,6 bilhões em 2022**. São Paulo: ANBIMA, 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-no-mercado-de-capitais-registram-r-401-6-bi-em-2022.htm. Acesso em: 19 out. 2022.

ATAN, R.; ALAM, M. M.; SAID, J.; ZAMRI, M. The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance. **Management of Environmental Quality: An International Journal**, 2018.

BAINBRIDGE, Stephen M. The Law and Economics of Insider Trading 2.0. **Forthcoming in Encyclopedia of Law and Economics (2nd edition 2020), UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper**, n. 19-01, 2019.

BATAE, Oana-Marina et al. Ethics and the impact on corporate governance. **Cross-Cultural Management Journal**, v. 20, n. 01, p. 59-64, 2018.

BATTEN, Jonathan A.; LONCARSKI, Igor; SZILAGYI, Peter G. Strategic insider trading in foreign exchange markets. **Journal of Corporate Finance**, p. 101818, 2020.

BEATTY, Anne; HARRIS, David G. The effects of taxes, agency costs and information asymmetry on earnings management: A comparison of public and private firms. **Review of accounting studies**, v. 3, p. 299-326, 1998.

BELSLEY, D. A.; KUH, E.; WELSCH, R. E. **Regression diagnostics: Identifying influential data and sources of collinearity**. John Wiley & Sons, 2005.

BENYOUSSEF, Nourhene; KHAN, Saqib. Identifying fraud using restatement information. **Journal of Financial Crime**, v. 24, n. 4, p. 620-627, 2017.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick. NJ: Transaction, 1932.

BHABRA, Harjeet S.; HOSSAIN, Ashrafee T. Market conditions, governance and the information content of insider trades. **Review of Financial Economics**, v. 24, p. 1-11, 2015.

BHATTACHARYA, Sudipto. Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. **The bell journal of economics**, p. 259-270, 1979.

BHATTACHARYA, Sudipto; NICODANO, Giovanna. Insider trading, investment, and liquidity: a welfare analysis. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 3, p. 1141-1156, 2001.

BHOWMIK, Roni; WANG, Shouyang. Stock market volatility and return analysis: A systematic literature review. **Entropy**, v. 22, n. 5, p. 522, 2020.

BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antonio Gledson; GORGA, Erica. Corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 11, n. 1, p. 21-38, 2010.

BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antonio Gledson; SAMPAIO, Joelson Oliveira. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, 2014.

BORBA, Mariane Alves; SANTOS, Mayara Diana dos; DAGOSTINI, Luciane; SCHVIRCK, Eliandro. A influência das características do conselho de administração, comitê de auditoria e conselho fiscal no *audit delay*. **Revista Gestão Organizacional (RGO)**, v. 12, n. 3, 2019.

BOROCHIN, Paul; GHOSH, Chinmoy; HUANG, Di. Target information asymmetry and takeover strategy: Insights from a new perspective. **European Financial Management**, v. 25, n. 1, p. 38-79, 2019.

BRASIL. LEI Nº 6.385, DE 07 DE DEZEMBRO DE 1976. **Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários**, Brasília, DF, dez 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 01 abr. 2021.

BRASIL. Lei no 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades Anônimas**. Brasília, 1976.

CAMARGOS, Marcos Antônio; ROMERO, Julio Alfredo Racchumi; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise empírica da prática de insider trading em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira. **REGE Revista de Gestão**, v. 15, n. 4, p. 55-70, 2008.

CARVALHO, Antonio Gledson de; DAL'BÓ, Filipe; SAMPAIO, Joelson. Determinants of corporate governance practices in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 48, p. 100771, 2021.

CHAUHAN, Yogesh; KUMAR, K. Kiran; CHATURVEDULA, Chakrapani. Information asymmetry and the information content of insider trades: Evidence from the Indian stock market. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 34, p. 65-79, 2016.

CHENG, Louis; FIRTH, Michael; LEUNG, T. Y.; RUI, Oliver. The effects of insider trading on liquidity. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 14, n. 5, p. 467-483, 2006.

CHENG, Meng-Yuh; LIN, Jer-Yan; HSIAO, Tzy-Yih; LIN, Thomas W. Invested resource, competitive intellectual capital, and corporate performance. **Journal of Intellectual capital**, v. 11, n. 4, p. 433-450, 2010.

CHOWDHURY, Abu; MOLLAH, Sabur; AL FAROOQUE, Omar. Insider-trading, discretionary accruals and information asymmetry. **The British Accounting Review**, v. 50, n. 4, p. 341-363, 2018.

CHUNG, Chune Young; KANG Sanggyu; RYU, Doojin. Does institutional monitoring matter? Evidence from insider trading by information risk level. **Investment Analysts Journal**, v. 47, n.1, p. 48-64, 2018. DOI: 10.1080/10293523.2017.1413152

CHUNG, Ling Tak Douglas. Detecting Insider Information in Retail Trading. **Available at SSRN 3479686**. Disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3479686. Acesso em: 21 jul 2020.

CHUNG, S. G.; GOH, B. W.; LEE, J.; SHEVLIN, T. Corporate tax aggressiveness and insider trading. **Contemporary Accounting Research**, v. 36, n. 1, p. 230-258, 2019

CLACHER, Iain; HILLIER, David; LHAOPADCHAN, Sunthare. Corporate insider trading: A literature review. **Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad**, v. 38, n. 143, p. 373-397, 2009.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry HP. The separation of ownership and control in East Asian corporations. **Journal of financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 81-112, 2000.

CLINE, Brandon N.; GOKKAYA, Sinan; LIU, Xi. The persistence of opportunistic insider trading. **Financial Management**, v. 46, n. 4, p. 919-964, 2017.

COASE, Ronald H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

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

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Instrução Normativa nº 358, de 03 de janeiro de 2002**, com as alterações introduzidas pelas instruções CVM nº 369/02, 449/07, 547/14, 552/14, 568/15, 590/17, 604/18 e 620/20. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)**. Cadernos CVM 11, 45 p. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Instrução Normativa nº 586, de 08 de junho de 2017**. Dispõe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa e o modelo “pratique ou explique” - Companhias Brasileiras. 28 p. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Atualização de informações relativas a fatos recentes no âmbito da companhia aberta Americanas S.A.** CVM informa a abertura de novos processos administrativos. Publicado em 08/02/2023 19h30. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/atualizacao-de-informacoes-relativas-a-fatos-recentes-no-ambito-da-companhia-aberta-americanas-s-a>

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Ofício Circular/Anual-2023-CVM/SEP**. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas,

estrangeiras e incentivadas. Publicado em 28/02/2023. Disponível em:
<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-anual-sep-2023.html>

CONTRERAS, Harold; MARCET, Francisco. Sell-side analyst heterogeneity and insider trading. **Journal of Corporate Finance**, v. 66, p. 101778, 2021.

CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes; LOUVET, Pascal. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, p. 45-63, 2011.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; BRANDÃO, Isac de Freitas. The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 2019.

CUMMING, Douglas; LEUNG, Tak Yan; RUI, Oliver. Gender diversity and securities fraud. **Academy of management Journal**, v. 58, n. 5, p. 1572-1593, 2015.

CZIRAKI, Peter; DE GOEIJ, Peter; RENNEBOOG, Luc. Corporate governance rules and insider trading profits. **Review of Finance**, v. 18, n. 1, p. 67-108, 2014.

DAI, L.; FU, R.; KANG, J. K.; LEE, I. Corporate governance and the profitability of insider trading. **Journal of Corporate Finance**, v. 40, p. 235-253, 2016.

DAI, Lili; PARWADA, Jerry T.; ZHANG, Bohui. The governance effect of the media's news dissemination role: Evidence from insider trading. **Journal of Accounting Research**, v. 53, n. 2, p. 331-366, 2015.

DASH, Amarendra Kumar. Media impact on corporate governance in India: a research agenda. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 12, n. 1, p. 89-100, 2012.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting earnings management. **Accounting review**, p. 193-225, 1995.

DECHOW, Patricia; GE, Weili; SCHRAND, Catherine. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, 2010.

DEGRYSE, Hans; DE JONG, Frank; LEFEBVRE, Jérémie. An empirical analysis of legal insider trading in the Netherlands. **De Economist**, v. 162, n. 1, p. 71-103, 2014.

DEL CARMEN BRIANO-TURRENT, Guadalupe; RODRÍGUEZ-ARIZA, Lázaro. Corporate governance ratings on listed companies: An institutional perspective in Latin America. **European Journal of Management and Business Economics**, v. 25, n. 2, p. 63-75, 2016.

DELLAVIGNA, Stefano. Psychology and economics: Evidence from the field. **Journal of Economic literature**, v. 47, n. 2, p. 315-72, 2009.

DENIS, Diane K.; MCCONNELL, John J. International corporate governance. **Journal of financial and quantitative analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36, 2003.

DONELSON, Dain C.; EGEN, Mathew; IMDIEKE, Andrew J.; MAKSYMOW, Eldar. The revival of large consulting practices at the Big 4 and audit quality. **Accounting, Organizations and Society**, v. 87, p. 101157, 2020.

DONG, Wang et al. Social trust and corporate misconduct: Evidence from China. **Journal of Business Ethics**, v. 151, p. 539-562, 2018.

EASLEY, David; O'HARA, Maureen. Price, trade size, and information in securities markets. **Journal of Financial Economics**, v. 19, n. 1, p. 69-90, 1987.

EASLEY, David; O'HARA, Maureen. Information and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1553-1583, 2004.

ELGAMMAL, Walid; EL-KASSAR, Abdul-Nasser; MESSARRA, Leila Canaan. Corporate ethics, governance and social responsibility in MENA countries. **Management Decision**, v. 56, n. 1, p. 273-291, 2018.

ELLUL, Andrew; PANAYIDES, Marios. Do financial analysts restrain insiders' informational advantage?. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 53, n. 1, p. 203-241, 2018.

ESEN, M. Fevzi; BILGIC, Emrah; BASDAS, Ulkem. How to detect illegal corporate insider trading? A data mining approach for detecting suspicious insider transactions. **Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management**, v. 26, n. 2, p. 60-70, 2019.

ESHLEMAN, John Daniel; GUO, Peng. Do Big 4 auditors provide higher audit quality after controlling for the endogenous choice of auditor?. **Auditing: A journal of practice & theory**, v. 33, n. 4, p. 197-219, 2014.

ESQUEDA, Omar A.; O'CONNOR, Thomas. Corporate governance and life cycles in emerging markets. **Research in International Business and Finance**, v. 51, p. 101077, 2020.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAMA, Eugene F. The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders. **The American Economic Review**, v. 68, n. 3, p. 272-284, 1978.

FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of Financial Economics**, 1993.

FERREIRA, M. P.; MILHOMEM, J. F. C.; CRUZ, A. F.; CUNHA, M. F. Impacto da recompra de ações no valor das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 24, n. 1, p. 112-127, 2020.

- FISHE, Raymond PH; ROBE, Michel A. The impact of illegal insider trading in dealer and specialist markets: evidence from a natural experiment. **Journal of Financial Economics**, v. 71, n. 3, p. 461-488, 2004.
- FRANCIS, Jere R.; YU, Michael D. Big 4 office size and audit quality. **The accounting review**, v. 84, n. 5, p. 1521-1552, 2009.
- FRIEDRICH, Christian; QUICK, Reiner. Do non-audit service failures impair auditor reputation? An analysis of KPMG advisory service scandals in Germany. **Critical Perspectives on Accounting**, p. 102550, 2023.
- FUNDAMENTUS. Acionistas. [S.I] [2023?]. Disponível em: <https://www.fundamentus.com.br/index.php> Acesso em: 30/01/2023.
- GAO, Feng; LISIC, Ling Lei; ZHANG, Ivy Xiyang. Commitment to social good and insider trading. **Journal of Accounting and Economics**, v. 57, n. 2-3, p. 149-175, 2014.
- GIRÃO, L. F. A. P.; MARTINS, O. S.; PAULO, E. O Lado B do *Insider Trading*: relevância, tempestividade e influência do cargo. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 17, n. 58, p. 1341-1356, 2015.
- GLOSTEN, Lawrence R.; MILGROM, Paul R. Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. **Journal of Financial Economics**, v. 14, n. 1, p. 71-100, 1985.
- GOERGEN, Marc; RENNEBOOG, Luc; ZHAO, Yang. Insider trading and networked directors. **Journal of Corporate Finance**, v. 56, p. 152-175, 2019.
- GÓIS, Alan Diógenes; SOARES, Sandro Vieira. O Efeito da reputação corporativa segundo a transparência contábil no gerenciamento de resultados de empresas listadas na B3. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 13, n. 2, 2019.
- GHOSH, Saibal. Board diligence, director busyness and corporate governance: An empirical analysis for India. **Review of Applied Economics**, v. 3, n. 1076-2016-87153, p. 91-104, 2007.
- GIDER, Jasmin; WESTHEIDE, Christian. Relative idiosyncratic volatility and the timing of corporate insider trading. **Journal of Corporate Finance**, v. 39, p. 312-334, 2016.
- GROSSMAN, Sanford J.; STIGLITZ, Joseph E. On the impossibility of informationally efficient markets. **The American economic review**, v. 70, n. 3, p. 393-408, 1980.
- GUPTA, Vishal K.; MORTAL, Sandra; CHAKRABARTY, Bidisha; GUO, Xiaohu; TURBANTE, Daniel. B. CFO gender and financial statement irregularities. **Academy of Management Journal**, v. 63, n. 3, p. 802-831, 2020.
- HAMBRICK, Donald C.; MASON, Phyllis A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. **Academy of management review**, v. 9, n. 2, p. 193-206, 1984.

HASNAN, S.; RAHMAN, N. A.; MOHAMED HUSSAIN, A. R.; MOHD ALI, M. Corporate governance and ownership structure on illegal insider trading activities in Malaysian public listed companies. **Management & Accounting Review (MAR)**, v. 21, n. 1, p. 95-117, 2022.

HE, Feng; DU, Hanyu; YU, Bo. Corporate ESG performance and manager misconduct: Evidence from China. **International Review of Financial Analysis**, v. 82, p. 102201, 2022.

HE, X.; PITTMAN, J. A.; RUI, O. M.; WU, D. Do social ties between external auditors and audit committee members affect audit quality?. **The Accounting Review**, v. 92, n. 5, p. 61-87, 2017.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

HILLIER, David; KORCZAK, Adriana; KORCZAK, Piotr. The impact of personal attributes on corporate insider trading. **Journal of Corporate Finance**, v. 30, p. 150-167, 2015.

HODGSON, Allan; SEAMER, Michael; UYLANGCO, Katherine. Does stronger corporate governance constrain insider trading? Asymmetric evidence from Australia. **Accounting & Finance**, v. 60, n. 3, p. 2665-2687, 2020.

HUANG, Han-Ching. Timing information, SEC enforcement intensity and illegal insider trading. **Investment Analysts Journal**, v. 48, n. 1, p. 18-29, 2019.

HUANG, Yu Chuan; HOU, Nai Wen; CHENG, Yao Jen. Illegal insider trading and corporate governance: evidence from Taiwan. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 48, n. sup3, p. 6-22, 2012.

HUANG, Han-Ching; TUNG, Pei-Shan. The effects of liquidity trading on insider trade timing when an underlying option is present. **Managerial Finance**, 2018.

HUSSAINEY, Khaled; MGBAME, Chijoke Oscar; CHIJOKE-MGBAME, Aruoriwo M. Dividend policy and share price volatility: UK evidence. **The Journal of risk finance**, 2011.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). **Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas**. Grupo de Trabalho Interagentes; coord. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2016.

JACOB, Sajit. Do Corporate Governance impact Firm Value? An Indian Perspective (November 22, 2019). **Available at SSRN**: <https://ssrn.com/abstract=3491551> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3491551>. Acesso em: 17/08/2022.

JAGGI, Bikki; TSUI, Judy. Insider trading, earnings management and corporate governance: empirical evidence based on Hong Kong firms. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 18, n. 3, p. 192-222, 2007.

JAGOLINZER, Alan D.; LARCKER, David F.; TAYLOR, Daniel J. Corporate governance and the information content of insider trades. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 5, p. 1249-1274, 2011.

JAIN, Tanusree; ZAMAN, Rashid. When boards matter: The case of corporate social irresponsibility. **British Journal of Management**, v. 31, n. 2, p. 365-386, 2020.

JAKIMOWICZ, A.; BAKLARZ, A. A.; SMULSKA, K. Impact of the Secondary Insider Trading on Financial Markets. **Acta Physica Polonica, A.**, v. 133, n. 6, 2018.

JARDAK, Maha Khemakhem; MATOUSSI, Hamadi. The effectiveness of insider trading disclosure policies: US and EU comparison. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, 2020.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **The Journal of Financial Economics**, Bingley, v. 3, p. 305 - 360, 1976.

JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of accounting research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

KACPERCZYK, Marcin; PAGNOTTA, Emiliano S. Chasing private information. **The Review of Financial Studies**, v. 32, n. 12, p. 4997-5047, 2019.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Prospect theory: An analysis of decision under risk. In: **Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I**. 2013. p. 99-127.

KAMMLER, Edson Luis; ALVES, Tiago Wickstrom. Análise da capacidade explicativa do investimento pelo q de Tobin em empresas brasileiras de capital aberto. **RAE eletrônica**, v. 8, n. 2, p. 0-0, 2009.

KLAPPER, Leora F.; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KOTHARI, Sagar P.; LEONE, Andrew J.; WASLEY, Charles E. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of accounting and economics**, v. 39, n. 1, p. 163-197, 2005.

KWABI, Frank O.; BOATENG, Agyenim; ADEGBITE, Emmanuel. The impact of stringent insider trading laws and institutional quality on cost of capital. **International Review of Financial Analysis**, v. 60, p. 127-137, 2018.

LAI, Sandy; NG, Lilian; ZHANG, Bohui. Does PIN affect equity prices around the world?. **Journal of Financial Economics**, v. 114, n. 1, p. 178-195, 2014.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal determinants of external finance. **The journal of finance**, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LA PORTA, Taís. Insider trading, o crime que pode levar Eike Batista a 8 anos de prisão. **Revista Exame**, 02 out. 2019. Disponível em: <https://exame.com/mercados/insider-trading-o-crime-que-pode-levar-eike-batista-a-8-anos-de-prisao/>. Acesso em: 01 abr. 2021.

LEE, Charles MC; NG, David. Corruption and international valuation: does virtue pay?. **The Journal of Investing**, v. 18, n. 4, p. 23-41, 2009.

LEE, I.; LEMMON, M.; LI, Y.; SEQUEIRA, J. M. Do voluntary corporate restrictions on insider trading eliminate informed insider trading?. **Journal of Corporate Finance**, v. 29, p. 158-178, 2014.

LEI, Qin; WANG, Xuewu. Time-varying liquidity trading, private information and insider trading. **European Financial Management**, v. 20, n. 2, p. 321-351, 2014.

LINDENBERG, Eric B.; ROSS, Stephen A. Tobin's q ratio and industrial organization. **Journal of business**, p. 1-32, 1981.

LIU, Xiaoding. Corruption culture and corporate misconduct. **Journal of Financial Economics**, v. 122, n. 2, p. 307-327, 2016.

LU, Chunyang. Do Shareholder Networks Influence Insider Trading? Evidence from China. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 59, n. 3, p. 772--785, 2023. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2119841>© 2022 Taylor & Francis Group, LLC

MARTINS, Orleans Silva; VENTURA JÚNIOR, Raul. Influência da governança corporativa na mitigação de relatórios financeiros fraudulentos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 22, p. 65-84, 2020.

MASO, L. D.; LOBO, G. J.; MAZZI, F.; PAUGAM, L. Implications of the joint provision of CSR assurance and financial audit for auditors' assessment of going-concern risk. **Contemporary Accounting Research**, v. 37, n. 2, p. 1248-1289, 2020.

MASSON, Robert T.; MADHAVAN, Ananth. Insider Trading and the Value of the Firm. **The Journal of Industrial Economics**, p. 333-353, 1991.

MENDONÇA, Flávia FP; MARTINS, Henrique Castro; TERRA, Paulo RS. Estrutura de Capital e Mecanismos de Governança Externos à Firma: Uma Análise Multipaís. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 23, p. 765-785, 2019.

MEULBROEK, Lisa K. An empirical analysis of illegal insider trading. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 5, p. 1661-1699, 1992.

MOHANRAM, Partha; RAJGOPAL, Shiva. Is PIN priced risk?. **Journal of Accounting and Economics**, v. 47, n. 3, p. 226-243, 2009.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; SILVA, Ricardo Luiz Menezes da. Accounting Restatements, quality of accounting information, cost of debt and stock returns: a comparative study between Brazil and the USA. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p. 193-209/210-226, 2021.

NASCIMENTO, Josué Anjos; CAVALCANTE, Thiago Gomes Feitoza; NASCIMENTO, Adriano Willian do; CORREA, Emiel Toro. A influência dos níveis de governança corporativa da B3 para mitigar o Insider Trading. Artigo (Graduação em Ciências Contábeis) - Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, São Paulo. 2021. Disponível em: <http://tede.fecap.br:8080/handle/123456789/936>. Acesso em: 19/10/2022.

NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. Cambridge: Cambridge University, 1990.

OECD, **OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises**, 2015 Edition, OECD Publishing, Paris, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/9789264244160-en>. Acesso em: 11/08/2022.

OLIVEIRA, Marcelle Colares; CEGLIA, Domenico; ANTONIO FILHO, Fernando. Analysis of corporate governance disclosure: a study through BRICS countries. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 2016.

ORADI, Javad; IZADI, Javad. Audit committee gender diversity and financial reporting: evidence from restatements. **Managerial Auditing Journal**, v. 35, n. 1, p. 67-92, 2020.

PAMPLONA, Edgar; FIIRST, Clóvis; GONÇALVES, Michele; KLANN, Roberto Carlos. Efeitos dos *accruals* discricionários e das operações de hedge sobre o valor das empresas brasileiras. **REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036**, v. 10, n. 2, p. 175-193, 2018.

PHAM, Man. The Dark Side of Management Connection: Evidence from Opportunistic Insider Trading. **Available at SSRN 3555046**, 2020.

PIETRO NETO, José de; DECOURT, Roberto Frota; GALLI, Oscar Claudino. Proventos-A teoria da sinalização: variações de mercado. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 10, n. 4, p. 150-168, 2011.

POSYLNAYA, Valeriya V.; CLINE, Brandon N.; AARON, Joshua R. The liquidity impact of insider trading on small and medium size enterprises. **Journal of Small Business Strategy**, v. 29, n. 2, p. 72-83, 2019.

PROCIANOY, Jairo Laser; DECOURT, Roberto Frota. The Brazilian Fiscal Council—Protecting Minority Shareholders in a Weak Legal System. In: **Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: Emerging Markets Focus**. 2015. p. 159-180.

RAHMAN, Dewan; FAFF, Robert; OLIVER, Barry. Does board independence constrain insider opportunism?. **Australian Journal of Management**, p. 0312896220946384, 2020.

- RAMOS, Fernando Maciel. **Efeito das conexões sociais entre os CEOs e os membros dos conselhos de administração e fiscal sobre o gerenciamento de resultados**. 2020. 133 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Porto Alegre, 2020.
- RAUEN, Fábio José. Pesquisa científica: discutindo a questão das variáveis. **Publicado nos Anais do IV Simpósio sobre Formação de Professores–SIMFOP da Universidade do Sul de Santa Catarina, Campus de Tubarão, de**, v. 7, p. 1-14, 2012.
- RAVINA, Enrichetta; SAPIENZA, Paola. What do independent directors know? Evidence from their trading. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 962-1003, 2010.
- ROSENFELD, David. The Impact of Insider Trading on the Market Price of Securities: Some Evidence from Recent Cases of Unlawful Trading. **J. Corp. L.**, v. 44, p. 65, 2018.
- RYU, Doojin; YANG, Heejin; YU, Jinyoung. Insider trading and information asymmetry: Evidence from the Korea Exchange. **Emerging Markets Review**, v. 51, p. 100847, 2022.
- SAMPAIO, Ricardo Bruno Queiroz; LIMA, Bruno Chaves Correia; AQUINO CABRAL, Augusto César de; PAULA, Álvaro Luiz Bandeira de. A governança corporativa e o retorno das ações de empresas de controle familiar e de controle não familiar no Brasil. **REGE-Revista de Gestão**, v. 21, n. 2, p. 219-234, 2014.
- SANVICENTE, Antonio Zoratto. Problemas de estimação de custo de capital de empresas concessionárias no Brasil: uma aplicação à regulamentação de concessões rodoviárias. **Revista de Administração**, v. 47, n. 1, p. 81-95, 2012.
- SAVELLI, Andrea; ZILBER, Moises; NAKAMURA, Wilson. A Influência da Adesão à Câmara de Arbitragem na Criação de Valor das Empresas The Influence of Adherence to the Arbitration Chamber in Creating Value for Companies. **Revista BASE–v**, v. 17, n. 2, 2020.
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SINGH, Kuldeep; PILLAI, Deepa. Corporate governance in small and medium enterprises: a review. **Corporate Governance**, v. 22, n. 1., p. 23-41, 2021.
- SILVA, Vanessa de Meneses; SOUZA, Dyliane Mourí Silva de; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes. Impacto No Mercado Acionário Brasileiro Causado pelo Caso JBS. **Revista de Gestão, Finanças E Contabilidade**, v. 9, n. 2, 2019.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. 3. ed. Vinhedo: Virtuous Company, 2021. E-book.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. READ: revista eletrônica de administração. Porto Alegre. Edição 61, vol 14, n. 3 (set/dez. 2008), documento eletrônico, 2008.

SILVERSTEIN, Brian. Managerial Opportunism and Corporate Investment Efficiency. **Available at SSRN 3463419**, 2020.

SIMON, Herbert A. Bounded rationality. In: **Utility and probability**. Palgrave Macmillan, London, 1990. p. 15-18.

SIMON, Mariana Lanner de Araujo; PROCIANOY, Jairo Laser; DECOURT, Roberto Frota. Fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 17, n. 2, p. 87-116, 2019.

SOSCHINSKI, Caroline Keidann; SCHLUP, Daiani; BOGONI, Nadia Mar; CUNHA, Paulo Roberto da. Influência da governança corporativa na assimetria de informação: uma comparação entre empresas brasileiras e americanas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 17, n. 43, p. 149-163, 2020.

SPRENGER, Kélim Bernardes; KRONBAUER, Clóvis Antônio; COSTA, Cristiano Machado. Características do CEO e o gerenciamento de resultados em empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 3, p. 120-142, 2017.

TANG, Hui-wen; CHEN, Anlin; CHANG, Chong-Chuo. Insider trading, accrual abuse, and corporate governance in emerging markets—Evidence from Taiwan. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 24, p. 132-155, 2013.

TESSEMA, Abiot. The impact of corporate governance and political connections on information asymmetry: International evidence from banks in the Gulf Cooperation Council member countries. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 35, p. 1-17, 2019.

TETI, E.; DELL'ACQUA, A.; ETRO, L.; RESMINI, F. Corporate governance and cost of equity: empirical evidence from Latin American companies. **Corporate Governance: The international journal of business in society**. v. 16, n. 5, p. 831-848, 2016.

The World Bank. **Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)**. World Federation of Exchanges database, 2020.

Disponível em:

https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?end=2020&most_recent_year_desc=true&start=1975

Acesso em: 06/06/2023.

TOBIN, James. A general equilibrium approach to monetary theory. **Journal of money, credit and banking**, v. 1, n. 1, p. 15-29, 1969.

TOLEDO, Letícia. Eike Batista é condenado a 8 anos de prisão e multa de mais de 110 milhões por insider trading e manipulação de mercado. In: **InfoMoney**. [São Paulo], 30 set. 2019. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/eike-batista-e-condenado-a-8-anos-e-multa-de-mais-de-r-110-milhoes-por-insider-trading-e-manipulacao-de-mercado/>. Acesso em: 01 abr. 2021.

TONINDANDEL, Mauro César; DECOURT, Roberto Frota. Insider Trading: um estudo sobre a rentabilidade das operações com ações da própria empresa. In: IX CONVIBRA ADMINISTRAÇÃO – Congresso Virtual Brasileiro de Administração. 2020. **Anais eletrônicos** [...] 2020. Disponível em: <https://convibra.org/congresso/convibra-painel/artigo/5341/>. Acesso em: 30 jun. 2021.

VASCONCELOS, Lucas Nogueira Cabral de; MARTINS, Orleans Silva. On Brazilian Insider Trading: Determinants and Informational Effects. **Latin American Business Review**, p. 1-30, 2020.

VASCONCELOS, R. F.; GALDI, F. C.; MONTE-MOR, D. S. Transações de *insiders* e impacto na rentabilidade e valor das empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 10, n. 26, p. 33-48, 2016.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of accounting and economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.

VITALE, Paolo. Robust trading for ambiguity-averse insiders. **Journal of Banking & Finance**, v. 90, p. 113-130, 2018.

WANG, Jiang. A model of intertemporal asset prices under asymmetric information. **The Review of Economic Studies**, v. 60, n. 2, p. 249-282, 1993.

WANG, Qijian. Institutional Ownership and Insider-Trading Behavior: Evidence From Index Rebalance. **Available at SSRN 3415521**, 2019.

WATTS, Ross; ZIMMERMAN, Jerold. The markets for independence and independent auditors. 1981.

WILLIAMSON, Oliver E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. **The journal of Law and Economics**, v. 22, n. 2, p. 233-261, 1979.

WILLIAMSON, Oliver E. Corporate finance and corporate governance. **The journal of finance**, v. 43, n. 3, p. 567-591, 1988.

WILLIAMSON, Oliver E. **Mercados y jerarquías: su análisis y sus implicaciones antitrust**. 1991.

WILLIAMSON, Oliver E. Calculativeness, trust, and economic organization. **The journal of law and economics**, v. 36, n. 1, Part 2, p. 453-486, 1993.

WILLIAMSON, Oliver E. Opportunism and its critics. **Managerial and decision economics**, v. 14, n. 2, p. 97-107, 1993.

WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. Oxford University Press, 1996.

WILLIAMSON, Oliver E. Strategy research: governance and competence perspectives. **Strategic management journal**, v. 20, n. 12, p. 1087-1108, 1999.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. MIT press, 2010.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à Econometria**. Cengage Learning, 2014.

WU, Kean; SORENSEN, Susan; SUN, Li. Board independence and information asymmetry: family firms vs non-family firms. **Asian review of accounting**, 2019.

YANG, Yung Chiang; ZHANG, Bohui; ZHANG, Chu. Is information risk priced? Evidence from abnormal idiosyncratic volatility. **Journal of Financial Economics**, v. 135, n. 2, p. 528-554, 2020.

ZAMAN, Rashid; ATAWNAH, Nader; BAGHDADI, Ghasan A.; LIU, Jia. Fiduciary duty or loyalty? Evidence from co-opted boards and corporate misconduct. **Journal of Corporate Finance**, v. 70, p. 102066, 2021.

APÊNDICE A – REVISÃO EMPÍRICA

O quadro 2, abaixo, demonstra a revisão empírica que deu suporte a esta tese. O referido quadro está organizado em duas partes: i) o Painel A apresenta evidências empíricas sobre *insider trading* oportunista; e, ii) o Painel B apresenta as pesquisas que estudaram a governança corporativa.

Quadro 2: Resumo da revisão empírica

PAINEL A – Evidências Empíricas sobre <i>Insider Trading</i> Oportunista		
Investigações Empíricas	Motivação	Resultados
Betzer e Theissen (2009)	Analisar as transações realizadas por <i>insiders</i> na Alemanha.	Foi encontrado que aumento de preço e volume ocorrem após negociações com informações privilegiadas. Adicionalmente, os resultados mostraram que as informações privilegiadas têm um impacto negativo na liquidez do mercado e que a intensidade é uma ferramenta importante para gerenciar o risco de informações assimétricas.
Tang, Chen e Chang (2013)	Investigar a relação endógena entre negociação com informações privilegiadas anormais e excesso de <i>accrual</i> , e explora se a governança corporativa afeta essa relação.	Os resultados sugerem que os <i>insiders</i> tiram proveito de informações privadas sobre <i>accruals</i> anormais para cronometrar suas negociações e manipular os <i>accruals</i> de forma oportunista para enganar o mercado de ações antes de suas negociações planejadas. Além disso, as evidências mostram que uma governança corporativa fraca permite a interação entre negociações com informações privilegiadas e acúmulos anormais.
Gider e Westheide (2016)	Investigar se os <i>insiders</i> corporativos negociam quando as informações assimétricas são altas.	Os resultados apontam que os <i>insiders</i> compram ações quando sua vantagem informacional é alta.
Ahern (2017)	Fornecer uma análise abrangente das relações sociais que estão por trás das redes ilegais de informações privilegiadas.	Os resultados mostram que a informação privilegiada flui através de fortes laços sociais baseados na família, amigos e proximidade geográfica. Em média, as dicas internas vêm de executivos corporativos e chegam aos investidores compradores após três links na rede.
Ali e Hirshleifer (2017)	Desenvolver uma medida mais precisa de informações privilegiadas oportunistas.	Os resultados apontam que os <i>insiders</i> oportunistas podem ser identificados por meio da lucratividade de suas negociações antes dos anúncios de lucros trimestrais e que as negociações oportunistas estão associadas a vários tipos de má conduta empresarial ou gerencial. As empresas com informações privilegiadas oportunistas têm níveis mais altos de gerenciamento de resultados, reapresentações, ações de aplicação da Comissão de Valores Mobiliários dos EUA, litígios de acionistas e remuneração de executivos.
Chowdhury <i>et al.</i> (2018)	Examinar se os <i>insiders</i> manipulam os lucros em um ambiente de	Os resultados mostram que o <i>insider trading</i> tem uma associação positiva com acréscimos

	informações assimétricas para lucrar com suas negociações informadas e se o ambiente de informações intervenientes influencia a relação entre o gerenciamento de resultados e as negociações com informações privilegiadas.	discricionários. Além disso, mostramos que o envolvimento ativo de alguns insiders importantes em acumulações discricionárias elevadas é para o benefício pessoal mais em empresas em crescimento do que em empresas de valor. Nossos resultados também sugerem que o gerenciamento de ganhos permite negociações oportunistas, em vez de rotineiras, de compra e venda de insiders. Os achados destacam que os reguladores devem supervisionar e escrutinar tanto o uso de informações privilegiadas quanto o gerenciamento de resultados para mitigar o risco de comportamento oportunista de informações privilegiadas para evitar futuros escândalos corporativos.
Chung (2019)	Detectar informações privilegiadas nas transações individuais	Foi encontrada uma associação positiva entre desequilíbrios nas transações individuais e retornos futuros de ações. A análise revela que uma quantidade significativa de informações incorporadas às transações individuais se origina do uso de informações privilegiadas, o que contribui para retornos previsíveis.
Borochin, Ghosh, Huang (2019)	Examinar a relação entre assimetria de informação e o valor da empresa em torno de uma fusão e aquisição	Foram constatados que os ganhos anormais no período de fusão e aquisição estão relacionados com a assimetria informacional.
Rahman, Faff e Oliver (2020)	Examinar se o oportunismo interno é reduzido pela independência do conselho.	Os resultados mostram que a independência do conselho, por meio de um maior monitoramento, restringe o uso de informações privilegiadas.
Contreras, Korczark e Korczark (2020)	Analisar o impacto das normas sociais locais nos lucros dos <i>insiders</i> .	Os resultados confirmam que as negociações por <i>insiders</i> em empresas localizadas em áreas mais religiosas são seguidas por retornos anormais mais baixos, em que esses <i>insiders</i> são menos propensos a negociar com notícias de lucros futuros e suas negociações são menos propensas a serem oportunistas. O efeito concentra-se onde se espera que o impacto das normas sociais locais seja mais forte.
Sun <i>et al.</i> (2021)	Evidenciar diferenças éticas entre altos executivos e <i>insiders</i> do sexo feminino e masculino na condução de negociações lucrativas com as ações de suas próprias empresas.	O estudo mostrou que as <i>insiders</i> femininas negociam menos lucrativamente, o que pode ser atribuído a seus valores éticos mais elevados. Essa relação é robusta para várias medidas de lucratividade e se mantém após abordar o viés potencial de endogeneidade.
PAINEL B – Pesquisas sobre Governança Corporativa		
Investigações Empíricas	Motivação	Resultados
Jaggi e Tsui (2007)	Analisar se há relação entre o gerenciamento de resultados, negociações de informações privilegiadas e a governança corporativa, após o final do ano fiscal para as firmas de Hong Kong.	Os resultados demonstram que regulamentos rígidos são necessários para controlar o uso de informações privilegiadas, e a independência dos conselhos corporativos é importante para o monitoramento do gerenciamento de resultados associado ao uso de informações privilegiadas. Além disso, a nomeação de membros da família com participação majoritária deve ser evitada para aumentar a independência e monitorar a eficácia dos conselhos corporativos.
Silveira e Barros (2008)	Investigar os determinantes da qualidade da governança corporativa das firmas brasileiras.	Os resultados mostram que a estrutura de propriedade influencia o nível de governança corporativa. Especificamente, a pesquisa

		evidencia que, quanto maior o poder do acionista controlador, principalmente em companhias onde o mesmo possui um percentual bem maior de ordinárias do que possui sobre o total de ações, pior a qualidade da governança corporativa. Os resultados indicam ainda que as empresas maiores, emissoras de ADRs e com melhor desempenho apresentam, em média, melhor nível de governança. Além disso, a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa não parece influenciar o nível de governança das empresas.
Ravina e Sapienza (2010)	Comparar o desempenho comercial de diretores independentes e outros executivos.	Mostram que executivos e conselheiros independentes obtêm retornos mais elevados em empresas com governança mais fraca. Os conselheiros independentes também ganham retornos significativamente anormais quando vendem as ações da empresa em uma janela antes de más notícias e em torno das republicações dos resultados.
Jagolinzer, Larcker e Taylor (2011)	Examinar o papel do conselho na mitigação de negociações informadas por <i>insiders</i> corporativos.	Os achados mostram que, quando a aprovação do conselho é necessária para executar uma negociação, os lucros das negociações com informações privilegiadas e a capacidade de previsão das negociações com informações privilegiadas para o desempenho operacional futuro, são substancialmente menores.
Gao, Lisic e Zhang (2014)	Verificar se os executivos de empresas preocupadas com a RSC são mais propensos a se abster de negociações informadas.	São evidenciados que executivos de empresas conscientes com a RSC lucram significativamente menos com informações privilegiadas e são menos propensos a negociar antes de notícias futuras do que executivos de empresas não conscientes com a RSC. A associação negativa entre RSC e lucros com informações privilegiadas é mais pronunciada quando os interesses pessoais dos executivos estão mais alinhados com os interesses da empresa.
Dai, Parwada e Zhang (2015)	Investigar se a mídia desempenha um papel na governança corporativa por meio da divulgação de notícias.	Os resultados mostram que a mídia reduz os futuros ganhos dos <i>insiders</i> ao disseminar notícias sobre negociações anteriores de <i>insiders</i> disponíveis a partir de registros regulatórios. Ainda, foram encontrados três mecanismos econômicos subjacentes ao efeito disciplinador das notícias: a redução da assimetria de informações, preocupações com o risco de litígio e o impacto na riqueza e reputação pessoal dos <i>insiders</i> .
Cumming, Leung e Rui (2015)	Analisar o efeito da diversidade de gênero no conselho de administração, no amplo espectro de fraudes com valores mobiliários.	Foram encontrados que um conselho com maior diversidade de gênero tem relação negativa com o insider trading. Como também, os resultados mostraram que as mulheres são mais eficazes em setores dominados por homens na redução da frequência e da gravidade das fraudes.
He <i>et al.</i> (2017)	Examinar se os laços sociais entre os auditores e os membros do comitê de auditoria moldam os resultados da auditoria.	Os resultados indicam que os laços sociais entre os auditores e os membros do comitê de auditoria prejudicam a qualidade da auditoria.

Dong <i>et al.</i> (2018)	Analisar se uma maior confiança social está associada a uma menor incidência de má conduta corporativa.	Os resultados apontam que a confiança social está negativamente associada ao comportamento de má conduta corporativa. Além disso, é evidenciado que, quando a cobertura da mídia é maior, a relação negativa entre a confiança social e o comportamento de má conduta é mais intensificada.
Elgammal, El-Kassar e Messarra (2018)	Examinar o papel mediador da governança corporativa na relação entre ética e RSC.	Os resultados indicam que as práticas éticas têm um impacto positivo na governança corporativa e, por sua vez, a governança corporativa tem um impacto positivo na RSC. Os resultados também mostram um efeito mediador da governança corporativa na relação entre ética e RSC.
Abid, Shaique e Anwar Ul Haq (2018)	Examinar o papel dos auditores externos em aprovar ou limitar as práticas de gerenciamento de resultados de uma empresa em ambientes institucionais que não fornecem incentivos para que os auditores prestem auditoria de alta qualidade.	Por meio das firmas listadas na bolsa de valores do Paquistão, foram evidenciados que não há diferença estatística entre as atividades de gerenciamento de resultados de empresas auditadas por auditores de Big Four e de não Big Four. Além disso, os resultados mostraram que o gerenciamento de resultados é difundido em empresas familiares e os auditores de Big Four não moderam a relação entre o domínio da empresa familiar e o gerenciamento de resultados.
Wang (2019)	Estudar o impacto dos investidores institucionais no uso de informações privilegiadas.	Os resultados mostram que o aumento de participações institucionais melhora a governança corporativa da firma e mitiga a assimetria de informações entre <i>insiders</i> e investidores externos. Como resultado, os <i>insiders</i> negociam com menos frequência e em volumes mais baixos.
Alves Borba <i>et al.</i> (2019)	Verificar a relação entre <i>audit delay</i> e as características do Conselho de Administração, Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal das empresas listadas na B3	Os resultados apontaram uma relação negativa do <i>audit delay</i> com número de membros do Comitê de Auditoria, com a existência de Conselho Fiscal, com a rentabilidade do ativo e com o porte da empresa. O número de membros do Conselho Fiscal possui significância positiva e ressalta uma relação direta com o <i>audit delay</i> .
Esqueda e O'connor (2020)	Examinar o impacto do ciclo de vida corporativo na governança corporativa em mercados emergentes, onde as empresas podem aderir em regras mais rígidas adotando um nível de listagem de bolsa que atenda às necessidades de governança da organização independentemente dos requisitos do ciclo de vida.	Os resultados evidenciam que a decisão de aderir a um nível de listagem é um melhor preditor da qualidade da governança corporativa do que o ciclo de vida corporativo. As empresas sinalizam melhorias na governança corporativa ao aderirem a regulamentações mais rigorosas.
Hodgson <i>et al.</i> (2020)	Investigar o papel da governança corporativa interna na limitação de oportunidades para os <i>insiders</i> das empresas ASX extraírem retornos anormais de <i>insider trading</i> .	Os resultados evidenciam que uma governança mais forte se traduz em políticas de <i>insider trading</i> mais restritivas e, embora não resulte em volumes, valores ou lucros mais baixos de compra de informações privilegiadas, reduz a lucratividade das vendas de informações privilegiadas.
Donelson <i>et al.</i> (2020)	Examinar se o crescimento da firma de auditoria por meio da aquisição de firma de consultoria está associado à qualidade da auditoria.	Os resultados mostram que a auditoria aumenta (diminui) no nível do escritório local após a aquisição de empresas de consultoria que prestam serviços relacionados (não relacionados) à auditoria. O efeito das aquisições de empresas

		de consultoria na qualidade da auditoria parece depender de quão próximos os serviços adquiridos estão relacionados à auditoria.
Arias, Valência e González (2021)	Analisar o efeito direto da estrutura de propriedade e dos conselheiros de administração sobre o insider trading e examinar o efeito moderador que a concentração de propriedade tem sobre o papel de disciplinar os conselhos na prevenção dessa prática de mercado.	Os resultados demonstram um efeito negativo tanto da concentração acionária quanto da parcela de conselheiros independentes no <i>insider trading</i> . Quanto ao efeito moderador, fica evidente que o papel de controle dos conselhos é influenciado pela concentração da propriedade.
Zaman <i>et al.</i> (2021)	Examinar o efeito dos conselhos cooptados na má conduta corporativa.	Os resultados demonstram que há relação entre conselhos cooptados e a má conduta corporativa e que esta relação se intensifica quando o monitoramento externo é fraco, há maiores laços sociais entre o CEO e o conselho, em conselhos cujos membros têm grandes preocupações com a carreira, e onde o poder do CEO é baixo.
Ngo e Le (2021)	Examinar o impacto das características do comitê de auditoria na gestão de resultados de empresas listadas na bolsa de valores do Vietnã.	Os resultados mostram que o tamanho e a experiência do comitê de auditoria possuem relação inversa com o gerenciamento de resultados. Ao mesmo tempo, tamanho da empresa apresentou relação positiva com gerenciamento de resultados.
He, Du e Yu (2022)	Explorar a motivação do engajamento corporativo ESG, por meio da perspectiva do comportamento da má conduta do gestor.	Os resultados apontam que a qualidade do engajamento ESG inibe significativamente a má conduta do gestor. Essa relação é mediada pela cobertura do analista e é mais pronunciada em empresas com menor transparência de informações, empresas com participações institucionais mais baixas e empresas que divulgaram voluntariamente informações ESG.
Asante-Appiah e Lambert (2022)	Analisar se os auditores ajudam as empresas a gerenciar o risco ESG elevado em tempos de crise de reputação.	Os resultados mostram uma associação positiva entre reputação manchada e serviços não relacionados à auditoria e entre a interação da reputação manchada e serviços não relacionados à auditoria com o valor futuro da empresa.
Friedrich e Quick (2023)	Analisar dois eventos de deficiências observáveis de serviços não relacionados à auditoria da KPMG Alemanha.	As análises não revelam consequências negativas significativas para a KPMG. Os dados de gerenciamento de resultados fornecem algumas indicações limitadas de que a KPMG permite aos clientes escolhas contábeis mais oportunistas.