

## **Estudo sobre a influência do nível de conhecimento de governança corporativa sobre a decisão de investimento**

### **Study about the knowledge level influence from the corporate governance on the investment decision**

**João Estevão Barbosa Neto**

Mestrando em Ciências Contábeis pela UFMG. Endereço: Av. Antônio Carlos, 6627. Bairro Pampulha. CEP 31270-901 | Belo Horizonte-MG. E-mail: joaoestevaobarbosaneto@yahoo.com.br. Fone: (31) 8578 2347

**Warley de Oliveira Dias**

Mestrando em Ciências Contábeis pela UFMG. Av. Antônio Carlos, 6627. Bairro Pampulha. CEP 31270-901. Belo Horizonte. E-mail: warley.o.dias@bol.com.br | Fone: (31) 8725 2841

**Marcelo Angotti**

Mestrando em Ciências Contábeis pela UFMG. Professor da Universidade Federal de Minas Gerais. Endereço: Av. Antônio Carlos, 6627. Bairro Pampulha. CEP 31270-901. Belo Horizonte-MG. E-mail: angotti@gmail.com | Fone: (31) 8455 2500

**Resumo:** A adoção de boas práticas de governança corporativa, como forma de proteção aos acionistas minoritários, principalmente após grandes escândalos contábeis está sendo discutida há algum tempo. Entretanto pouco, ou quase nada, se tem estudado sobre a opinião desses acionistas com relação a tais práticas. Dessa forma, este artigo tem o objetivo de analisar a influência do conhecimento de governança corporativa sobre a decisão de investimento do ponto de vista dos acionistas minoritários. Assim, pretende-se conhecer e verificar se as ações empresariais têm influenciado de alguma forma a decisão dos respectivos investidores. O trabalho classifica-se metodologicamente como um estudo exploratório-descritivo, utilizando a técnica de questionário para a coleta dos dados. Verificou-se que a adoção de boas práticas de governança não influencia a decisão de investimento, preferindo analisar características relacionadas ao risco e retorno das empresas. Isso pode ser justificado pelo fato dos investidores não possuírem um conhecimento amplo sobre governança corporativa.

**Palavras-chave:** Governança corporativa, mercado de capitais, acionista minoritário.

**Abstract:** The adoption of good corporate governance practices as a protection form for minority shareholders are being discussed for quite some time, especially after major accounting scandals. However, little or almost nothing has been studied about these shareholders' views with respect to such practices. Therefore, this article aims to analyze the knowledge influence from corporate governance on the investment decision by the minority shareholders standpoint. Thus, we intend to meet and see if the companies' actions have influenced somehow the investors decision. This work is methodologically classified as an exploratory-descriptive study, using the questionnaire technique for data collection. It was found that the adoption of good governance practices do not influence the investment decision, preferring to examine the characteristics related to the risk and business return. This might be explained by the fact that the investors do not have a broad knowledge about corporate governance

**Keywords:** Corporate governance, capital markets, minority shareholder.

## 1 Introdução

Nas duas últimas décadas ocorreram importantes transformações no quadro nacional que influenciaram a capacidade de tomada de recursos por parte das empresas domésticas (ROGERS, 2006). Segundo o autor, a forma básica de financiamento dava-se principalmente via crédito, sendo que o mercado de capitais brasileiro esteve à margem do arranjo financeiro. Dessa forma, as inovações financeiras que surgiram nas décadas de 80 e 90 permitiram o aumento de recursos via lançamentos de títulos de dívida direta, que necessariamente tornou o mercado de capitais mais flexível.

Contudo, apesar do relativo desenvolvimento, principalmente na década de 90, o mercado de capitais brasileiro ainda é pouco desenvolvido, apresentando como características principais: a) baixa capitalização bursátil; b) inexpressivo volume transacionado; c) poucas emissões primárias; d) reduzido número de companhias abertas; e) alta concentração das transações em poucas ações; e f) baixa liquidez.

Nesse sentido, Novaes (2005) desenvolveu um estudo onde se analisou desenvolvimento do mercado de capitais em cinco países emergentes: Chile, México, África do Sul, Polônia e Tailândia. A autora verificou que, em comparação com os países analisados, o Brasil poderia incentivar medidas que protejam acionistas minoritários e credores. Novaes (2005) ressalta que esses exemplos servem para mostrar o quanto a governança corporativa é importante na manutenção do crescimento econômico.

Diante desse contexto, observa-se que a governança corporativa tem sido um tema de relevante discussão nos últimos anos. Andrade e Rosseti (2004) definem a Governança corporativa como o conjunto de regras, práticas e instituições que determinam como os administradores agem no melhor interesse das partes

envolvidas na empresa, particularmente os acionistas. Na maioria dos países, e no Brasil, o controle é muito concentrado e os controladores podem monitorar os administradores facilmente.

A separação entre administração e controle não é preceito, a administração e o controle comumente são exercidos pelas mesmas pessoas, mesmo nas maiores sociedades de capital aberto. Isto evidencia o conflito entre acionistas controladores e acionistas minoritários no Brasil. Devido esse fato e após as fraudes financeiras, em que empresas como Enron, Parmalat, World.com, entre outras, estiveram envolvidas, a governança das companhias passou a ser preocupação também do governo, pois os escândalos proporcionados por elas causaram impacto no mercado de capitais.

Desse modo, o principal objetivo da adoção de boas práticas de governança corporativa consiste na diminuição do custo de agência, ou seja, a relação entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários. Tais práticas têm o objetivo de diminuir o custo de agência, evitando que controladores ajam por interesses próprios, prejudicando assim os acionistas minoritários.

Entretanto, nota-se que a maioria dos estudos empíricos sobre governança corporativa no Brasil dedica-se à análise do conflito de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Contudo, pouca ou nenhuma atenção tem-se dado à opinião dos investidores sobre a adoção pelas empresas às boas práticas de governança corporativa.

Assim, o presente trabalho tem como principal objetivo geral verificar e analisar a influência do conhecimento sobre governança corporativa sobre a decisão de investimento em empresas que adotam boas práticas de governança. Diante desse contexto faz-se relevante questionar: O conhecimento sobre governança corporativa influencia na decisão de investir?

Uma vez que estudos comprovam os benefícios sobre o valor das ações das empresas quando estas seguem boas práticas de governança, este estudo se justifica pelo fato de analisar a visão dos investidores com relação ao tema. Faz-se relevante conhecer se as ações empresariais têm influenciado de alguma forma a decisão dos respectivos investidores, contribuindo assim para um melhor desempenho da organização.

Assim, o presente estudo possibilitará conhecer como tais acionistas enxergam a governança, e conseqüentemente, como esse conhecimento interfere na tomada de decisão do investimento. Desse modo, pode-se saber se as práticas de governança têm alguma influência sobre os investidores e se as empresas que as adotam podem angariar mais recursos através dessa atividade.

Diante dos inúmeros benefícios propiciados pela adoção de práticas superiores de governança corporativa, principalmente visando à proteção dos acionistas minoritários frente ao extensivo controle dos acionistas majoritários, faz-se relevante conhecer a opinião desses acionistas que estão em posição desfavorecida. É importante averiguar se os acionistas minoritários possuem conhecimento sobre governança, e se esse conhecimento interfere em suas decisões. Tal exposto deu origem a seguinte questão de pesquisa: O conhecimento sobre governança corporativa influencia na decisão de investir?

Além desta parte introdutória, o artigo contará com mais cinco seções. A segunda seção fará uma revisão da bibliografia inerente ao trabalho: explanando sobre a literatura do mercado de capitais, governança corporativa, e, por fim, a governança corporativa no Brasil. A terceira seção evidenciará os procedimentos metodológicos utilizados no presente trabalho. Já a quarta seção mostrará a análise das informações coletadas através do instrumento de coleta

de dados, utilizando-se da análise descritiva para a demonstração dos resultados. Na quinta e última seção constará as considerações finais.

## **2 Referencial Teórico**

### **2.1 Mercado de Capitais**

As pessoas físicas, jurídicas e o governo têm necessidades e recursos financeiros distintos. O mercado financeiro é onde ocorre a junção dessas partes divergentes. Para Andrezzo e Lima (2003, p. 3) o “mercado financeiro é composto pelo conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar a transferência de recursos dos ofertadores para os tomadores, criando condições de liquidez no mercado”.

Soares (2003) divide o mercado financeiro em dois grupos: o mercado monetário, onde são negociados os títulos de renda fixa com prazo inferior a um ano, também conhecido como mercado de crédito; e o mercado de capitais, onde se pode adquirir um título de renda fixa de longo prazo. A FIPECAFI (2007, p.2) cita como um exemplo de mercado de capitais o negócio de ações:

Mercado de capitais é composto pelo conjunto de agentes e instrumentos financeiros envolvidos em operações de prazo médio, longo ou indeterminado. Neste último caso, há o exemplo das ações, uma vez que, em regra, não são caracterizadas como exigibilidades perante a sociedade emissora. Destina-se, principalmente, ao financiamento de capital fixo e financiamentos especiais, como habitação, bem como à disponibilização de recursos de longo prazo para as empresas.

Malacrida e Yamamoto (2006) também citam as operações realizadas em Bolsa de Valores como a melhor tradução de operações compreendidas pelo mercado de capitais. Assim, nela está inserido o mercado acionário. E para Assaf Neto (2005) o mercado de capitais é o principal impulsionador de recursos permanentes na economia, uma vez que faz a ligação entre aqueles que possuem capacidade de

poupança e aqueles carentes de recursos de longo prazo.

Diante desse contexto, nota-se que desenvolvimento do mercado de capitais possui um relevante papel para o desenvolvimento econômico, uma vez que fornece estruturas e ferramentas para a existência de um *link* entre indivíduos com capacidade de poupança e os necessitados de recursos (SIRQUEIRA, 2007, p.47). Para Casagrande Neto *et al.* (2002) a história mostra que existe uma relação direta entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Para os autores ficou demonstrado que o mercado acionário possui desempenho maior em economias de renda *per capita* mais elevada. Esse mercado dá liquidez para o investimento de longo prazo, estimula empreendedores e disciplina a administração das empresas, sendo indutor do crescimento econômico.

Entretanto, com relação ao Brasil, observa-se que o mercado de capitais ainda é frágil, principalmente pela pobre governança corporativa e a ineficiência do poder judiciário de se estabelecer o crescimento equilibrado e sustentado do mercado de capitais. Carvalho (2002) entende que o mercado de capitais brasileiro se desenvolveu nos anos 90, principalmente devido ao ingresso de capital estrangeiro. Porém, o autor ressalta que esse crescimento foi ilusório, uma vez que o número de empresas negociadas em bolsa já vinha se reduzindo desde o início da década, e verifica-se uma retração no volume transacionado e nas emissões primárias no fim dos anos 90.

Segundo Rogers (2004) o mercado de capitais brasileiro é pouco desenvolvido, e apresenta como características principais: a) baixa capitalização bursátil; b) inexpressivo volume transacionado; c) poucas emissões primárias; d) reduzido número de companhias abertas; e) alta concentração das transações em poucas ações; e f) baixa liquidez.

A partir do ano 2000, o mercado de capitais brasileiro voltou novamente a crescer. Cigona (2003) observa que, entre 2002 e 2006, o valor de mercado das companhias listadas aumentou mais de 250%, sendo que no último ano o aumento foi de 37%. Sirqueira (2007) lembra que o período de prosperação do mercado se deu até o ano de 2004, quando 14 empresas realizaram ofertas de ações, sendo que sete delas foram Ofertas Iniciais de Ações (IPO).

Faz-se relevante destacar que, apesar da melhora do mercado de capitais nos últimos anos, ainda há problemas macroeconômicos e institucionais que impedem o desenvolvimento do mercado nacional. Cigona (2007) cita como entraves ao crescimento do mercado de capitais a alta tributação, uma vez que aumenta o custo de transação e diminui a liquidez do mercado. Sirqueira (2007) infere que, muitas vezes, a qualidade das ações negociadas causa o afastamento dos investidores do mercado acionário.

Visando minimizar tais problemas, a Bolsa de Valores de São Paulo criou o novo mercado, com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, com vantagens para as empresas, que captam recursos para se financiarem a prazo e custos compatíveis, e para os investidores, que terão um mercado mais seguro para investir no longo prazo, com maior liquidez e rentabilidade. Tal assunto será abordado adiante.

## 2.2 Governança corporativa

A separação entre controle e propriedade das empresas é há muito tempo analisada e discutida pelos pesquisadores. Rogers (2006) afirma que a partir da inevitável separação entre propriedade e controle e a visão contratual das relações que daí aparece, inicia-se uma relação de agência entre os acionistas (outorgantes do contrato) e os gestores (os outorgados). Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 307) definem uma relação de

agência “como um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – emprega uma outra pessoa – o agente – para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente”.

Devido essa separação entre propriedade e controle das firmas surge o problema da agência. Para Sirqueira (2007, p. 21) “na prática os gestores devem basear-se nesse contrato para tomar decisões no lugar dos proprietários, procurando defender os interesses dos investidores”. Entretanto, segundo o autor, é exatamente dessa autoridade concedida aos gestores que surge o conflito de agência.

Shleifer e Vishny (1997) inferem que o problema de agência refere-se às dificuldades que os investidores têm em garantir que seu capital não seja expropriado ou investido em projetos não atrativos. Para Andrade e Rossetti (2004) o favorecimento por parte dos gestores ocorre devido dois fatores: a falta de um contrato perfeito, que estabeleça todas as obrigações, direitos e deveres dos gestores e proprietários; e a ausência de um agente perfeito, definida por Rogers (2006) como uma hipótese de natureza humana. A natureza humana é utilitarista e racional, conduzindo os indivíduos a maximizarem uma função utilidade mais para as suas próprias preferências e os seus próprios objetivos.

Adicionalmente, Andrade e Rossetti (2004) inferem que os conflitos de agência não ocorrem apenas entre controladores e gestores, mas também entre acionistas minoritários e acionistas majoritários. Esse último conflito origina-se devido à assimetria de direitos resultantes da existência de mais de uma classe de votos ou do uso discricionário do poder exercido pelos majoritários em detrimento dos interesses dos minoritários. Na verdade, esse é o principal conflito de agência existente na maioria dos países, inclusive no Brasil.

Visando minimizar os problemas de agência, que ocorrem para favorecimento próprio dos gestores, ou para que esses passem a tomar decisões a favor dos investidores, os proprietários criam incentivos para esses dirigentes. Entretanto, tais incentivos e a elaboração de contratos perfeitos proporcionam custos, chamados de custos agência.

De acordo com Andrade e Rossetti (2004, p.103), a inexistência de contratos completos e agente perfeito abre espaço para o desalinhamento entre os interesses dos acionistas e os dos gestores, levando à ocorrência de duas diferentes categorias de custos de agência: 1) custos atribuíveis ao oportunismo dos gestores; e 2) custos incorridos pelos acionistas para o controle da gestão.

Desse modo, visando diminuir os custos de agência, criou-se o conceito de governança corporativa. Os mecanismos de governança estabelecidos são resultados da reação de agentes que se consideram “traídos em seus direitos por conflitos de interesses, por oportunismo perversos, por juízos gerenciais orientados para objetivos dos próprios gestores, pelas variadas formas de expropriação e pela inexistência de monitoramentos eficazes” (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p.114).

A década de 1990 foi marcada por escândalos que envolvem nome de grandes empresas como Enron, World.com, Parmalat. Diante desse contexto o conceito de governança corporativa ganhou maior notoriedade. Assim, é cada vez maior a preocupação com a estrutura de governança de cada país, tanto pelo setor público como pelo setor privado. Assim, Terra e Lima (2006, p.37) definem governança corporativa como um processo que visa garantir o correto relacionamento entre credores, acionistas minoritários, acionistas controladores e gestores de uma empresa, maximizando, dessa forma, o seu valor e o retorno aos acionistas. Ou seja, a governança pode ser considerada como uma série de medidas a serem tomadas referentes à transparência, ética,

responsabilidade por resultados, prestação de contas e direitos iguais entre os acionistas.

Cada país procura incentivar a adoção de práticas de governança corporativa nas organizações, buscando amenizar os custos de agência, bem como desenvolver o crescimento econômico da nação. Entretanto Sirqueira (1007) observa que o sistema de governança corporativa presente em um país depende de vários outros fatores como cultura, legislação, sistema regulatório existente, organização interna de trabalho das firmas, as instituições de mercado e a estrutura de propriedade existente no país.

Destaca-se que há um consenso de que a implantação das boas práticas na governança por parte da empresas contribui que o desenvolvimento econômico do país. Segundo a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE (2003, p.3), “a boa governança corporativa é essencial para o crescimento econômico liderado pelo setor privado e promoção do bem-estar social, que depende de investimentos crescentes, eficiência do mercado de capitais e desempenho da empresa”.

Trabalhos empíricos recentes apontam para a avaliação positiva por parte do mercado em relação às empresas que adotam maior nível de governança corporativa. Malacrida e Yamamoto (2006) citam estudos sobre o menor custo de capital (BOTOSAN, 1997), menor custo de endividamento (SENGUPTA, 1998) e menor spread (WELKER, 1995). Ainda é citado o trabalho de Bushman e Smith (2001), os quais encontram evidências que a divulgação influencia positivamente a governança corporativa, reduzindo os problemas de agência entre acionistas e administradores.

Adicionalmente, Rogers e Ribeiro (2004) inferem que a adoção de modelos de governança corporativa eficazes pode aumentar a liquidez, o volume de negociação, a valorização e reduzir a

volatilidade das ações das empresas, diminuindo assim a exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos. Nesse sentido, observa-se que o desenvolvimento do mercado de capitais depende da instituição de boas práticas de governança corporativa, o que em si contribuiria para o crescimento econômico do país.

### **2.3 Governança corporativa no Brasil**

Segundo Terra e Lima (2006) o ambiente institucional, no qual as empresas estão inseridas, molda o seu sistema de governança corporativa. E constata-se que distintos modelos de governança corporativa ao redor do mundo têm relação direta com o grau de evolução do sistema financeiro e legal.

Diante desse contexto, Rogers (2006) afirma que a importância do tema tem feito com que a sociedade brasileira empreenda esforços para que cada vez mais as práticas de governança corporativa sejam adotadas pelas empresas. O autor cita a criação das Leis 10.303 e 11.638, que objetiva uma reforma na Lei das Sociedades Anônimas, buscando uma maior proteção aos acionistas minoritários. Adicionalmente, algumas instruções de melhores práticas de governança têm sido editadas por agentes importantes do mercado de capitais, tais como: códigos de boas práticas de governança corporativa da ANBID e do fundo de pensão PREVI do Banco do Brasil, além das recomendações da CVM sobre governança corporativa.

Outro fato importante foi a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) que, em 2001, criou seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, demonstrando assim, como as empresas podem e devem adotar tais práticas. Segundo Grun (2003, p.1):

Nos últimos cinco anos instalou-se no espaço empresarial brasileiro uma discussão sobre a idéia de governança corporativa, em

princípio, uma nova maneira de se organizar as relações entre as empresas e o mercado financeiro. A partir de 1999, o fenômeno adquiriu uma forma mais precisa com a tramitação da nova Lei das Sociedades Anônimas. Numa primeira aproximação, podemos dizer que o modelo de governança corporativa predica a transparência contábil das empresas e o respeito dos direitos dos acionistas minoritários.

Entretanto o fator mais significativo do desenvolvimento da governança corporativa no Brasil foi, segundo Andrade e Rosseti (2004), a criação, no ano 2000, dos segmentos de listagens especiais pela Bovespa para empresas que, voluntariamente, aderem práticas superiores de governança em relação ao que é exigido pela legislação.

Segundo Sirqueira (2007) o objetivo da criação do Novo Mercado era fazer com que os investidores reconhecessem a qualidade das ações das empresas que adotassem as práticas exigidas pelos novos segmentos, que dizem respeito à boa governança corporativa, e deste modo fossem atraídos a participarem do mercado.

No mesmo sentido Salmasi (2007) infere que a premissa básica é que a adoção de boas prática de gorvenança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado financeiro e, como consequência aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação.

E, de acordo com a IBGC (2006), realmente a solução encontrada pela BOVESPA tem surgido efeito, uma vez que empresas que não tinham reconhecimento no mercado passou a tê-lo com a adoção da governança. Adicionalmente houve um aumento de investidores pessoa física e cada vez mais as empresas estão aderindo a esse segmento.

Através de um contrato privado voluntário, as empresas aderiram à norma que exigem a adoção de boas práticas corporativas. O

contrato de adesão ao Novo Mercado é administrado pela Bovespa, que passa a ser guardiã das práticas de governança corporativa, fazendo com que, de fato, o Novo Mercado funcione como um selo de qualidade cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a Bovespa administra tais contratos (CARVALHO, 2002, p.27).

Esses níveis divide-se em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. O Nível 1 contempla, de forma geral, as regras de transparência e dispersão acionária. O nível 2 impõe regras mais rígidas que as contidas no Nível 1. E o Novo Mercado se difere do Nível 2 por obrigar a emissão exclusiva de ações ordinárias.

As companhias que estão no Nível 2, além de adotar as práticas do Nível 1, se comprometem a adotar um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, entre os quais: Sirqueira (2007) afirma que a participação das empresas nesse novo segmento tem proporcionado uma valorização de suas ações e o acesso ao maior volume de recursos, já que os investidores estão dispostos a pagar mais por estas ações.

As empresas que aderiram ao Nível 1, a partir de junho de 2001, foram agrupadas em um novo índice, o Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC). Segundo Rogers (2006) a proposta da Bovespa é fazer o papel do governo e possibilitar que as empresas comprometidas com a maior transparência e melhores práticas de governança corporativa tenham uma maior valorização de suas ações. O objetivo do IGC, segundo a BOVESPA, é medir o desempenho das empresas que possuem boas práticas de governança corporativa.

Adicionalmente o BNDES e o Banco Central criaram mecanismos que também visam incentivar a aplicação em ações de empresas pertencentes ao índice IGC. O BNDES incentiva empresas com as quais tem parceria a entrarem no Novo Mercado e nos Níveis Diferenciados da Bovespa por meio da compra de

debêntures. E as novas regras do Banco Central para a composição das carteiras dos Fundos de Previdência Aberta estabelecem incentivos à aplicação em empresas de boa governança corporativa.

Sirqueira (2007) ressalta que no Brasil o grande motivo dos conflitos de agência é a forte concentração de propriedade aliada à baixa proteção dos acionistas minoritários. A estrutura de propriedade presente no país favorece a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários tanto pelos gestores quanto pelos grandes investidores.

Rogers (2006) constatou que todos os estudos relacionados ao retorno das ações, por empresas classificadas no IGC, comprovaram o retorno é maior nessas empresas em relação às organizações que não adotam boas práticas de governança. Com relação à liquidez e volatilidade das ações foram comprovados os mesmos resultados.

Dessa forma, embora o Brasil precise adotar vários mecanismos de melhorias com relação ao modelo de governança corporativa adotado no país, percebe-se que as intenções são cada vez melhores. Observa-se um interesse tanto por parte do setor público como do setor privado que mais empresas venham a adotar as boas práticas de governança.

### 3. Procedimentos metodológicos

#### 3.1 Natureza da pesquisa

Segundo Gil (2006), um estudo científico se classifica, segundo seus objetivos, em três grandes grupos: exploratórios, descritivos e explicativos. De acordo com o autor, a pesquisa exploratória tem como finalidade primordial desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e idéias para a formulação de abordagens posteriores e ainda, visa proporcionar maior familiaridade com o problema para torná-lo explícito ou construir hipóteses. Sendo assim, este estudo constitui-se de uma

pesquisa exploratória, pois identifica e evidencia os aspectos que demonstram o grau de interferência do nível de conhecimento sobre governança corporativa na tomada de decisão de investimento.

Beuren (2004, p. 20) classifica ainda as pesquisas quanto aos meios em: pesquisa de campo, pesquisa de laboratório, telematizada, documental, de levantamento, bibliográfica, experimental, *ex-post-facto*, participante, pesquisa-ação e estudo de caso. O método eleito foi a pesquisa de levantamento, que segundo Roesch (2007), objetiva obter informação sobre um grupo significativo de pessoas. O mesmo autor afirma que este tipo de trabalho busca conhecer traços, opiniões ou ações de indivíduos. Duarte e Furtado (2002) infere que o levantamento procura determinar a incidência e distribuição de características ou relações entre variáveis. Consiste na interrogação direta às pessoas cujo comportamento se deseja conhecer.

Ainda realizou-se um levantamento bibliográfico com o objetivo de reportar os conceitos passados e atuais para o pesquisador munir-se de instrumentos para a pesquisa. Gil (2006) postula que a revisão de literatura trata de um estudo para conhecer as contribuições científicas acerca de determinado assunto e tem como finalidade recolher, selecionar, analisar e interpretar as teorias já existentes. Para a pesquisa bibliográfica foram utilizadas publicações em livros, revistas, monografias, teses, artigos e na internet.

Quanto à abordagem o trabalho classifica-se como uma pesquisa quantitativa, pois foram empregados instrumentos estatísticos tanto para coleta de dados quanto para o tratamento das informações obtidas. Porém, o estudo também possui um enfoque qualitativo, uma vez que permite, a partir dos resultados, inferir sobre o grau de conhecimento dos indivíduos abordados. Roesch (2007) infere que os delineamentos qualitativos e quantitativos usados em avaliação formativa e de resultados são

formas complementares e não formas antagônicas de avaliação.

### **3.2 Definição da população alvo e local de estudo**

Quanto à população, Duarte e Furtado (2002) a definem como o conjunto de elementos que têm em comum determinada característica. Já Roesch (2007) define a população como um grupo de pessoas ou empresas que interessa entrevistar para o propósito específico de um estudo. Desse modo selecionou-se para a população do presente trabalho as pessoas que investem em bolsa de valores a mais de um ano.

Já quanto à amostra, esta é definida por Silva (2003) como uma porção ou parcela, convenientemente selecionada do universo; é um subconjunto da população. Segundo Duarte e Furtado (2002), a amostra é uma parcela da população suficientemente representativa. Assim, para esta pesquisa, a amostra foi selecionada, de forma que os elementos da população fossem escolhidos pelo julgamento do pesquisador. Roesch (2007, p.56) classifica este tipo de escolha como amostra de julgamento, onde os indivíduos entrevistados são aqueles que foram localizados pelo pesquisador. Abordou-se indivíduos considerados investidores, uma vez que trabalham com mercado de

capitais há algum tempo. Outra característica da amostra consiste no fato dos investidores serem considerados acionistas minoritários, já que investem uma pequena quantia de capital e não possui o controle das empresas investidas.

### **3.3 Instrumentos de coleta de dados**

No presente trabalho o instrumento empregado para coleta de dados foi o questionário. Segundo Roesch (2007), o questionário constitui-se de um instrumento de coleta de dados que busca mensurar alguma coisa. Elaborou-se um questionário com 25 perguntas, com objetivo de explorar diversas variáveis sobre a governança corporativa, o nível de noção sobre o assunto e o como esse conhecimento interfere no momento de investir. A aplicação foi realizada no mês de junho de 2009, diretamente nos locais de trabalho e de estudo dos respondentes.

Os dados primários obtidos através dos questionários foram tabulados no software SPSS 13.5, no qual foram registradas as análises em forma descritiva. Dessa maneira, os comentários e as explicações das tabelas restringem-se ao mínimo necessário para seu entendimento. Ressalta-se foram aplicados 39 questionários, dos quais 32 retornaram para o pesquisador.

## **4 Análise dos Resultados**

A análise de frequência teve por objetivo descrever e conhecer o nível de conhecimento dos investidores sobre governança corporativa e se este pode interferir na tomada de decisão do investidor.

Para a melhor explicitação dos resultados a análise dos dados foi dividida em três blocos indicadores: Dados sócio-demográfico, buscando traçar o perfil dos

respondentes, ou seja, uma representação da amostra estudada. A segunda parte contemplou questões com o objetivo de avaliar o conhecimento dos indivíduos sobre governança corporativa. Por fim, foram abordadas questões específicas sobre a tomada de decisão e sua relação com o assunto abordado, objetivando identificar se conhecimento sobre governança tem alguma relação com os investimentos realizados pelos entrevistados.

#### 4.1 Perfil dos Respondentes

A partir dos dados levantados verificou-se que 93,75% das pessoas que participaram desse estudo são do sexo masculino e 6,25% são do sexo feminino, sendo a média de idade entre eles de 28 anos. Ressalta-se que 75% disseram ser solteiros e que 50% possuem quatro

membros na família. Com relação ao grau de escolaridade, a maior parte dos entrevistados possuem curso de graduação (81,25%), sendo que apenas 12,50% são bacharéis em Contabilidade (Tabela 1). Aqui, observa-se o alto grau de instrução da amostra, um fator importante a ser considerado

**Tabela 1:** Maior nível de escolaridade dos respondentes

	Frequência	%
Técnico em Contabilidade (2º Grau técnico)	0	0,00%
Universitário incompleto	0	0,00%
Graduação em Contabilidade	4	12,50%
Graduação outros cursos	26	81,25%
Especialização Lato-Sensu	2	6,25%
Mestrado	0	0,00%
Doutorado	0	0,00%
<b>Total</b>	32	100

Destaca-se que a maior parte dos entrevistados possui remuneração individual na faixa de R\$ 2.451, 00 e R\$ 4.800,00 (53,13%). Outra parcela significativa (25,00%) ganha entre R\$ 4.801,00 e R\$ 5.950,00. Nota-se também

uma renda alta dos pesquisados. E ainda, a maior parte dos indivíduos da amostra (62,50%) possui renda familiar entre R\$ 4.801,00 e R\$ 5.950,00, mostrando, em relação ao gráfico 1, que a maioria é o principal contribuinte da renda familiar.

#### 4.2 Conhecimento sobre governança corporativa

De acordo com a Tabela 2, nota-se que todos os abordados investem há mais

de um ano na bolsa de valores, sendo que grande parte dos entrevistados investe em ações de três a cinco anos (78,13%).

**Tabela 2:** Quanto tempo o respondente investe em bolsa de valores

	Frequência	%
Até um ano	0	0,00%
De um a três anos	5	15,62%
De três a cinco anos	25	78,13%
Mais de cinco anos	2	6,25%
<b>Total</b>	32	100

Ao serem questionados sobre o que levam em consideração no momento de investir, grande parte consideram o risco como o principal atributo a ser observado

(78,13%). Observa-se que nenhum respondente considera a governança corporativa como um fator a ser percebido na Tabela 3.

**Tabela 3:** Fatores analisados no momento de investir na opinião dos respondentes

	Frequência	%
Retorno	5	15,62%
Risco	25	78,13%
Valor da ação	1	3,25%
Empresa	1	3,25%
Governança Corporativa	0	0
<b>Total</b>	32	100

Com relação ao conhecimento de governança corporativa, todos, sem exceção, disseram possuir essa informação. Entretanto apenas 9,38% consideram

No Brasil, as empresas que aderiram ao Nível 1, a partir de junho de 2001, foram agrupadas em um novo índice, o Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC). O objetivo do IGC, segundo a BOVESPA, é medir o desempenho das empresas que possuem boas práticas de governança corporativa. Desse modo, corroborando com a questão anterior, 68,75% disseram conhecer regularmente o IGC.

Segundo Andrade e Rosseti (2004) o fator mais significativo do desenvolvimento da governança corporativa no Brasil foi, a criação, no ano 2000, dos segmentos de listagens especiais pela Bovespa para empresas que, voluntariamente, aderem práticas superiores de governança em relação ao que é exigido pela legislação.

Referente ao nível de informação sobre o mercado do nível 1, apenas 9,38% consideram possuir um nível bom. O mesmo acontece com o mercado nível 2. Tal resultado era esperado, devido o nível sobre governança. Entretanto, 84,38% dizem possuir um nível regular sobre o Novo Mercado e 15,62% um nível bom. Ressalta-se que esse alto valor pode ser considerado devido à mídia sobre esse assunto, principalmente por parte da Bovespa, incentivando os investimentos em empresas que adotam tais práticas.

Ao serem questionados sobre o fato de as empresas adotarem práticas de governança corporativa, embora o

conhecer muito do assunto; 37,50% têm um bom conhecimento; 43,74% um conhecimento regular; e também 9,38% um conhecimento ruim.

Esses níveis divide-se em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. O Nível 1 contempla, de forma geral, as regras de transparência e dispersão acionária. O nível 2 impõe regras mais rígidas que as contidas no Nível 1. E o Novo Mercado se difere do Nível 2 por obrigar a emissão exclusiva de ações ordinárias. As empresas que não se situam em nenhum dos estágios citados continuam no mercado tradicional.

Nesse sentido, foi questionado à amostra estudada o seu nível de conhecimento sobre esses níveis. Nota-se que 81,25% possuem um nível bom sobre o mercado tradicional; 15,62% um nível regular; 3,12% possuem pouco nível, o que pode ser esperado, uma vez que são poucos que possuem um elevado grau de conhecimento sobre governança.

conhecimento não seja o ideal, 93,75% disseram sim a esta pergunta. O restante não opinou. Observa que, mesmo o conhecimento não sendo elevado sobre o assunto, a maior parte considera relevante a empresa adotar novas práticas, o que pode levar a um maior interesse, no futuro, por parte dos investidores sobre o referido aspecto.

Adicionalmente foi perguntado sobre o aspecto de que as ações de empresas que adotam governança possuem maior volatilidade com relação as que não adotam. Nesse ponto, a maior parte (78,13%) não quis opinar. Talvez por não

querer tomar juízo sobre um assunto desconhecido.

Com relação à liquidez das ações, 81,25% não consideram que a adoção dessas práticas possam interferir no montante de venda dos títulos. Mas o restante (18,75%) concordam que sempre as ações das empresas listadas no Novo Mercado vão ter maior liquidez. Por fim, buscou-se verificar a concordância que a prática de governança corporativa aumenta o retorno das ações da empresa, concluindo que 56,25% acreditam que o retorno pode ser maior em tais empresas.

De acordo com Rogers (2006) todos os estudos relacionados ao retorno das ações, por empresas classificadas no IGC, comprovaram o retorno é maior nessas empresas em relação às organizações que não adotam boas práticas de governança. Com relação à liquidez e volatilidade da ações foram comprovados os mesmos resultados.

### 4.3 Interferência no momento de investir

A última parte do questionário procurou identificar se, no momento de investir, os investidores levam em consideração o aspecto governança. Inicialmente foi observado o aspecto de investir em empresas que adotam as práticas da governança corporativa. Os resultados mostram que 43% não consideram esse aspecto; 16% às vezes, avalia o assunto antes de investir e 41% sempre consideram.

Entre os que responderam sim na questão anterior, 62,50% acreditam que essas empresas possam trazer um maior retorno, corroborando com a questão 21. E outros 45% acreditam que essas empresas são mais seguras. É relevante ressaltar que os respondentes poderiam marcar mais de uma opção nessa pergunta.

Solicitados a citar outros fatores que o levam a investir em empresa que adota métodos de governança corporativa, os entrevistados responderam o fator mídia, ou seja, investiram devido a

propagandas das empresas nesse setor. A maior parte não respondeu essa pergunta.

## 5 Considerações Finais

Boas práticas de governança corporativa, de um lado, é, entre outras coisas, quem dá a segurança necessária ao investidor ao criar um ambiente de negócios saudável e, de outro, valorizará as empresas que, assim, poderão ter um custo de captação menor. Diante dessa perspectiva, no final de 2000, a Bovespa instituiu o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, passando em Junho de 2001 a calcular o Índice de Governança Corporativa (IGC). Nesse sentido, o presente trabalho teve como objetivo investigar se tais práticas governança afetam a opinião do investidor no momento da aplicação do seu dinheiro em ações.

Verificou-se, após a análise dos resultados, que o nível de conhecimento sobre o assunto ainda é baixa no grupo estudado. Apesar da maior parte da amostra ter um nível regular sobre governança, esse valor poderia ter sido maior, uma vez que já fazem 8 anos da criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo.

Conclui-se que, para a mostra estudada, apesar da empresa adotar boas práticas de governança corporativa, esse fator não é primordial no momento de investir. Os respondentes preferem analisar o risco e o retorno do investimento e o fator governança ainda é pouco, ou quase nada, analisado.

Entretanto outro fator relevante é que tais pessoas estão dispostas a investirem uma quantia maior em ações de empresas que estão listadas no Novo Mercado, por acreditarem que estes papéis possuem maiores retornos. O fator segurança também foi bem considerado.

Diante desse contexto, ressalta-se a importância de um aumento na divulgação e promoção da adoção de boas práticas de governança entre os investidores. Embora

esteja comprovado a relevância da governança não só para o mercado de capitais, como também para os acionistas minoritários, o baixo do conhecimento do assunto pode afetar a decisão de investimento.

Desse modo, sugere-se como temas para novas pesquisas sobre assunto a inclusão de outras variáveis para mensurar

o comportamento dos investidores, bem como a aplicação do estudo a uma amostra maior. Sugere-se também que sejam realizadas pesquisas com uma periodicidade constante, buscando identificar uma melhora, ou não, no nível de conhecimento do assunto e o poder disso na tomada de decisão.

## REFERÊNCIAS

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004.
- ANDREZZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira, 2000.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 2005.
- BEUREN, I. M. (org). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: Teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2004.
- BOTOSAN, C. A. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review**, vol. 72, nº. 3, julho de 1997.
- BUSHMAN, R.; SMITH, A.. Financial Accounting Information and Corporate Governance. **Journal of Accounting and Economics**. V.32, p.237-333, 2001.
- CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 37 , n.3, p.19-32, julho/setembro 2002.
- CASAGRANDE NETO, H.; CINTRA NETO, M. F.; MAGLIANO FILHO, R. **Mercado de capitais: A saída para o crescimento**. São Paulo: Lazuli, 2002.
- CIGOGNA, M. P. V. **Governança Corporativa como sinalização: benefício para o financiamento das empresas do mercado de capitais**. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2007.
- COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS - CVM. Disponível em: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). Acesso em: 6 jun. 2009.
- DUARTE, S. V.; FURTADO, M. S. V. **Manual para elaboração de monografias e projetos de pesquisas**. 3ed. Montes Claros. Unimontes, 2002.
- FIPECAFI. **Curso de Mercado Financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2007.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4.ed. São Paulo. Atlas, 2006.
- GRUN, R. Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 18 n.52 São Paulo jun. 2003
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. Disponível em: [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br). Acesso em: 10 jul. 2009.
- 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, Jul. 1976.
- MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade e Finanças. USP**. São Paulo, n. 45, setembro. 2006
- MCKINSEY COMPANY E KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama da Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001. Disponível em [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br). Acesso em: 10 jul. 2009.
- NOVAES, A. **Mercado de capitais: lições da experiência internacional**. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO (org). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. São Paulo: Contra Capa Livraria ANBID, 2005.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO - OCDE. Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina. Tradução de Pinheiro Neto Advogados, Danvers – USA: OCDE, 2003. Disponível em: [www.oecd.org/daf/corporate-affairs/](http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs/)>. Acesso em: 10 jul. de 2009.

ROESH, S. M. A. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração**. 3ed. São Paulo. Atlas, 2007.

ROGERS, P. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Gestão, Universidade Federal de Uberlândia, 2006.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Governança Corporativa e Limites para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro: Análise do Risco Brasil. In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2004, Paraná. **Anais...** ENANPAD, Curitiba, 2004.

SILVA, A. C. R. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2003.

SENGUPTA, P. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. **The Accounting Review**. Vol. 74, nº. 4, p.459-474, Oct 1998.

SIRQUEIRA, A. B. **Governança corporativa e otimização de portfólios**: a relação entre risco e retorno e boas práticas de governança. São Paulo. Dissertação (Mestrado e Engenharia). Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, 2007.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SOARES, C. R. P. **O impacto da governança corporativa sobre o comportamento do preço de ações no Brasil**: o caso do papel e celulose, 2000 a 2003. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada). Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Universidade de São Paulo, 2003.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade e Finanças**. USP. São Paulo, n. 42, p. 35 – 49, Set./Dez. 2006.

WELKER, M. Disclosure Policy, Information Asymetry and Liquidity in Equity Markets. **Contemporary Accounting Research** , 11, Spring p. 801-827, 1995.

**== RC&C ==**