

GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONFIANÇA DOS INVESTIDORES: UMA ANÁLISE NO MERCADO BRASILEIRO.

LUANA YURI NAKASONE

luana.nakasone@gmail.com

Universidade de São Paulo

FLÁVIA ZÓBOLI DALMÁCIO

flaviazd@usp.br

Universidade de São Paulo

Resumo

A governança corporativa surgiu para superar o conflito de agência, cuja causa é a tomada de decisão em prol do benefício de apenas uma das partes, que não a do proprietário. Os princípios em que estão fundamentadas as boas práticas de governança corporativa podem elevar a confiança do investidor. Dadas essas considerações, o objetivo deste trabalho foi investigar a influência da adoção dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa sobre o nível de confiança dos investidores por meio da análise do volume de investimento no mercado de ações brasileiro. Foram coletados dados de 359 empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa, englobando as empresas que aderiram às práticas diferenciadas de governança corporativa em seus diferentes níveis (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), no período de 2007 a 2011. Por meio da análise de dados em painel e utilização de modelo de regressão através do método dos mínimos quadrados ordinários, foi verificado que dois dos três níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, Nível 1 e Novo Mercado, influenciam de forma positiva e significativa o nível de confiança do investidor.

1. Introdução

A Governança Corporativa teve seu início na primeira metade da década de 90 e desde então vem ganhando cada vez mais destaque no Mercado Financeiro e de Capitais. Foi nos Estados Unidos que este tema começou a ser desenvolvido devido ao despertar dos acionistas para a necessidade de novas regras que os protegessem dos abusos da diretoria executiva das empresas, da inércia de conselhos de administração e das omissões das auditorias externas.

Conceitualmente, a governança corporativa surgiu para superar o "conflito de agência" decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Nesta situação, o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (executivo) o poder de decisão sobre sua propriedade. No entanto, os interesses do gestor nem sempre estarão alinhados com os do proprietário, resultando em um conflito de agência ou conflito agente-principal (IBGC, 2011).

Como ferramenta para superar este conflito, surgiu um conjunto de boas práticas que visa proteger todas as partes interessadas. Tais práticas podem influenciar a confiança do investidor em determinada empresa ou negócio. E então, outro tema pode ser abordado: as Finanças Comportamentais. Dentre as diversas definições, existe uma concordância de que este é o estudo de como os investidores interpretam e agem de acordo com a informação para fazer decisões de investimento (LINTNER, 1998).

As Finanças Comportamentais têm como objetivo a revisão e o aperfeiçoamento do modelo de decisão econômico-financeiro pela incorporação dos aspectos da racionalidade limitada.

Segundo Silveira e Barros (2008), pesquisas recentes sobre comportamento humano revelam que a maior parte dos indivíduos, incluindo gestores de empresas e investidores, apresenta importantes limites em seus processos cognitivos e tende a desenvolver vieses de comportamento capazes de influenciar de forma significativa seus processos decisórios. É possível, em particular, que alguns dentre os vieses cognitivos catalogados impactem significativamente as principais decisões corporativas.

O tema governança corporativa tem sido amplamente abordado em diversas pesquisas e muitos desses estudos têm como foco a relação entre as suas boas práticas e o desempenho das empresas. Tal fato aponta para a importância deste assunto atualmente e, apesar do vasto número de trabalhos já efetuados, ainda há o que explorar através de diferentes abordagens e relações.

Este trabalho visa verificar se existe relação entre as boas práticas de Governança Corporativa e a confiança dos investidores através da comparação entre o volume de investimento nas empresas listadas na Bovespa e o volume de investimento nas empresas listadas que adotaram as práticas diferenciadas de governança corporativa, considerando a segmentação em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado implantada pela Bolsa de Valores de São Paulo com o objetivo de responder à seguinte questão de pesquisa: Com base no volume de investimento na Bolsa de Valores de São Paulo, existe relação entre as boas práticas de governança corporativa e a confiança dos investidores?

2. Referencial Teórico

2.1. Finanças Comportamentais

A racionalidade dos agentes econômicos é o modelo central da abordagem econômica em que foram construídas as teorias tradicionais de Finanças. De acordo com este paradigma, os agentes do mercado tomam as decisões de forma racional.

Entretanto, estudos recentes têm revelado através de evidências empíricas, que as teorias racionais disponíveis não são capazes de explicar de maneira satisfatória os diversos fenômenos observados com frequência nos mercados financeiros. Então, surgiu a possibilidade de reconhecimento de que as pessoas nem sempre se comportam racionalmente e este aspecto orienta todo o campo das Finanças Comportamentais.

As pesquisas comportamentais revelam os vieses sistemáticos observados quando as pessoas formam suas crenças e suas preferências. Com relação aos vieses relacionados às crenças dos indivíduos, destacam-se o excesso de confiança, otimismo, conservadorismo, perseverança, ancoragem com ajustamento insuficiente e aqueles que emanam das heurísticas da disponibilidade e da representatividade. (YOSHINAGA, 2008)

A pesquisa de Macedo (2007) buscou apresentar o processo de tomada de decisão gerencial como resultante de uma série de variáveis comportamentais. Estudou vários elementos críticos para o desenvolvimento da capacidade gerencial de tomar decisões eficazes. Seu objetivo foi, através de uma análise do comportamento decisório de pequenos empreendedores, promover a discussão e o reconhecimento de que, sistematicamente,

desviam-se as decisões de um comportamento puramente racional, em virtude do uso de heurísticas de julgamento que, em muitos casos, levam a vieses de decisão.

Segundo Kimura (2003), as Finanças Comportamentais representam um novo ramo na Teoria Financeira que busca incorporar os aspectos sociológicos e psicológicos no processo de análise, partindo do reconhecimento de que investidores e analistas nem sempre se comportam de forma racional. Seus estudos permitem identificar que fatores comportamentais dos investidores podem influenciar, de modo irracional, nos preços dos ativos financeiros.

O artigo de Silveira e Barros (2008) investiga os determinantes da estrutura de capital das empresas introduzindo uma perspectiva comportamental ainda pouco explorada na literatura da área, o excesso de confiança e otimismo gerencial. Os resultados deste estudo empírico sugeriram, de forma geral, que diferenças de opinião, estilo e de percepção da realidade motivadas por características pessoais dos gestores podem exercer impacto relevante sobre as decisões corporativas observadas.

Ainda, segundo Silveira e Barros, as implicações para as principais decisões corporativas dos vieses do otimismo e do excesso de confiança apenas começaram a ser exploradas pelos pesquisadores de Finanças Comportamentais. Diversos trabalhos destacam o problema do ponto de vista de gestores racionais que interagem com investidores externos excessivamente confiantes. Só mais recentemente surgiram, em menor número, análises com foco nos vieses cognitivos dos próprios gestores e procurando entender de que maneira eles podem afetar suas decisões de investimento e de financiamento.

Yoshinaga (2008) nota que diversas pesquisas sobre o comportamento humano revelam que muitos indivíduos apresentam excesso de confiança nas próprias habilidades de estimativa, desconsiderando a verdadeira incerteza que existe no processo. Pessoas acreditam que suas estimativas em situações que envolvem incerteza são mais precisas do que realmente são. Tversky e Kahneman (1974) explicam este fenômeno de excesso de confiança como decorrente do fato de as pessoas utilizarem suas estimativas iniciais como uma âncora, o que provoca um viés em suas estimativas de intervalos de confiança. Os ajustamentos das âncoras iniciais são insuficientes, levando a intervalos de confiança pequenos demais.

2.2. Mercado de Capitais

De acordo com Andrezo e Lima (2010, p. 2), o mercado financeiro pode ter diferentes classificações nas áreas de Finanças e de Direito. Na primeira, o mercado financeiro divide-se em duas categorias:

- Mercado de Crédito: composto pelo conjunto de agentes e instrumentos financeiros envolvidos em operações de prazo curto, médio ou aleatório. Destina-se basicamente ao financiamento do consumo e à disponibilização de recursos de curto e médio prazos para as empresas.
- Mercado de Capitais: 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, cujas operações se realizam nas Bolsas de Valores. Destina-se, principalmente, ao financiamento de capital fixo e a financiamentos especiais, como habitação, bem como à disponibilização de recursos de longo prazo para as empresas.

Segundo Goulart, Lima e Gregório (2010, p. 33), a Bovespa coleta, organiza e divulga uma série de informações sobre os negócios realizados em cada padrão. Os principais

indicadores referem-se a preços e volumes das ações negociadas, que traduzem a liquidez do mercado.

O Índice Bovespa (Ibovespa) é o mais importante indicador do desempenho do mercado de ações brasileiro, pois retrata o comportamento das principais ações negociadas na Bovespa. É formado a partir de uma aplicação imaginária, em reais, em uma quantidade de ações (carteira).

O Índice de Ações com Governança Corporativa (IGC) mede o desempenho de uma carteira teórica composta por ações composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa.

A finalidade básica dos índices é servir como indicador médio do comportamento do mercado.

2.3. Governança Corporativa

De acordo com Yamamoto e Malacrida (2006), a evolução constante das sociedades capitalistas culmina na segregação entre os proprietários das companhias e seus administradores, que pode provocar conflitos de interesses entre acionistas, investidores e demais interessados na empresa.

A governança corporativa surge neste contexto de mudanças com a finalidade de reduzir a distância existente entre proprietários, administração da empresa e a sociedade de maneira geral.

Shleifer e Vishny (1997) definem governança corporativa como um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem a obtenção para si do retorno sobre seu investimento.

Segundo o IBGC (1995), governança corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle.

Em complemento às definições anteriores, governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

O estudo neste tema envolve também os denominados Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa, que são conjuntos de normas e diretrizes, cujas boas práticas convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade (IBGC, 2009).

O Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa tem como princípios básicos: Transparência; Equidade; Prestação de Contas (Accountability) e a Responsabilidade Corporativa.

Segundo este código (IBGC, 2009), a transparência adequada resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros; a equidade caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas; a prestação de contas implica que os agentes de governança assumam integralmente as consequências de seus atos e omissões e a responsabilidade corporativa indica o zelo pela sustentabilidade das organizações, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

Em 2000, a Bovespa lançou segmentos especiais em listagem das empresas desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Assim, foram criados os níveis diferenciados (Novo Mercado, Nível 1, Nível 2) de governança corporativa, para os quais as empresas listadas na Bovespa possam, voluntariamente, aderir. Cada um destes segmentos possui regras específicas de aderência, sendo o Novo Mercado o mais elevado padrão de Governança Corporativa.

Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos. (CVM, 2002)

Assim sendo, a maior valorização destas companhias devido ao sistema de governança sugere o aumento da confiança dos investidores. Portanto, a ênfase deste trabalho é atribuída à possível relação existente entre os dois temas.

3. Metodologia

3.1. Estratégias de Pesquisa

Este trabalho poderá ser caracterizado como uma pesquisa positiva exploratória devido ao objetivo de serem estabelecidas relações entre as boas práticas de Governança Corporativa e a confiança dos investidores.

A análise destas relações será feita através de investigações empírico-analíticas, onde serão utilizadas técnicas de coleta, tratamento e análise de dados. Em complemento a estas investigações, serão feitas pesquisas bibliográficas nos diversos meios de divulgação de estudos sobre os temas abordados.

3.2. Descrição da Amostra

A amostra foi composta de 359 empresas de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, envolvendo empresas sem comprometimento aos níveis diferenciados de Governança Corporativa e as empresas comprometidas com as práticas de Governança Corporativa em seus diferentes níveis (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), no período de 2007 a 2011, totalizando 1265 observações.

A amostra apresenta seu conjunto de dados em painel não balanceado, que consiste de observações de n entidades para dois ou mais períodos de tempo. Esse tipo de dados combina características de séries temporais com dados em corte transversal e são amplamente utilizados em estudos econométricos e nas ciências sociais aplicadas. (DUARTE,

LAMOUNIER e TAKAMATSU, 2008). Na tabela 1, são apresentadas a quantidade de observações para cada ano.

Tabela 1 – Número de observações por ano contidas na amostra

Ano	Observações	%
2007	257	20,32
2008	248	19,60
2009	251	19,84
2010	248	19,60
2011	261	20,63
Total	1265	100,00

Na tabela 2, estão listados os setores de atuação das empresas que compuseram a amostra da pesquisa, conforme classificação fornecida pela base de dados do sistema Economática®.

Tabela 2 - Lista dos Setores de atuação das empresas da amostra

Identificação do Setor	Setor	Empresas	%	Observações	%
1	Agro e Pesca	6	1,67	25	1,98
2	Alimentos e Bebidas	21	5,85	81	6,4
3	Comércio	18	5,01	62	4,9
4	Construção	28	7,80	111	8,77
5	Eletroeletrônicos	9	2,51	36	2,85
6	Energia Elétrica	38	10,58	150	11,86
7	Finanças e Seguros	33	9,19	110	8,7
8	Fundos	1	0,28	1	0,08
9	Mínerais não Metálicos	3	0,84	13	1,03
10	Mineração	6	1,67	15	1,19
11	Máquinas Industriais	4	1,11	19	1,5
12	Outros	69	19,22	234	18,5
13	Papel e Celulose	5	1,39	17	1,34
14	Petróleo e Gás	8	2,23	23	1,82
15	Química	13	3,62	41	3,24
16	Siderurgia & Metalurgia	21	5,85	73	5,77
17	Software e Dados	4	1,11	14	1,11
18	Telecomunicações	18	5,01	55	4,35
19	Têxtil	25	6,96	85	6,72
20	Transporte Serviços	14	3,90	46	3,64
21	Veículos e peças	15	4,18	54	4,27
	Total	359	100,00	1.265	100,00

3.3. Definição das variáveis

3.3.1. Variável Dependente

O Nível de Confiança do Investidor (NCI) é a variável dependente no modelo de regressão utilizado.

O cálculo do Nível de Confiança do Investidor foi feito através da relação entre o volume de investimento por empresa e o volume de investimento total na BM&F Bovespa em determinado ano.

$$NCI_{i,t} = \frac{VIE_{i,t}}{VIB_t}$$

Em que: $NCI_{i,t}$ é o Nível de Confiança do Investidor na empresa i no ano t ; $VIE_{i,t}$ é o volume de investimento na empresa i no ano t e o VIB_t é o volume de investimento total na Bovespa no ano t .

3.3.2. Variável Independente

As práticas diferenciadas de Governança Corporativa da Bovespa adotadas pelas empresas da amostra classificadas como Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado definem a variável independente.

Este conjunto de práticas diferenciadas pode ser representado por três variáveis binárias (dummies), que assumem valor igual a 1 (um) quando a empresa participa de algum nível diferenciado de prática de Governança Corporativa da Bovespa e 0 (zero) quando não participa, conforme abaixo:

DBOV_N1: representa a prática de Governança Corporativa classificada como Nível 1;

DBOV_N2: representa a prática de Governança Corporativa classificada como Nível 2;

DBOV_NM: representa a prática de Governança Corporativa classificada como Novo Mercado;

DBOV_outras: representa a ausência de adoção nas práticas diferenciadas de Governança Corporativa.

3.3.3. Variáveis de Controle

1. Preço Médio da Ação (PMA): Segundo o estudo de Gonzalez, Bastos e Perobelli (2011), a confiança depositada numa empresa tem grande peso sobre o preço da ação. Portanto, considerou-se relevante a inclusão deste fator como variável de controle no modelo a ser utilizado.

2. Dummy de Crise (DCrise_2008): Esta variável foi utilizada para capturar a ocorrência de crise econômica em determinado período, visto que nos períodos em que ocorre a confiança dos investidores é afetada. A crise de 2008 foi escolhida devido às imensas proporções atingidas, às graves consequências para o sistema financeiro e por estar inserida em um

período recente de análise. A variável assume valor igual a 1 (um) quando o ano analisado refere-se ao ano da crise de 2008 e 0 (zero) quando não se refere.

3.3.4. Base de Dados

A coleta foi feita através da base de dados do sistema Economática® e do site da BM&F Bovespa.

3.3.5. Economática®

O sistema Economática® possui uma base de dados de alta confiabilidade contendo informações sobre cotações, demonstrativos financeiros, composição acionária de empresas, índices econômicos, com histórico de vários anos de todas as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

3.3.6. Níveis de Governança Corporativa

Para que fosse verificado quais empresas adotaram os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) foram coletados dados do site da Bolsa de Valores de São Paulo (www.bovespa.com.br).

3.3.7. Modelo utilizado

Será utilizado um modelo estatístico de regressão linear visando verificar se existe relação entre o nível de confiança do investidor e a Governança Corporativa.

$$NCI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DBOV_N1_{i,t} + \alpha_2 DBOV_N2_{i,t} + \alpha_3 DBOV_NM_{i,t} + \alpha_4 PMA + \alpha_5 DCRISE_2008 + \sum_{s=1}^{21} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

NCI = Nível de Confiança do Investidor na empresa i no ano t.

A variável independente que representa a adoção de práticas diferenciadas de Governança Corporativa pela empresa i no ano t foi representada pelo conjunto de dummies abaixo:

DBOV_N1_{i,t} = variável dummy que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do Nível 1 da Bovespa e 0 (zero) quando não participa; DBOV_N2_{i,t} = variável dummy que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do Nível 2 da Bovespa e 0 (zero) quando não participa; DBOV_NM_{i,t} = variável dummy que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do Novo Mercado da Bovespa e 0 (zero) quando não participa; DBOV_outras_{i,t} = variável dummy que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t não participa dos níveis de governança da Bovespa e 0 (zero) quando participa.

PMA = Preço Médio da Ação da empresa i no ano t.

DCrise_2008 = variável dummy que assume valor igual a 1 (um) quando o período analisado é referente ao ano de 2008, no qual ocorreu a crise econômica.

ds_{i,t} = variável dummy que assume valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores.

e_{i,t} = erro aleatório para a empresa *i* no ano *t*.

3.3.8. Resultados esperados

Através dos conceitos e estudos levantados no referencial teórico e do modelo estatístico utilizado, espera-se que seja possível avaliar o impacto das práticas diferenciadas de governança corporativa da Bovespa na confiança dos investidores.

De acordo com o modelo definido, espera-se obter os seguintes coeficientes para as variáveis utilizadas:

Quadro 1 - Resultados esperados por variáveis

Variável	Coefficiente
DBOV_N1	(+)
DBOV_N2	(+)
DBOV_NM	(+)
PMA	(+)
DCrise_2008	(-)

Portanto, é esperado que os níveis diferenciados de governança corporativa (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM; DBOV_outros) tenham influência positiva no nível de confiança dos investidores bem como o preço da ação (PMA). Já sobre a variável dummy de crise (DCrise_2008), a expectativa é que influencie negativamente no nível de confiança dos investidores, visto que em períodos de ocorrência de crise econômica a confiança é afetada.

4. Apresentação e Análise dos Resultados

Este trabalho teve por objetivo verificar se existe relação entre as boas práticas de governança corporativa e a confiança dos investidores através da análise do volume de investimento nas empresas listadas na Bovespa.

4.1. Estatística Descritiva e Correlação das variáveis

Na tabela 3, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo referente ao nível de confiança do investidor, nos períodos de 2007 a 2011, de acordo com a metodologia descrita anteriormente e com os dados coletados das 359 empresas que compõem a amostra.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
PMA	30,05	113,19	0,03	1.932,50
NCI	0,00	0,01	0,00	0,11
DCRISE	0,20	0,40	0,00	1,00
DBOV_N1	-	-	0,00	1,00
DBOV_N2	-	-	0,00	1,00
DBOV_NM	-	-	0,00	1,00
DBOV_outros	0,45	0,50	0,00	1,00

Por meio dos dados apresentados na tabela 3 observa-se que existem empresas que não adotam as práticas diferenciadas de governança corporativa segmentadas na Bovespa (DBOV_N1, DBOV_N2 e DBOV_NM).

Na tabela 4, é apresentada a matriz de correlação das variáveis do modelo estudado, obtida através dos coeficientes de Pearson, na qual pode ser observado o grau de associação entre as variáveis citadas.

Tabela 4 - Correlação entre as variáveis

	PMA	NCI	DCRISE_2008	DBOV_N1	DBOV_N2	DBOV_NM
PMA	1,000					
NCI	0,048***	1,000				
<i>p_value</i>	0,090					
DCRISE_2008	-0,058**	0,041	1,000			
<i>p_value</i>	0,038	0,149				
DBOV_N1	-0,016	0,017	0,018	1,000		
<i>p_value</i>	0,569	0,548	0,526			
DBOV_N2	-0,011	-0,043	-0,004	-0,054	1,000	
<i>p_value</i>	0,697	0,129	0,902	0,054		
DBOV_NM	0,044	0,174*	-0,019	-0,288	-0,138	1,000
<i>p_value</i>	0,115	0,000	0,502	0,000	0,000	

Nota: o asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%), ***(10%)

Pelas correlações, pode-se observar que o nível de confiança do investidor (NCI) tem relação positiva e significativa com o preço médio da ação (PMA) e também com o Novo Mercado (DBOV_NM). Por outro lado, o preço médio da ação (PMA) tem relação negativa e significativa com o período de crise (DCRISE_2008).

4.2. Relação entre as práticas diferenciadas de Governança Corporativa e a Confiança dos Investidores

A influência das práticas diferenciadas de governança corporativa da Bovespa na confiança dos investidores pôde ser analisada através do modelo de regressão citado na metodologia deste trabalho, por meio de dados em painel, estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e configurado de acordo com a abordagem pooled (POLS). A tabela 5 apresenta os resultados do conteúdo informacional do modelo representado por $NCI = f(GOV, VC)$, em que o nível de confiança do investidor é a função da governança corporativa e suas variáveis de controle.

Tabela 5 - Resultados do modelo de regressão

Observações	1265
F(25, 1239)	9,630
Prob > F	0,000
R-squared	0,163
Adj R-squared	0,146
Root MSE	0,010

De acordo com os dados apresentados na Tabela 6, as variáveis dummies que representam os segmentos de governança corporativa Nível 1 e Novo Mercado (DBOV_N1 e DBOV_NM) e a crise de 2008 (DCrise_2008) têm relação positiva e significativa com o nível de confiança do investidor (NCI). Observa-se que o preço da ação (PMA) não possui relação significativa com o nível de confiança do investidor.

Tabela 6 - Resultados do modelo de regressão

NCI	Coefficientes	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf.	Interval]
DBOV_N1	0,0021	0,0010	2,1400	0,0320	0,0002	0,0041
DBOV_N2	0,0010	0,0018	0,5600	0,5790	-0,0026	0,0046
DBOV_NM	0,0052	0,0007	7,8500	0,0000	0,0039	0,0065
PMA	0,0000	0,0000	-0,4100	0,6790	0,0000	0,0000
setor2	0,0035	0,0022	1,5500	0,1210	-0,0009	0,0079
setor3	0,0044	0,0023	1,9000	0,0580	-0,0002	0,0090
setor4	0,0025	0,0022	1,1500	0,2510	-0,0018	0,0067
setor5	0,0025	0,0026	0,9900	0,3220	-0,0025	0,0076
setor6	0,0033	0,0021	1,5400	0,1240	-0,0009	0,0075
setor7	0,0070	0,0022	3,1700	0,0020	0,0027	0,0113
setor8	0,0039	0,0100	0,3900	0,6980	-0,0157	0,0235
setor9	-0,0002	0,0033	-0,0600	0,9550	-0,0068	0,0064
setor10	0,0096	0,0032	3,0000	0,0030	0,0033	0,0159
setor11	0,0000	0,0030	0,0000	0,9980	-0,0059	0,0058
setor12	0,0017	0,0021	0,8000	0,4230	-0,0024	0,0057
setor13	0,0032	0,0031	1,0100	0,3130	-0,0030	0,0093
setor14	0,0250	0,0029	8,7300	0,0000	0,0194	0,0307
setor15	0,0016	0,0025	0,6500	0,5130	-0,0033	0,0066
setor16	0,0084	0,0023	3,6100	0,0000	0,0038	0,0130
setor17	0,0141	0,0033	4,3200	0,0000	0,0077	0,0206
setor18	0,0056	0,0024	2,3100	0,0210	0,0008	0,0103
setor19	0,0016	0,0022	0,7300	0,4660	-0,0028	0,0060
setor20	0,0012	0,0024	0,5000	0,6200	-0,0036	0,0060
setor21	0,0027	0,0024	1,1100	0,2660	-0,0020	0,0074
Dcrise_2008	0,0013	0,0007	1,9000	0,0570	0,0000	0,0027

Nota: nível de significância (10%)

Nota-se que alguns setores foram significativos no modelo: Comércio (setor3); Finanças e Seguros (setor7); Mineração (setor10); Petróleo e Gás (setor14); Siderurgia e Metalurgia (setor16); Software e Dados (setor17); Telecomunicações (setor18).

4.3. Resultados esperados versus resultados obtidos

O Quadro 2 apresenta uma síntese da comparação entre os resultados esperados e os obtidos com o modelo utilizado.

Quadro 2 – Resultados esperados versus resultados encontrados

Variável	Coefficiente esperado	Coefficiente encontrado
DBOV_N1	(+)	(+) <i>significante</i>
DBOV_N2	(+)	não <i>significante</i>
DBOV_NM	(+)	(+) <i>significante</i>
PMA	(+)	não <i>significante</i>

Dcrise_2008	(-)	(+) significativa
-------------	-----	-------------------

De acordo com os dados apresentados no Quadro 2, observa-se que as práticas diferenciadas de governança corporativa de Nível 1 e Novo Mercado têm uma influência positiva sobre o nível de confiança do investidor (NCI), conforme esperado. Esperava-se que a crise de 2008 (DCrise_2008) influenciasse de forma negativa a confiança do investidor, contudo o resultado foi contrário ao esperado, ou seja, esta variável teve influência positiva e significativa.

No entanto, verifica-se que o segmento Nível 2 de governança corporativa da Bovespa (DBOV_N2) e o preço médio da ação não têm influência significativa sobre o nível de confiança do investidor (NCI), de acordo com o modelo utilizado.

Portanto, há indícios de que o nível de confiança do investidor seja influenciado pela adoção das práticas diferenciadas de governança corporativa da Bovespa pelas empresas.

5. Considerações Finais

A governança corporativa surgiu para superar o conflito de agência, cuja causa é a tomada de decisão em prol do benefício de apenas uma das partes, que não a do proprietário. Os princípios das boas práticas de governança corporativa estão fundamentados em equidade, prestação de contas (accountability), responsabilidade corporativa e transparência.

Segundo o Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009), a transparência adequada resulta em um clima de confiança, fator comportamental relevante na tomada de decisão. Sendo assim, assume-se que o investidor decidirá investir nas empresas ou ações que lhe transmitirem maior confiança.

Dadas essas considerações, o objetivo deste trabalho foi investigar a influência da adoção dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa sobre o nível de confiança dos investidores por meio da análise do volume de investimento no mercado de ações brasileiro.

Por meio dos dados coletados das 359 empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa, no período de 2007 a 2011, foi possível a utilização de um modelo de regressão no qual se verificou relação positiva e significativa (5%) de dois dos segmentos diferenciados de governança corporativa no nível de confiança do investidor, que foram Nível 1 e Novo Mercado. Não foi encontrada relação significativa entre o Nível 2 e a confiança do investidor devido, provavelmente, ao pequeno número de empresas que compõem este segmento na Bovespa.

Dentre as demais variáveis consideradas no modelo apresentado nos procedimentos metodológicos, pode-se verificar que o preço médio da ação não possui influência significativa no nível de confiança do investidor. Já a crise de 2008 foi significativa para o modelo (10%), contudo, o resultado foi contrário ao esperado, revelando uma relação positiva com o nível de confiança do investidor, ou seja, neste período, a confiança não foi afetada por esta variável.

Através dos resultados obtidos, observa-se que a governança corporativa possui papel relevante na tomada de decisões de investimento, uma vez que a sua função é de criar

mecanismos que protejam a todos os seus *stakeholders*, elevando a confiança do investidor no mercado brasileiro.

Com isso, pode-se afirmar que o objetivo da pesquisa foi alcançado, pois foi verificado que a confiança do investidor é influenciada positivamente pela adesão às práticas diferenciadas de governança corporativa da Bovespa.

Recomenda-se, para estudos futuros, a inclusão de novas variáveis no modelo de regressão e a expansão do período de tempo analisado, podendo ser considerada uma análise desde o ano 2000, em que foram lançados os segmentos diferenciados de governança na Bovespa, sendo possível verificar a evolução dessas práticas no volume de investimento no mercado brasileiro.

6. Referências

ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira, 2010.

BAZERMAN, M. **Judgment in Managerial Decision Making**. New York: Wiley, 2001.

BOVESPA. **Bolsa de Valores de São Paulo**. 2012. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>.

CVM. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Rio de Janeiro, 2002.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M. ; COLAUTO, R. D. **Modelos Econométricos para Dados em Painel: Aspectos Teóricos e Exemplos de Aplicação à Pesquisa em Contabilidade e Finanças**. In: Jorge Lopes; Jose Francisco Ribeiro Filho; Marcleide Pederneiras. (Org.). **EDUCAÇÃO CONTÁBIL: Tópicos de Ensino e Pesquisa**. EDUCAÇÃO CONTÁBIL: Tópicos de Ensino e Pesquisa. 1 ed. São Paulo: Atlas, v. 1, p. -, 2008.

GONZALEZ, R. M. ; BASTOS, S. Q. A.; PEROBELLI, F. F.. **Influência da Confiança na Determinação do Preço das Ações: Uma análise para o Brasil no período de 2004 a 2009**. IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2005.

GOULART, A. M. C. ; LIMA, G. A. S. F. ; GREGORIO, J. . Mercado de Renda Variável. In: Iran Siqueira Lima, Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Renê Coppe Pimentel. (Org.). **Curso de Mercado Financeiro: Tópicos Especiais**. 1ed. São Paulo: Atlas, v. 1, p. –, 2006.

IBGC. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. 2011. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 01 out. 2011

KAHNEMAN, D. P.; TVERSKY, A. **Prospect theory: an analysis of decision under risk**. *Econometrica*. p. 263-291, 1979.

KIMURA, H. **Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais**. *Revista de Administração de Empresas Eletrônica*. v. 2, n. 1, 2003. Disponível em <www.rae.com.br/eletronica>. Acesso em: 10 out. 2011.

LINTNER, G. Behavioral finance: Why investors make bad decisions. *The Planner*, 1998.



*Desafios e Tendências
da Normatização Contábil*

MACEDO, M. A. S.; et al. **Processo Decisório Gerencial: um estudo do modelo descritivo de tomada de decisão aplicado a pequenos empreendedores.** Revista da Micro e Pequena Empresa. v. 1, n. 1, p. 24-37, 2007.

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

SILVEIRA, A. M.; Barros, L. A. B. **Excesso de Confiança, Otimismo Gerencial e os Determinantes da Estrutura de Capital.** Revista Brasileira de Finanças. v. 6, n. 3, p. 293–334, 2008.

YAMAMOTO, M. M. ; MALACRIDA, M. J. C. **Governança corporativa:** nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. Revista Contabilidade & Finanças, v. 3, p. 65-79, 2006.

YOSHINAGA, C. E. ; et al. **Finanças Comportamentais:** uma introdução. Revista de Gestão USP, São Paulo, v. 15, n. 3, p. 25-35, julho/set. 2008.