

Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais: Perfil das Publicações Nacionais e Internacionais

Privileged Information in the Stock Market: Profile of National and International Publications

Ibis Elizete Avelar¹

Nevison Amorim Pereira²

Cristiano Camargo³

RESUMO

Este artigo teve por objetivo analisar a contribuição teórica dos artigos acerca do tema informações privilegiadas no mercado de capitais com base em Whetten (2003). A amostra de noventa artigos foi selecionada em periódicos reconhecidos pela Qualis/CAPES com qualificação mínima B2 no período de 2003 a 2013. As etapas da pesquisa foram: seleção dos periódicos, desenvolvimento de uma ferramenta para avaliação dos trabalhos, análise da contribuição teórica dos artigos e utilização de métodos estatísticos para verificar se a contribuição teórica depende do tipo de abordagem. Para seleção dos artigos pesquisou-se os seguintes descritores: informações privilegiadas, assimetria informacional, Teoria da Agência, Hipótese de Mercado Eficiente, *information*, *insider information*, *insider trading*, *agency*. Foram utilizadas as ferramentas quantitativas: estatística descritiva, teste exato de Fischer e teste de Mann-Whitney. Os resultados indicam que no período analisado houve aumento de estudos sobre o tema, principalmente a partir de 2007 e que as publicações internacionais se concentraram nos periódicos *Journal of Banking & Finance* e *Journal of Financial Economics*. Além disso, 66% dos artigos apresentaram contribuição teórica e independem da abordagem adotada (qualitativa, quantitativa ou ambas). Os trabalhos que exibem contribuição teórica apresentam média de referências bibliográficas maior.

Palavras-chave: Contribuição teórica. Informação privilegiada. Assimetria informacional.

ABSTRACT

This article aims to analyze the theoretical contribution of articles on the subject inside information on the capital market based on Whetten (2003). The sample was selected ninety articles in journals recognized by Qualis / CAPES with minimum qualification B2 from 2003 to 2013. The stages of the research were: selection of journals, development of a tool for evaluation of the work, analysis of the theoretical contributions Articles and using statistical methods to verify the theoretical contribution depends on the type of approach. For selection of items researched the following descriptors: privileged information, information asymmetry, Agency Theory, Efficient Market Hypothesis, *information*, *insider information*, *insider trading*, *agency*. descriptive statistics, Fisher's exact test and Mann-Whitney test: quantitative tools were used. The results indicate that the analyzed period there was an increase of studies

¹ Especialista em Finanças e Planejamento Empresarial, professora na UNIPAC, ibisavelar@gmail.com

² Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU), administrador na UFU, nevisonpm@yahoo.com.br

³ Mestrando em Gestão Organizacional pela Universidade Federal de Goiás, professor na Faculdade Politécnica, camargo_cris@hotmail.com

on the subject mainly from 2007 and international publications have focused on periodical Journal of Banking & Finance and Journal of Financial Economics. In addition, 66% of the articles presented theoretical contribution and independent of adopted approach (qualitative, quantitative or both). The works exhibit theoretical contribution has average higher references.

Keywords: Theoretical contribution. Insider information. Information Asymmetry.

1 INTRODUÇÃO

Informação privilegiada ou *insider information* deriva do conceito de *insider trading*, onde o *insider* é o agente que possui informações internas restritas ou, não disponíveis ao público sobre a empresa. Com base nessas informações (privilegiadas em função do acesso), o *insider* negocia (*trading*) as ações dessa empresa a fim de obter melhores retornos se comparado aos demais agentes (*outsiders*) sem acesso à mesma informação, tornando-a, portanto, privilegiada em razão de seu acesso e da forma como será utilizada (FIDRMUC; GOERGEN; RENNEBOOG, 2005).

A atuação de *insiders* e o uso de informações privilegiadas são abordados por Rochman e Eid Júnior (2006) em que citam dois exemplos: no Brasil, é relatado o favorecimento criado entre os acionistas majoritários e a direção executiva da Ambev antes da fusão com a cervejaria Interbrew; nos EUA, o caso da apresentadora de TV Martha Stewart que foi presa devido a negociações das ações da empresa de biotecnologia ImClone após descobrir que recebia informações diretas do *CEO* desta companhia.

Apesar das polêmicas, de acordo com Camargos, Romero e Barbosa (2007), tais informações evidenciam o conflito de interesses e a assimetria informacional, atendendo a um limitado número de agentes, o que pode ainda causar impactos nos preços dos títulos no mercado quando se trata do uso em proveito próprio.

Diversas pesquisas têm procurado avaliar o comportamento do mercado de capitais mediante testes de hipóteses estatísticas concomitantes a eventos informacionais – fusões, aquisições, empréstimos, etc. – e inferir o uso de informações privilegiadas (MASSA; REHMAN, 2008; BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009; FU; KRAFT; ZHANG, 2012; GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2012).

Os tratamentos quanto ao tema pesquisado estão ligados a Teoria de Hipótese de Mercado Eficiente (HME) de Fama (1970), a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) e a Governança Corporativa (IBGC, 2013). Diante desta diversidade de aspectos relacionados ao tema surge uma questão: Os artigos apresentam contribuição teórica para o desenvolvimento de novos saberes na área? Nesse sentido, Whetten (2003) apresenta uma série de conceitos para discussão do processo de desenvolvimento de uma teoria. A contribuição teórica no seu entendimento deve apresentar quatro elementos essenciais, sendo eles: “o quê”, “como”, “por que” e “quem, onde e quando”.

Esses elementos são caracterizados da seguinte forma: “O quê” (devem ser incluídos os fatores de destaque como parte da explicação com base nos critérios de abrangência e parcimônia), “como” (relação entre os fatores identificados no elemento “o que” e que geralmente introduz causalidade), “por que” (são as dinâmicas psicológicas, econômicas ou sociais que justificam a seleção de fatores e as relações de causa propostas), e por fim, “quem, onde e quando” (elemento que coloca limitação nas proposições geradas de um modelo teórico, constituindo o alcance e a extensão da teoria).

Com base no problema, a pesquisa tem como objetivo principal analisar a contribuição teórica dos artigos acerca do tema informações privilegiadas no mercado de capitais com base em Whetten (2003). Em termos específicos, os objetivos visam identificar os meios de publicação e a qualificação segundo os critérios Qualis/CAPES, a relação entre qualificação e número de publicações nacionais e internacionais; ano das publicações e; contribuição por: número de referências e abordagem teórica.

A escolha pelo tema justifica-se em razão do mesmo ser tratado sob ângulos diversos. Nesse sentido autores como Barbedo, Silva e Leal (2009); Massa e Rehman (2007) e Fishe e Robe (2004) elencam situações no mercado de capitais entremeadas pelo fluxo informacional permitindo diferenciadas abordagens.

Barbedo, Silva e Leal (2009) abordam o uso de informação privilegiada em relação à Governança Corporativa avaliando a eficácia dos índices de governança e se estes previnem a expropriação do acionista minoritário. Concluem que as ações do mercado tradicional apresentam a menor probabilidade de operação com informação, seguida das ações dos níveis 1 e 2 e pelas do Novo Mercado trazendo uma nova percepção deste mercado.

Já Massa e Rehman (2008) destacam o fluxo de informações entre conglomerados financeiros e seus fundos de investimentos, os quais negociam antecipadamente ações de empresas que são clientes destes conglomerados. O estudo mostra que o uso da informação acontece em menor ou maior grau, dependendo da proximidade entre as empresas de um conglomerado e ainda que, a menor regulação desse mercado, favorece a ocorrência dessas informações.

Por sua vez, Fishe e Robe (2004) observam que o uso de informação privilegiada pelo *insider trading* tem efeito negativo na liquidez do mercado e aprofunda a assimetria de informação. A pesquisa indica que os mercados especializados são capazes de detectar negociação informada reduzindo sua liquidez; outros apontam que os mercados menos sofisticados tendem a aumentar o volume de transações em função de informações 'ruins' ou de agentes falsamente informados.

Além de a informação privilegiada ser observada no mercado financeiro há estudos que apontam seu uso em outros mercados. Bertolin et al. (2008) constataram a ocorrência de assimetria nas informações em cooperativas cafeeiras entre dirigentes e associados. Como consequência, a pesquisa indica que os associados perdem a confiança em transacionar com a cooperativa, pois a manipulação de informações tem configurado ações comprometedoras de transparência da gestão e perda de eficiência do mercado refletindo em novas implicações e análises para a Teoria da Agência.

Portanto, ao tratar sobre informações privilegiadas no mercado de capitais, relacionam-se ao tema questões como conflito de interesses, assimetria informacional e práticas de Governança Corporativa. A amplitude do assunto não esgota a pesquisa, cujo aprofundamento abre novas possibilidades de estudo em contribuição à teoria.

Conforme aborda Alvarenga (1998), os estudos bibliométricos visam o maior conhecimento de campo e contribuição à teoria em função da dificuldade de se definir homogeneamente uma ciência. Partindo dessa premissa, a contribuição teórica deste estudo está no reconhecimento do tema por meio das pesquisas já apresentadas, observando a evolução da produção científica, a qualificação das publicações e a relevância destes trabalhos para o meio acadêmico.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estudos sobre o tema

A informação no mercado de capitais coloca em evidência a relação entre entidades, acionistas, controladores, credores, executivos, dentre outros agentes e conduz os questionamentos a respeito dos conflitos de interesses, uma vez que se apresenta a probabilidade de que ocorram transações baseadas em informações privilegiadas – *insider information* – com efeitos distintos de acordo com o nível de governança (BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009).

Lopes e Martins (2005) observam o contraste entre os agentes atuantes no mercado onde a informação coloca-se no centro do conflito de interesses e, por sua vez, há uma assimetria e, como reforçam os autores, no mundo real ocorrem grandes diferenças informacionais, ainda que se procure estabelecer o controle do fluxo de informações por meio de boas práticas de Governança Corporativa e a entidade sinalize para uma relação transparente com os acionistas.

Hendriksen e Van Breda (2007) apontam como agente e principal contrastam: enquanto um (agente) é tomador de decisões, o outro (principal) é o avaliador da informação tomando para si a utilidade e primazia dessa, impactando, portanto, nas decisões do agente.

A distinção entre a propriedade e gestão elevou a importância das práticas de Governança Corporativa. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2013) a governança como prática surgiu da necessidade de se superar o conflito de agência visto que os interesses entre agente e principal nem sempre são os mesmos.

As ferramentas utilizadas para assegurar o controle da propriedade sobre a gestão são: o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal. Essas propiciam níveis diferenciados para a adesão voluntária das empresas para a melhor relação investidor/empresa (IBGC, 2013).

No tocante a governança, Gaspar, Massa e Matos (2006) debatem o modelo na indústria de fundos e considera como prioridade os interesses dos investidores sobre os de sociedades de gestão de fundos. De acordo com a pesquisa, a maioria dos gestores de carteiras de fundos não trabalha diretamente para os acionistas de seus fundos, mas para uma organização de famílias de fundos mútuos e assim descrevem:

Famílias de fundos mútuos são potencialmente uma fonte de valor para os investidores, mas também podem causar distorções aos incentivos dos gestores de fundos. Por um lado, a afiliação a uma família de fundos oferece o potencial de economias de escala e escopo, em termos de gestão de ativos (...) Por outro lado, no entanto, a afiliação a estes fundos pode distorcer os incentivos dos gestores de fundos, possivelmente induzindo-os a sacrificar o interesse dos acionistas (...) Esta estratégia de "favoritismo" é o resultado da divergência entre os interesses de acionistas e as sociedades gestoras de fundos (GASPAR; MASSA; MATOS, 2006 p. 73).

Embora haja o estímulo para melhorar a relação entre os agentes, em especial pela adoção de práticas de governança, Silveira et al. (2009) destacam que a participação do acionista majoritário ou executivo *blockholder* - proprietários capazes de influenciar a empresa com direitos de voto e vantagens sobre as informações - está negativamente associado com uma melhor governança. Apontam ainda a divergência entre a divulgação de informações e o que se pratica, onde as empresas parecem ter um melhor desempenho quanto à divulgação, o que não ocorre em relação aos direitos dos acionistas.

A informação ocupa o foco central na relação entre os agentes e tem promovido pesquisas voltadas ao estudo do fluxo de informações privilegiadas e as evidências da assimetria existente nas transações realizadas no mercado (MOLA; GUIDOLIN, 2009).

Sobressai, nesse sentido, o conflito de agência dada a ocorrência de estratégias de negociação *ex-ante* apoiadas no *insider information* (BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009).

De acordo com Fu, Kraft e Zhang (2012) e Massa e Rehman (2008), o fluxo de informações privilegiadas é uma ocorrência endógena e privada, portanto, os investidores sofisticados têm incentivos para a aquisição de informações privadas antecipadamente ao comunicado externo e essa comunicação oferece aos investidores sofisticados mais oportunidades de lucro.

Esta situação entra em conflito com a HME (FAMA, 1970) em seu modelo semiforte, cujos preços das ações refletem todas as informações publicamente disponíveis, preços estes que mudam instantaneamente para refletir as novas informações públicas. Contudo, no momento em que as informações são de caráter privilegiado há o contraste com a publicidade e o reflexo dessas informações.

Rochman e Eid Júnior (2006) abordam que a HME na forma forte – hipótese esta em que os preços dos títulos refletem tanto as informações privadas (privilegiadas) quanto às disponíveis – tem evidenciado a prevalência do fluxo informacional detido privadamente pelos *insiders*. Assim, verificam que:

O perfil das operações com títulos transacionados pelos *insiders* infere que a diretoria vende mais títulos do que compra, ao contrário dos controladores e conselheiros; que os *insiders* das empresas do nível 1, de menores exigências e restrições de governança, são mais ativos em operações no mercado do que seus pares nas empresas de nível de governança maior. Também mostramos que as operações de compra de ações ordinárias, e as de venda de ações preferenciais, realizadas pelos *insiders* apresentaram um retorno anormal (excedente ao esperado) médio acumulado significativo, fornecendo assim indícios de operações realizadas com informações privilegiadas (ROCHMAN; EID JÚNIOR, 2006, p. 12).

Além das referências da Teoria de HME, uma importante abordagem refere-se à informação no contexto da Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976). De acordo com esta teoria, a firma não é apenas maximizadora de lucros, mas também uma ‘caixa preta’ que deve ser vista à luz dos conflitos de interesses entre os agentes (proprietários e gestores), cujos objetivos individuais podem ser atingidos pela utilização da informação.

O conflito entre os agentes está relacionado também à estrutura de participação de acionistas na firma, o que é tratado por Brockman e Yan (2009), cujos estudos contribuem no sentido de mostrar que a estrutura de propriedade da empresa, com maior ênfase na participação dos *blockholders* influencia na sua comunicação interna e informações privadas disponíveis, aumentando a quantidade de informações específicas que se expressa nos preços das ações.

Estes autores concluem que os *blockholders* atribuem com sua participação maiores benefícios em relação aos demais acionistas. Em função da probabilidade de negociação informada, tem havido o incentivo ao comércio dessa informação, configurando assim a gestão de resultados fruto do controle de mercado e das variáveis internas da empresa.

Uma vez que os proprietários detêm melhores informações e gerenciam os resultados, o mercado tem buscado alternativas ao controle informacional, contudo sem alcançar o sucesso esperado. Nesse ponto Martinez (2011) aborda como a assimetria informacional poderia ser reduzida mediante a participação dos analistas de mercado, mas sem o efeito esperado.

De acordo com o autor, mesmo com a participação destes analistas, evidencia-se ao fim a incapacidade de eles preverem escândalos de Governança Corporativa e, pior, de serem incentivados ou motivados às práticas questionáveis de gerenciamento de resultados.

2.2 Pesquisa Bibliométrica

Conforme abordam Silva, Toledo Filho e Pinto (2009), a bibliometria é empregada como instrumento de medição da produção científica, mediante pesquisa dos trabalhos em diversos campos do conhecimento.

No campo da contabilidade a pesquisa bibliométrica é abordada por Leite Filho (2008), de forma abrangente, fruto das mudanças econômicas e sociais, e do aumento do número de programas de pós-graduação e, por conseguinte da produção científica, assim como da evolução da Contabilidade.

O emprego de indicadores bibliométricos permite que se faça a quantificação da produção científica e técnica, neste sentido Bufrem e Prates (2005) apontam que a bibliometria procura um perfil dos registros do conhecimento, servindo-se de um método quantificável. Destacam que a bibliometria adquire o significado técnico relacionado à mensuração e possibilidade de interconexão de aspectos relativos à comunicação.

Ainda, de acordo com Bufrem e Prates (2005), os estudos bibliométricos são similares à infometria, pois caracterizam-se pela mensuração dos aspectos quantitativos de conteúdo em qualquer formato, tais como palavras, documentos, textos, fontes ou bases de dados, com foco nas características da informação que possam ser consideradas relevantes. A partir do enfoque, recorre-se aos métodos estatísticos no tratamento das informações coletadas.

Theóphilo e Iudícibus (2005) reforçam o aspecto quantitativo da pesquisa bibliométrica que consiste na avaliação de artigos, relatórios científicos e etc., portanto, uma metodologia que atende a presente pesquisa no tocante à mensuração sobre informação privilegiada.

Seguindo esta abordagem, Catapan e Cherobim (2010) tratam do estudo bibliométrico aplicado ao estado da arte na Governança Corporativa entre os anos de 2000 e 2010.

Os autores pesquisaram as publicações veiculadas em periódicos entre os anos de 2000 a 2010 e analisaram: a abordagem, tipologia, número de autores, publicação por autor, instituições com maior número de artigos por ano, tema de pesquisa, técnica utilizada, setor pesquisado, forma de coleta de dados, período de análise e resultado da pesquisa.

Os autores apresentam as tendências sobre o tema e o estímulo a futuras pesquisas. Os principais resultados foram assim descritos:

- Dos 26 artigos analisados, 06 são de cunho teórico e 20 empíricos;
- Percebe-se a predominância de pesquisas com dois autores, representando 54% do total da amostra;
- Em relação a quantidade de publicações verifica-se: em primeiro lugar, a USP com um total de 10 artigos publicados por professores ou estudantes; em segundo, a Universidade Presbiteriana Mackenzie, com 4 artigos e; por último a Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e a Fundação Getúlio Vargas (FGV) aparecem com 3 publicações cada.

Com relação à assimetria informacional, Faria et al. (2011) focam a análise nos principais autores e trabalhos da produção científica na elaboração do orçamento nos principais periódicos internacionais.

Os objetivos apontados foram: identificar e reunir os principais artigos e autores sobre o tema, revelar o volume de publicações, indicar a importância dada pelas demais pesquisas científicas aos resultados encontrados entre 2005 a 2009. Utilizado-se os seguintes termos para a busca dos trabalhos: *Information Asymmetry on Budget*, *Asymmetry on Budget*, *Budget Asymmetry*, *Budgetary Slack* e *Budget e Slack*. Os principais resultados foram os seguintes:

* Identificação de oito artigos relacionados ao tema, representando 4,2% do total de artigos publicados;

* A publicação em que o tema foi mais frequente ocorre no periódico *The Accounting Review*, contudo, os resultados sugerem que o volume de publicações ainda é baixo em relação ao volume total de artigos pesquisados.

Outra contribuição do estudo bibliométrico é dada por Rocha et al. (2012) quando tratam da Teoria da Agência e assimetria da informação, os quais buscam analisar a produção científica sobre os temas entre 2005 e 2009, caracterizando-se como uma pesquisa documental em âmbito nacional e internacional, a fim de permitir uma comparação entre esses contextos. Os resultados revelam que:

- Tiveram destaque a RAC – Revista de Administração Contemporânea e a RAUSP – Revista de Administração da USP;
- O tema mais abordado foi assimetria da informação;
- O ápice das publicações foi o ano de 2007, com 6 artigos em três periódicos. Nos estudos científicos internacionais, destaque para *Accounting Review*, e o tema assimetria da informação foi encontrado em 29 estudos;
- Observou-se que de 40% a 50% tanto dos artigos nacionais como dos internacionais apresentaram sugestões para futuras pesquisas sobre a assimetria da informação no âmbito organizacional, visando reduzir o conflito de informações entre principal e agente;
- Uma visão ampla sobre a produção científica referente à Teoria da Agência e à assimetria da informação em âmbito nacional e internacional tem sua importância.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa é qualitativa e quantitativa. Conforme Raupp e Beuren (2006) estas abordagens permitem, se qualitativa, conhecer o fenômeno e analisá-lo; se quantitativa, o emprego de instrumentos estatísticos para coletar e tratar os dados. Quanto aos objetivos é classificada como descritiva, pois observa os fenômenos sem manipulá-los (CERVO; BERVIAN, 2002).

Conforme metodologia de Silva, Toledo Filho e Pinto (2009), a pesquisa foi elaborada a partir do tema principal e desenvolvida por meio de consultas nos sites especializados em periódicos acadêmicos nacionais e internacionais, atendendo aos critérios de qualificação mínima da Qualis/CAPES.

Nesse sentido, foi feito o levantamento de noventa artigos publicados em periódicos reconhecidos pela Qualis/CAPES com qualificação mínima B2, da área de Administração, Ciências Contábeis e Turismo que tinham disponibilidade de acesso. A quantidade de artigos foi selecionada por conveniência e limitação de tempo, sendo que os periódicos foram escolhidos aleatoriamente, desde que atendido a qualificação. Assim que os noventa artigos foram totalizados não foram efetuadas novas consultas. A pesquisa nos periódicos compreendeu o período entre 2003 e 2013 (Quadro 1).

Quadro 1 - Relação dos artigos por classificação QUALIS/CAPES

Anos	Classificação QUALIS/ CAPES	Total
------	-----------------------------	-------

	A1	A2	B1	B2	B3	B4	
2003	4	1					5
2004	2	1					3
2005	1	3					4
2006	3	2	3				8
2007	2	5	1				8
2008	2	4	4	1			11
2009	3	3	2	1			9
2010	5	6				1	12
2011	4	3	2	2	1	1	13
2012	9	1	3				13
2013	4						4
Total	39	29	15	4	1	2	90

Fonte: Dados da pesquisa

Ressalta-se que foram considerados na amostra três artigos que não atendem a qualificação do Qualis/CAPES. A razão para utilização destas publicações é porque os periódicos apresentam relevância acadêmica e fator de impacto no mínimo a 0.95, quais sejam: *Journal of International Finance and Economics*, *Global Business and Management Research* e *The Financial Review*.

A coleta de dados foi feita utilizando os seguintes descritores: informações privilegiadas, Teoria da Agência, Hipótese de Mercado Eficiente, Governança Corporativa, assimetria informacional, *information*, *insider information*, *insider trading*, *agency*, *corporate governance*. O Quadro 2 apresenta a amostra dos artigos nos periódicos.

Como método, a pesquisa abrange a seleção, leitura, fichamento e arquivamento do ponto de interesse com a função de identificar as contribuições teóricas sobre o assunto. Ao examinar os artigos, foram escolhidas as publicações descartando aquelas que não preenchiam os critérios de abrangência sobre o tema escolhido.

Quadro 2 - Artigos científicos – Periódicos nacionais e internacionais

Nº	Periódicos Nacionais	Total de artigos
1	RAC - Revista de Administração Contemporânea	9
2	RBE - Revista Brasileira de Economia (Impresso)	9
3	Revista Contabilidade & Finanças (Online)	6
4	Revista Universo Contábil	6
5	RAM – Revista de Administração Mackenzie	3
6	RAUSP - Revista de Administração (São Paulo. Online)	2
7	Contabilidade Vista & Revista	2
8	RGSA - Revista de Gestão Social e Ambiental	2
9	Organizações Rurais & Agroindustriais	1
10	RAE Eletrônica (Online)	1
11	RCO – Revista de Contabilidade e Organizações	1
12	Revista Brasileira de Finanças (Impresso)	1
13	Revista de Contabilidade e Organizações	1
14	RGO - Revista Gestão Organizacional (Online)	1
Total de Periódicos Nacionais		45
1	Journal of Banking & Finance	12
2	Journal of Financial Economics	11
3	The Journal of Finance	6
4	Journal of Accounting and Economics	4
5	BAR Brazilian Administration Review	2
6	Accounting Forum	1
7	Econometrica (Chicago)	1
8	Economics Letters	1
9	Global Business and Management Research	1

10	International Review of Economics and Finance	1
11	Journal of Accounting Research	1
12	Journal of Cleaner Production	1
13	Journal of International Finance and Economics	1
14	Research in Accounting Regulation	1
15	The Financial Review (Buffalo, N.Y. Print)	1
Total de Periódicos Internacionais		45

Fonte: Dados da pesquisa

Os artigos foram tabulados em uma planilha com vistas a organizar os dados e facilitar a análise tendo sido realizado um pré-teste com o objetivo de identificar e eliminar problemas potenciais segundo Malhotra (2006). A princípio, a planilha continha os campos com as informações essenciais tendo sido posteriormente ampliados à medida que se verificou a necessidade de maior detalhamento até sua última versão conforme Moura, Dallabona e Lavarda (2012).

Dessa maneira, a composição da planilha e sua tabulação foram complementadas visando, principalmente, a contribuição teórica dos artigos que passou a abranger os campos: autor (es), nome do periódico, idioma (nacional ou estrangeiro), qualificação Qualis/CAPES, ano, números de: referências, referências em periódicos e referências em periódicos estrangeiros - alguns destes itens foram utilizados em estudos bibliométricos anteriores como Moura, Dallabona e Lavarda (2012).

Quanto a teoria, foram introduzidos os campos: apresentou contribuição teórica nas considerações finais? (variável *dummy*, sendo 1 para sim e 2 para não); trechos de teoria na introdução, no referencial teórico e nas considerações finais, tipo de abordagem (qualitativa, quantitativa ou ambas) - base na metodologia de Whetten (2003).

Para verificar se a contribuição independe da abordagem foi utilizado o teste exato de Fisher, ao nível de significância de 5%, visto que houve ocorrência de frequências menores que cinco e neste caso, o mais apropriado é o teste exato de Fisher (BOWER, 2003). O teste de Mann-Whitney foi utilizado, ao nível de significância de 5%, para testar se as médias das referências entre os artigos eram iguais.

Como limite à pesquisa, observa-se na coleta de dados a seleção de artigos que atenda as qualificações Qualis/CAPES, bem como a quantidade selecionada (90 artigos). Soma-se a isso, as especificidades da metodologia adotada e a interpretação dos artigos pelos pesquisadores que pode trazer certo subjetivismo.

4 RESULTADOS

Inicialmente foi realizado o levantamento dos dados referentes às publicações nacionais e internacionais relacionados às qualificações (Tabela 1). Nota-se que as publicações nacionais apresentam maior quantidade de artigos qualificados entre A2 e B1, diferentemente dos internacionais em que há uma concentração nas qualificações A1 e A2. Destaque-se que dos periódicos internacionais a maioria está concentrada em dois periódicos (*Journal of Banking & Finance* e *Journal of Financial Economics*) enquanto os nacionais apresentam uma distribuição mais uniforme entre eles (Quadro 2).

Tabela 1 - Quantidade de Publicações Nacionais e Internacionais por Qualificação

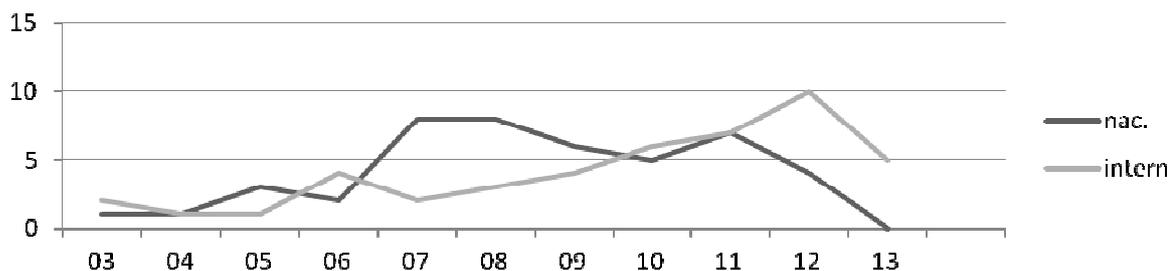
Qualificação	Nacionais	Internacionais	Total de artigos
A1	0	39	39
A2	26	3	29
B1	15	0	15
B2	4	0	4

B3	0	1	1
B4	0	2	2
Total	45	45	90

Fonte: Dados da pesquisa

Podem ser feitas considerações a respeito do interesse sobre o tema no decorrer dos últimos anos. Em termos de evolução das publicações no período analisado, os dados demonstram que as publicações nacionais foram mais elevadas no período entre 2007 e 2009. As internacionais tiveram o ápice no período de 2012 (Gráfico 1).

Gráfico 1 - Número de Publicações por ano nos periódicos nacionais e internacionais



Fonte: Dados da pesquisa

Percebe-se o crescimento quanto ao número de pesquisas e o interesse sobre o tema em termos gerais, com relativa vantagem às publicações internacionais no final do período analisado (Gráfico 1). Essa evolução é tratada por Muritiba et al. (2010) cujo estudo bibliométrico entre os anos de 1998 a 2010, demonstra que os resultados corroboram a evolução apontada.

Para esses autores, tem havido significativo interesse sobre Governança Corporativa e as abordagens relacionadas à informação no mercado de capitais. A implicação desse interesse tem correspondido ao maior volume de publicações, devido a disseminação das pesquisas no âmbito do mercado de capitais nacional e internacional.

Além do crescente interesse e volume de artigos, deve ser ressaltado o que estes trabalhos contribuem à academia. Dessa forma, foram analisados dois aspectos referentes à contribuição teórica: número de referências e a abordagem utilizada. Inicialmente, tratou-se tanto dos artigos que apresentaram contribuição quanto aqueles que não apresentaram em relação ao número de referências nas publicações.

Tabela 2 - Contribuição teórica e quantidade de referências nas publicações nacionais e internacionais

Contribuição Teórica	Referências					p-valor
	Mínimo	Média	Mediana	Máximo	Desvio Padrão	
Não	6	28.892	23.5	114	4.081	
Sim	6	36.629	34.5	87	2.356	0,04*

Fonte: Dados da pesquisa

Os artigos que apresentam contribuição teórica têm em média maior quantidade de referências, entre elas livros, teses, dissertações e periódicos. Esta análise permite inferir que o maior número de autores referenciados confere maior possibilidade de contribuição teórica. Além disso, os valores são estatisticamente significativos, pois o p-valor é de 0,04.

A maior quantidade de referências nos trabalhos que apresentaram contribuição está relacionada principalmente com a etapa de referencial teórico dos artigos. Isto pode representar uma melhor análise sobre o tema consultado, mas, quando da apresentação

dos resultados, esses autores são poucos utilizados nesta etapa, demonstrando que não há uma discussão dos resultados e sim, uma apresentação dos dados obtidos.

Para Araújo (2006) o desenvolvimento da teoria deve-se ao reconhecimento da prioridade da contribuição científica estabelecida entre autores, pois fomentam a informação tornando-se indispensável ao trabalho acadêmico. Observa-se nas publicações internacionais uma baixa utilização de livros como referência. Resultado esse esperado, pois de acordo com Souza et al. (2013) os periódicos são os meios de divulgação mais rápidos dos trabalhos acadêmicos.

A análise pode ser estendida ao observar separadamente as publicações nacionais e internacionais (Tabelas 3 e 4).

Tabela 3 - Contribuição teórica e quantidade de referências nas publicações nacionais

Contribuição Teórica	Referências					P-valor
	Mínimo	Média	Mediana	Máximo	Desvio Padrão	
Não	6	26.8	23.5	75	3.583	0.4692
Sim	12	29.956	31	54	2.557	

Fonte: Dados da pesquisa

Os dados das referências nas publicações nacionais são, em média, menores que a média global (Tabela 3). Contudo, não diminuem a representatividade das contribuições e se aproximam do parâmetro de outras áreas de pesquisa brasileiras principalmente ao avaliar os trabalhos que apresentaram contribuição (Tabela 3). Segundo Santana e Peixoto (2010), nas áreas biológicas e da saúde o número de referências nos artigos nacionais avaliados entre 1995 a 2005 revelam respectivamente: 33 e 30. Nas publicações nacionais, as médias não são estatisticamente significativas entre os trabalhos que apresentaram contribuição teórica e os que não apresentaram (p-valor = 0,4692).

Prosseguindo a análise, a avaliação das publicações internacionais aponta um equilíbrio na média de referências tanto nos trabalhos que apresentam contribuição teórica quanto os que não apresentaram (Tabela 4). Como nas publicações nacionais, as médias das referências internacionais não são estatisticamente significantes (p-valor = 0,2386).

Tabela 4 - Contribuição teórica e quantidade de referências nas publicações internacionais

Contribuição Teórica	Referências					Desvio Padrão
	Mínimo	Média	Mediana	Máximo		
Não	17	38.888	25	114	11.206	
Sim	6	39.828	36	87	3.464	

p-valor = 0.2386

Fonte: Dados da pesquisa

Outra aferição proposta na pesquisa refere-se à relação entre a abordagem e a contribuição teórica a fim de apresentar o grau de representatividade das abordagens qualitativa e quantitativa ou ambas (Tabela 5).

Tabela 5 - Relação entre as abordagens e a contribuição teórica

Abordagem	Apresenta Contribuição?		Total
	Sim	Não	
Qualitativa	4	5	9
Quantitativa	2	1	3

Ambas	55	23	78
Total	61	29	90
<hr/>			
p-valor = 0,1064			

Fonte: Dados da pesquisa

A abordagem quantitativa utilizada nos trabalhos foi menor que a qualitativa (Tabela 5). No trabalho de Souza et al. (2013) houve a predominância de artigos com natureza qualitativa com relação ao tema controladoria. Poderia este resultado demonstrar dificuldade com os métodos quantitativos nas pesquisas?

Com relação a contribuição teórica definida por Whetten (2003) - o que, como, por quê, quem, onde e quando? -, nota-se (Tabela 5) que a maioria dos trabalhos (67%) avaliados apresentaram contribuição e a utilização de ambas as abordagens é o que apresenta maior contribuição teórica (90%).

Para verificar se a contribuição teórica independe da abordagem utilizou-se o teste exato de Fisher (Tabela 5). O resultado do p-valor de 0,1064 indica que não há diferença estatisticamente significativa, ou seja, não existe evidência para indicar que a escolha da abordagem afeta a contribuição teórica dos trabalhos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo selecionou noventa artigos com o tema informação privilegiada no mercado de capitais, no período de 2003 a 2013, com objetivo de analisar a contribuição teórica com base nos estudos de Whetten (2003). Foi feita a seleção a partir das palavras-chave pré-estabelecidas e utilizou-se uma abordagem quantitativa e qualitativa em publicações nacionais e internacionais.

Percebe-se, mais recentemente, um crescimento de pesquisas relacionado ao tema e a concentração em periódicos internacionais qualificados como A1 e A2 e nos periódicos nacionais em A2 e B1. Supõe-se que ocorrências que colocam em evidência o mercado de capitais – escândalos pelo uso de informações – possam contribuir para o maior interesse no tema.

Embora se observe diferenças nas qualificações dos periódicos em que os artigos são publicados, com relação à abordagem, a maioria dos trabalhos nacionais quanto os internacionais estão embasados em ambas abordagens (qualitativa e quantitativa) e, estatisticamente, não se verificou diferença na utilização das abordagens quando da contribuição teórica. Além disso, 67% dos trabalhos têm trazido contribuição teórica para o tema se analisados de forma geral.

Em relação ao número de referências e a contribuição teórica, os dados apontam um maior número de autores presentes nas pesquisas internacionais e tendem apresentar maior conteúdo teórico com base em Whetten (2003).

Ressalta-se que os resultados se restringem aos artigos analisados. Outro ponto a considerar é quanto a análise dos artigos, que apresenta certo subjetivismo quanto a contribuição teórica, ou seja, outro pesquisador pode ter uma interpretação diferente.

Sugere-se para estudos futuros: 1) verificar quais os principais autores relativos ao tema; 2) identificar as redes de cooperação entre os autores; e 3) identificar as redes de cooperação entre as universidades.

REFERÊNCIAS

ALVARENGA, L. Bibliometria e arqueologia do saber de Michel Foucault – traços de identidade teórico-metodológica. **Ciência da Informação, Erro! A referência de**

hiperlink não é válida. Disponível em: <www.revista.ibict.br>. Acesso em: 29 mai. 2013.

ARAÚJO, C. A. Bibliometria: evolução histórica e questões atuais. **Em Questão**, v. 12, n. 1, p. 11-32, jan./jun., 2006.

BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. **Revista Brasileira de Economia**, v. 63, n. 1, p. 51-62, jan./mar., 2009.

BERTOLIN, R. V.; SANTOS, A. C.; LIMA, J. B.; BRAGA, M. J. Assimetria de informação e confiança em interações cooperativas. **RAC**, v. 12, n. 1, p. 59-81, jan./mar., 2008.

BOWER, K. M. When to use Fisher's Exact Test. **Revista do Fórum Six Sigma da ASQ**, v. 2, n. 4, 2003.

BROCKMAN, P.; YAN, X. S. Block ownership and firm-specific information. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 2, p. 308-316, 2009.

BUFREM, L.; PRATES, Y. O saber científico registrado e as práticas de mensuração da informação. **Ciência da Informação**, v. 34, n. 2, p. 9-25, mai./ago., 2005.

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

CATAPAN, A; CHEROBIM, A. P. M. S. Estado da arte da governança corporativa: estudo bibliométrico nos anos de 2000 a 2010. **RACE**, v. 9, n. 1-2, p. 207-230, jan./dez., 2010.

CERVO, A. L; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical works. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FARIA, J. A.; GOMES, S. M. S.; DIAS FILHO, J. M.; ALBUQUERQUE, V. A. Assimetria da informação na elaboração do orçamento: uma análise da produção científica nos periódicos internacionais entre 2005 e 2009. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 22, n. 2, p. 43-65, abr./jun., 2011.

FIDRMUC, J.; GOERGEN, M.; RENNEBOOG, L. Insider trading, news releases and ownership concentration. **Finance Working**, n. 93, p. 02-52, 2005.

FISHE, R. P. H.; ROBE, M. A. The impact of illegal insider trading in dealer and specialist markets: evidence from a natural experiment. **Journal of Financial Economics**, v. 71, p. 461-488, 2004.

FU, R.; KRAFT, A.; ZHANG, H. Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity. **Journal of Accounting and Economics**, v. 54, p. 132–149, 2012.

GASPAR, J. M.; MASSA, M.; MATOS, P. Favoritism in mutual fund families? Evidence on strategic cross-fund subsidization. **The Journal of finance**, v. 61, p. 73-104, 2006.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GIRÃO, L. F. A. P.; MARTINS, O. S.; PAULO, E. A avaliação de empresas e a probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado de capitais brasileiro. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 12., 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2012. Disponível em: <www.congressousp.fipecafi.org/artigos122012/659.pdf>. Acesso em: 3 jun. 2013.

HENDRIKSEN, E. S; VAN BREDA. **Teoria da contabilidade**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 05 mai. 2014.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

LEITE FILHO, G. A. Padrões de produtividade de autores em periódicos e congressos na área de contabilidade no Brasil: um estudo bibliométrico. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 2, p. 533-554, abr./jun., 2008.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

MALHOTRA, N. **Pesquisa de marketing**: uma orientação aplicada. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MARTINEZ, A. L. The role of analysts as gatekeepers: enhancing transparency and curbing earnings management in Brazil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 15, n. 4, p. 712-730, jul./ago., 2011.

MASSA, M; REHMAN, Z. Information flows within financial conglomerates: evidence from the banks – mutual funds relation. **Journal of Financial Economics**, v. 89 p. 288–306, 2008.

MOLA, S.; GUIDOLIN, M. Affiliated mutual funds and analyst optimism. **Journal of Financial Economics**, v. 93, p. 108–137. jul./ago., 2009.

MOURA, G. D; DALLABONA, L. F.; LAVARDA, C. E. F. Perfil dos estudos sobre o tema Orçamento publicados em congressos brasileiros, de 2005 a 2009. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 1, p. 97-125, jan./mar., 2012.

MURITIBA, S. N. et al. Governança corporativa no Brasil: uma análise bibliométrica das publicações dos últimos doze anos. SEMEAD Seminários em Administração, 13, 2010,

São Paulo/SP. **Anais...** São Paulo: FEA/USP – Departamento de Administração, 2010. p. 2-17., disponível:
<<http://www.ead.fea.usp.br/semead/13semead/resultado/trabalhosPDF/887.pdf>>. Acesso 28 mai. 2014.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In. BEUREN, I. M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2006. p. 76-97.

ROCHA, I.; PEREIRA, A. M.; BEZERRA, F. A.; NASCIMENTO, S. Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. **Revista de Gestão**, v. 19, n. 2, p. 329-342, abr./jun., 2012.

ROCHMAN, R. R; EID JUNIOR, W. Insiders conseguem retornos anormais? Estudos de eventos sobre as operações de insiders das empresas de governança corporativa diferenciada da bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 34., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPEC, 2006. P.1-17., disponível:
<<http://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A063.pdf>>. Acesso: 28 mai.2013

SANTANA, O. A; PEIXOTO, L. R. T: O impacto do portal Capes nas referências de artigos científicos sobre ciências biológicas e saúde na Universidade de Brasília. **Revista Brasileira de Pós-Graduação**, v. 7, n. 13, p. 352-362, 2010.

SILVA, A. J; TOLEDO FILHO, J. R.; PINTO, J. Análise bibliométrica dos artigos sobre controladoria publicados em periódicos dos programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis recomendados pela Capes. **ABCustos Associação Brasileira de Custos**, v. 4, n. 1, p. 1-17, jan./abr., 2009.

SILVEIRA A. M.; LEAL, R. P. C; BARROS, L. A. B. C; SILVA, A. L. C. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração**, v. 44, n. 3, p. 173-189, jul./ago./set., 2009.

SOUZA, F. J. V; BARROS, C. C.; ARAUJO, A. O.; SILVA, M. C. Perfil dos artigos sobre controladoria publicados em periódicos nacionais de contabilidade. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 12, n. 37, p. 35-50, dez., 2013.

THEÓPHILO, C. R.; IUDÍCIBUS, S. Uma análise crítico-epistemológica da produção científica em contabilidade no Brasil. **UnB Contábil**, v. 8, n. 2, p. 147-175, jul./dez., 2005.

WHETTEN, D. A. O que constitui uma contribuição teórica? **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3. p. 69-73, jul./set., 2003.