

unesp



UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
"JÚLIO DE MESQUITA FILHO"

Faculdade de Filosofia e Ciências
Programa de Pós-Graduação em Ciência da Informação

ELAINE CRISTINA LOPES



**CONSTRUÇÃO DE CONHECIMENTO EM
GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTUDO SOBRE
A CRIAÇÃO DE VALOR PARA TOMADA DE
DECISÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE
CAPITAIS**

**Marília
2014**

Elaine Cristina Lopes

**Construção de conhecimento em governança corporativa:
estudo sobre a criação de valor para tomada de decisão de
investidores no mercado de capitais**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciência da Informação, da Faculdade de Filosofia e Ciências, Universidade Estadual Paulista, câmpus de Marília, como requisito para obtenção do título de doutora em Ciência da Informação.

Orientadora: Profa. Dra. Marta Lígia Pomim Valentim

Linha de Pesquisa: Gestão, Mediação e Uso da Informação.

**Marília
2014**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP).

L851c Lopes, Elaine Cristina

Construção de conhecimento em governança corporativa: estudo sobre a criação de valor para tomada de decisão de investidores no mercado de capitais. / Elaine Cristina Lopes – Marília, 2014.
228f.

Tese (Doutorado em Ciência a Informação) – Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, Faculdade de Filosofia e Ciências.

Orientadora: Profa. Dra. Marta Lígia Pomim Valentim

Banca: Profa. Dra. Regina Célia Baptista Belluzzo; Profa. Dra. Glória Georges Feres; Prof. Dr. Reynaldo Campanatti Pereira; Prof. Dr. Antonio Carlos Zambon

1. Governança Corporativa. 2. Gestão Estratégica da Informação.
3. Gestão do Conhecimento. 4. Construção de Conhecimento I. LOPES, Elaine Cristina. II. Título. III. Marília - Faculdade de Filosofia e Ciências.

CDD: 020

CDU: 02

Ficha catalográfica elaborada pela autora.

Elaine Cristina Lopes

**Construção de conhecimento em governança corporativa:
estudo sobre a criação de valor para tomada de decisão
de investidores no mercado de capitais**

BANCA EXAMINADORA:

Presidente e Orientadora

Profa. Dra. Marta Lígia Pomim Valentim
Programa de Pós-Graduação em Ciência da Informação
Faculdade de Filosofia e Ciências
Universidade Estadual Paulista (Unesp) – Câmpus de Marília

Membro Titular

Profa. Dra. Regina Célia Baptista Belluzzo
Programa de Pós-Graduação em Ciência da Informação
Faculdade de Filosofia e Ciências
Universidade Estadual Paulista (Unesp) - Câmpus de Marília

Membro Titular

Profa. Dra. Glória Georges Feres
Curso de Administração
Faculdades Integradas de Bauru (FIB)

Membro Titular

Prof. Dr. Reynaldo Campanatti Pereira
Coordenadoria da Área de Ciências Gerenciais
Fundação Educacional do Município de Assis (FEMA)

Membro Titular

Prof. Dr. Antonio Carlos Zambon
Faculdade de Tecnologia
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)

*Você não pode provar uma definição.
O que você pode fazer é mostrar que ela faz sentido.
A. Einstein*

Dedico esse trabalho àquele que nasceu junto com esse sonho, àquele que veio ao mundo para me inundar de uma esperança, uma força e uma vontade de ser melhor, que antes, eu não conhecia. Por você e para você eu desejo sempre ser uma pessoa melhor. Meu filho, meu pequeno milagre, o TOM da minha vida.

AGRADECIMENTOS

Quando iniciei minha vida acadêmica, uma das primeiras informações que recebi dos colegas foi que dependendo da minha orientadora eu teria uma “mãe acadêmica”. Confesso que a princípio não compreendi, pensei tratar-se de alguma piada de corredores de universidade. Hoje eu posso dizer que compreendo bem do que se tratava. Mães cuidam, protegem, defendem, orientam, ficam bravas quando necessário, chamam a atenção, direcionam, amparam, reconhecem, dão carinho, sentem orgulho e libertam. Meu agradecimento especial hoje é pela sorte que tive por ter recebido como presente uma “mãe acadêmica”, Profa. Dra. Marta Lígia Pomim Valentim, simplesmente, obrigada!

Ao Prof. Dr. Regis Garcia pela atenção, generosidade e colaboração dedicadas a mim na fase final da elaboração deste trabalho. O tempo dedicado a nós nesse momento, jamais será esquecido.

À Profa. Dra. Regina Célia Baptista Belluzzo pela forma competente, delicada, leve e carinhosa com que tratou a minha pesquisa. Agradeço pelos apontamentos que tanto enriqueceram meu trabalho. Mais do que honrada, senti-me emocionada com a sua presença. Muito obrigada!

À Profa. Dra. Bárbara Fadel pela participação nessa banca, mas, mais ainda pela oportunidade que tive em conhecê-la como aluna em sua disciplina, ocasião em que pude crescer e compreender a grandiosidade que há nos estudos sobre Cultura Organizacional. Foi uma honra tê-la como docente.

Ao Prof. Dr. Reynaldo Campanatti Pereira que, me acompanha desde a graduação, e que passou pela minha banca de mestrado e agora nos agracia com suas contribuições valorosas como membro da banca de doutorado. Obrigada pelos apontamentos tão pertinentes, pela ajuda quando as dúvidas surgiram.

Um agradecimento especial às duas pessoas que me deram colo nos instantes em que, sem esse colo, esse trabalho não teria sido possível. A vocês, pai e mãe. Especialmente a minha mãe que novamente me colocou em seus braços, assim como quando eu era uma criança, me apoiando, me ajudando, me dando todo o suporte de que precisei. Todo esse cuidado foi traduzido no gesto generoso, amoroso e cheio de afeto ao pegar meu filho, meu pequeno tesouro e cuidar dele com todo amor do mundo enquanto eu me debruçava nos momentos finais do desenvolvimento do meu trabalho.

Ao David Scolaro pela amizade, companheirismo e parceria. Pelos cafés, por me ouvir, por acreditar! Mas, sobretudo, por cuidar do nosso filho com tanto amor e cuidado. Que esse amor, essa amizade, para sempre vivam!

Ao meu irmão, José Henrique Lopes. Meu amigo, meu grande companheiro! A você que me deu algo que é incomensurável: o dom da fé! Obrigada por me ensinar que os momentos difíceis são tão pequenos diante do que somos capazes de viver. Meu amor!

A minha irmã, Emanuela Lopes, pelas alegrias, sorrisos, amizade. Pelo amor e cuidados com o nosso pequeno anjo e, sobretudo, por existir!

À minha grande amiga irmã, Cristiane Luiza Salazar Garcia. Amiga, obrigada pela amizade, por me ouvir durante todo esse processo de crescimento pelo qual foi necessário suportar tantos pesares e dificuldades. Você sempre esteve ao meu lado e sempre estará.

De forma especial, aos amigos que estiveram ao meu lado. Todos mereciam uma página inteira, mas aqui seus nomes expressam a imensidão do que representam para mim: Cássia Dias Santos, Thiciane Mary Carvalho Teixeira, Camila Araújo dos Santos, Daniela Camolesi, Rodrigo de Sales, José Eduardo Santarém Segundo. Obrigada pela amizade acadêmica que se convergiu em respeito e afeto pessoal.

Ao meu grande amigo e parceiro profissional que me acompanha mesmo que a distância há anos, sempre, José Luiz Reis Valentim. Sempre me subsidiando com

uma amizade e companheirismo profissional que tanto contribuíram com minhas pesquisas.

Aos colegas membros do Grupo de Pesquisa ICIO/Unesp pelas trocas e possibilidade de aprendizado ao longo desses anos todos. Cada um certamente contribuiu muito com meu desenvolvimento.

À equipe do Programa de Pós-Graduação em Ciência da Informação, em especial à Ana Paula, pela pronta atenção e cuidado com que sempre me recebeu em todas as ocasiões que se fizeram necessárias.

De forma muito carinhosa, a toda equipe do Centro de Convivência Infantil (CCI) do campus da Unesp de Marília pelo carinho com que cuidaram do meu filho, pela forma responsável com que se cercaram dos cuidados necessários para a preservação de sua saúde que requer cuidados especiais. O profissionalismo, o afeto, a generosidade e comprometimento para com uma vida que acaba de iniciar é expresso por vocês a cada dia. Acima de tudo, sou grata pelo respeito com que conduziram a nossa relação, sempre me acolhendo em momentos de correria nas fases mais delicadas, sempre compreendendo cada momento pelo qual meu filho passou. Vocês são anjos para nós

E, não por fim, mas com uma grandiosidade que ultrapassa todo e qualquer agradecimento, a Deus, que me concedeu força e fé para trabalhar e para acreditar haja o que houver. Minha fé é minha fortaleza!

Muito obrigada!

LOPES, E. C. **Construção de conhecimento em governança corporativa**: estudo sobre a criação de valor para tomada de decisão de investidores no mercado de capitais. Marília: Unesp, 2014. 228f. Tese (Doutorado) - Programa de Pós-Graduação em Ciência da Informação - Faculdade de Filosofia e Ciências - Universidade Estadual Paulista (Unesp) - Marília, 2014. Trabalho Financiado pela CAPES.

RESUMO

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro nas últimas duas décadas foi marcado por diversos fatores, entre os quais, a internacionalização dos mercados, o desenvolvimento das empresas no âmbito mundial e o advento das novas tecnologias. Tal desenvolvimento culmina na importância da capitalização empresarial, cujas fontes de recursos tradicionalmente utilizadas vêm sendo aliadas a abertura de capital, que se refere à venda de parte das ações das empresas para um público diverso. Essa modalidade de capitalização traz muitos benefícios para as empresas, contudo, traz também inúmeros deveres, especialmente no tocante a estrutura de propriedade. O foco nessas relações de estrutura de propriedade envolve acionistas controladores e demais acionistas considerando os efeitos oriundos dessas relações, muitas vezes conturbadas. Fazem parte do grupo de acionistas que não estão no controle da empresa, os 'investidores institucionais' aqui apresentados como 'fundos de pensão'; os 'investidores estrangeiros' e os 'investidores individuais' representando os chamados 'pequenos acionistas'. Esses três tipos de investidores atualmente representam 92,78% das operações realizadas em bolsa de valores. Com a criação dos modelos de governança corporativa, essa relação entre as partes passou a ser foco de discussões na busca por um modelo que permita uma aproximação de interesses. A governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de diretrizes que norteiam a atuação das empresas com vistas a propiciar um ambiente regulado que proporcione benefícios para todas as partes envolvidas. Com base em pesquisas anteriores, constatou-se que, os chamados 'pequenos acionistas' em sua maioria desconhecem o valor da governança corporativa, utilizando-se somente de métodos de avaliação comuns a esse mercado. Nessa perspectiva, esta pesquisa busca identificar, primeiramente com base na literatura existente, quais os elementos e indivíduos existentes nesse contexto e como se dá a construção do conhecimento sobre governança corporativa entre os 'pequenos acionistas', bem como se ocorre a utilização de tais modelos como ferramenta para tomada de decisão. Para tal confirmação, realizou-se uma pesquisa empírica do tipo descritiva exploratória, de natureza qualitativa e quantitativa, aplicando-se um questionário estruturado. Para a análise dos dados coletados utilizou-se o método a 'Análise de Conteúdo' proposto por Bardin (1977) como método qualitativo e a 'Análise de Regressão Linear' como método quantitativo, ambos enfocando os princípios fundamentais da governança corporativa: transparência, equidade e prestação de contas. Os resultados obtidos com a amostra selecionada no universo pesquisado revelaram que há de fato uma lacuna em relação ao conhecimento sobre governança corporativa e, por sua vez, não é utilizado para a avaliação do mercado de capitais por este tipo de investidor. Assim, buscou-se propor um modelo conceitual para construção de um portal do conhecimento que, visa contemplar elementos de aprendizagem que poderão suprir

as necessidades dos investidores e, com isso, propiciar a construção de conhecimento sobre governança corporativa.

Palavras-Chave: Governança Corporativa; Gestão Estratégica da Informação; Gestão do Conhecimento; Construção de Conhecimento; Tomada de Decisão; Mercado de Capitais.

LOPES, E. C. **Construction of knowledge in corporate governance:** study on the creation of value for decision making of investors in the capital market. Marilia: Unesp, 2014. 228f. Thesis (PhD Degree) – Post Graduation in Information Science - Faculty of Philosophy and Sciences – Sao Paulo State University (Unesp) - Marilia, 2014. Research Funded by CAPES.

ABSTRACT

The development of the Brazilian capital market in the last two decades has been set by a number of factors such as the market internalization, the worldwide development of companies, and the advent of new technologies. This development scenario culminates in the importance of the entrepreneurial capitalization, whose sources has been traditionally allied to the access to capital, which refers to the sale of part of company shares to a diverse audience. Such capitalization modality offers some benefits to the companies, however, it also brings a number of duties, especially in what concerns property structure. The focus in these structure relations involves controlling and other shareholders considering the effects from these sometimes troubled relationships. As part of the group of shareholders who are not in control of the company, there are the “institutional investors” presented here as “pension funds”, the foreign investors and the individual investors, representing the small shareholders. These three types of investors represent today 92.78% of all operations carried out in the stock market. With the creation of Corporate Governance, this relation is now center of debate in a search for a model to allow the alignment of interests. The corporate governance can be understood as a set of guidelines to the operation of the companies in order to provide benefits to every part involved. Based in previous researches, it was found that most part of the “small shareholders” are not familiar with the value of corporative governance and use only methods of assessment common to this market. In this perspective, the present research is aimed at identifying, firstly based on the literature existent, the elements and individuals taking part of this context and how the construction of knowledge about corporative governance “small shareholders”, as well as how such models are used as tool in the decision-making process. To confirm this, carried out an empirical study of exploratory descriptive, qualitative and quantitative, using a structured questionnaire. For the qualitative analysis used the method 'Content Analysis' proposed by Bardin (1977) and for the quantitative analysis used the method 'Linear Regression Analysis', both focusing on the fundamental principles of corporate governance: transparency, fairness and accountability. The results obtained with the group selected revealed that there is indeed a gap in the knowledge about corporate governance and, in turn, isn't used for the assessment of capital markets for this type of investor. Thus, attempted to propose a conceptual model for building a knowledge portal which aims to encompass elements of learning that can meet the needs of investors and thereby foster the construction of knowledge about corporate governance.

Keywords: Corporate Governance; Strategic Information Management; Knowledge Management; Knowledge Construction; Decision-Making; Capital Market.

LISTA DE FIGURAS

		P.
Figura 1	- Criação do conhecimento como resultado de processos organizacionais.....	70
Figura 2	- Ciclo da tomada de decisão de investidores em situação de risco	74
Figura 3	- Processo de gestão integrada da informação e do conhecimento no âmbito da governança corporativa.....	89
Figura 4	- Geração, registro e mediação da informação.....	101
Figura 5	- Coleta, tratamento, uso e disseminação da informação pela área de RI.....	108
Figura 6	- Fluxo informacional no âmbito do mercado de capitais...	112
Figura 7	- Modelo conceitual de portal do conhecimento.....	191

LISTA DE GRÁFICOS

	P.
Gráfico 1 - Oferta pública de ações de empresas brasileiras.....	40
Gráfico 2 - Participação por tipo de investidor.....	43
Gráfico 3 - Participação por sexo.....	125
Gráfico 4 - Participação por idade.....	127
Gráfico 5 - Participação por nível de escolaridade.....	128
Gráfico 6 - Participação por perfil de investidor.....	129
Gráfico 7 - Utilização da Internet.....	131
Gráfico 8 - Acesso a informações sobre empresas.....	133
Gráfico 9 - Acesso ao <i>website</i> das empresas.....	134
Gráfico 10 - Mecanismos de análise.....	136
Gráfico 11 - Coleta de informações no <i>website</i> das empresas.....	138
Gráfico 12 - Nível de compreensão quanto às informações disponíveis no <i>website</i> das empresas.....	139
Gráfico 13 - Orientações sobre governança corporativa.....	141
Gráfico 14 - Participação em reuniões públicas.....	143
Gráfico 15 - Participação em assembleias gerais.....	146
Gráfico 16 - Relevância do <i>tag along</i>	148
Gráfico 17 - Relevância das ações ON.....	150
Gráfico 18 - Relevância da política de pagamento de dividendos.....	151

Gráfico 19	- Relevância do conselho de administração.....	153
Gráfico 20	- Relevância da política de remuneração dos executivos.....	155
Gráfico 21	- Atuação de executivos e acionistas majoritários.....	156
Gráfico 22	- Utilização de <i>fact sheet</i>.....	159
Gráfico 23	- Utilização de demonstrações financeiras.....	161
Gráfico 24	- Utilização das informações anuais.....	163
Gráfico 25	- Utilização das informações trimestrais.....	165

LISTA DE QUADROS

	P.
Quadro 1 - Distribuição, disseminação e transferência de informação.....	28
Quadro 2 - Informação e conhecimento.....	58
Quadro 3 - Informação relevante por setor empresarial.....	62
Quadro 4 - Informação relevante por tipo de fonte informacional.....	64

LISTA DE TABELAS

	P.
Tabela 1 - Participação dos investidores.....	44
Tabela 2 - Carteira consolidada de investimentos de fundos de pensão.....	48
Tabela 3 - Índices de determinação R2.....	169
Tabela 4 - Variável dependente - em relação à utilização da Internet	171
Tabela 5 - Variável dependente - meio de acesso às informações sobre empresas nas quais costuma investir.....	171
Tabela 6 - Variável dependente - em relação aos <i>websites</i> das empresas nas quais costuma investir.....	172
Tabela 7 - Variável dependente - contribuição do <i>website</i> da empresa na coleta de informações.....	173
Tabela 8 - Variável dependente - linguagem utilizada no <i>website</i>	174
Tabela 9 - Variável dependente - orientação sobre utilização dos instrumentos de governança corporativa.....	175
Tabela 10 - Variável dependente - participação em reuniões com investidores.....	176
Tabela 11 - Variável dependente - participação em assembleias.....	177
Tabela 12 - Variável dependente - <i>tag along</i> como fator para tomada de decisão.....	178
Tabela 13 - Variável dependente - ações ON (ordinárias) como fator para tomada de decisão.....	179
Tabela 14 - Variável dependente - política de pagamento de dividendos.....	180
Tabela 15 - Variável dependente - escolha do Conselho de Administração.....	181

Tabela 16	- Variável dependente - política de remuneração de executivos.....	181
Tabela 17	- Variável dependente - mecanismos que coíbam a tomada de decisão que favoreça executivos e acionistas majoritários.....	182
Tabela 18	- Variável dependente - utilização do <i>fact sheet</i>.....	183
Tabela 19	- Variável dependente - utilização das demonstrações financeiras.....	184
Tabela 20	- Variável dependente - utilização dos relatórios anuais.....	184
Tabela 21	- Variável dependente - utilização dos relatórios trimestrais.....	185

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRAAP	- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
ABRASCA	- Associação Brasileira das Companhias Abertas
ANBIMA	- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
BOVESPA	- Bolsa de Valores de São Paulo
BM&FBOVESPA	- Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CDB	- Certificado de Depósito Bancário
CEO	- <i>Chief Executive Officer</i>
CI	- Ciência da Informação
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
DFP	- Demonstração Financeira Padronizada
DRE	- <i>Demonstração do Resultado do Exercício</i>
EUA	- Estados Unidos
FEBRABAN	- Federação Brasileira dos Bancos
GC	- Gestão do Conhecimento
GI	- Gestão da Informação
GIE	- Gestão da Informação Estratégica
IAN	- Informações Anuais
IBGC	- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOPE	- <i>Instituto Brasileiro de Opinião Pública e Estatística</i>

IBRI	- Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
IFRS	- International Financial Reporting Standards
IGC NM	- Índice de Ações com Governança Corporativa Novo Mercado
ITAG	- Índice de Ações com <i>Tag Along</i>
ITR	- Informe Trimestral
NACD	- <i>National Association of Corporate Directors</i>
OCDE	- Organização para a Cooperação Econômica e Desenvolvimento
OECD	- <i>Organization for Economic Co-Operation and Development</i>
ON	- Ações ordinárias
RI	- Relações com Investidores
TIC	- Tecnologias de Informação e Comunicação
US GAAP	- United States Generally Accepted Accounting Principles

SUMÁRIO

	P.
1 INTRODUÇÃO.....	23
2 MERCADO DE CAPITAIS COMO FONTE DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS.....	35
2.1 Tipos de Investidores Atuantes no Brasil.....	42
2.1.1 <i>Fundos de Pensão.....</i>	45
2.1.2 <i>Investidores Estrangeiros.....</i>	49
2.1.3 <i>Investidores Pessoa Física.....</i>	51
3 INFORMAÇÃO E CONHECIMENTO NO CONTEXTO EMPRESARIAL.....	56
3.1 Especificidades Informacionais das Empresas de Capital Aberto e os Processos de Construção de Conhecimento dos Investidores.....	66
4 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	78
4.1 Governança Corporativa como Ferramenta para a Tomada de Decisão.....	88
4.2 Ativismo dos Investidores e o Desenvolvimento dos Modelos de Governança Corporativa.....	93
4.2.1 <i>Investidor Institucional.....</i>	93
4.2.2 <i>Investidor Estrangeiro.....</i>	96
4.2.3 <i>Investidor Pessoa Física.....</i>	98
5 MECANISMOS E AGENTES NA MEDIAÇÃO DA INFORMAÇÃO.....	100
5.1 Evidenciação Contábil (<i>Disclosure</i>).....	101
5.2 Arquitetura da Informação nos <i>Websites</i> de Empresas com Capital Aberto.....	105
5.3 Sociedades Corretoras de Valores como Mediadoras da Informação	110
6 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	115
6.1 Procedimentos de Coleta de Dados.....	120
6.2 Procedimentos de Análise de Dados.....	121
7 ANÁLISE E APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS.....	124
7.1 Análise de Conteúdo.....	124
7.1.1 <i>Categoria: perfil dos respondentes.....</i>	125
7.1.2 <i>Categoria: transparência.....</i>	137
7.1.3 <i>Categoria: equidade.....</i>	148
7.1.4 <i>Categoria: prestação de contas.....</i>	158
7.2 Análise de Regressão Linear.....	166
7.3 Inferências Gerais e Proposta de Modelo Conceitual.....	186

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	194
REFERÊNCIAS.....	199
APÊNDICES.....	209
APÊNDICE A – Questionário.....	210
APÊNDICE B – Carta de apresentação da pesquisa.....	217
ANEXOS.....	218
ANEXO A – Lista de Empresas do IGC-NM.....	219
ANEXO B – Lista de Empresas do ITAG.....	223
ANEXO C – Registro de respostas do questionário.....	228

1 INTRODUÇÃO

Na economia capitalista o financiamento empresarial se configura como determinante para a viabilização do desenvolvimento empresarial e, conseqüentemente, para o desenvolvimento econômico dos países. Para Souza (2005, p.7) o desenvolvimento econômico de um país pode ser determinado pelo nível de atividade de suas empresas, isso porque os pilares da economia de cada nação se alicerçam na eficiência empresarial, especialmente as constituídas como sociedades anônimas de capital aberto. Essa eficiência se traduz por meio da capacidade de produção e de geração de empregos, que decorre diretamente da aptidão das empresas em financiar seus investimentos visando à redução de custos e melhoria da qualidade de seus produtos e serviços.

Contudo, a utilização de financiamentos, como forma de canalizar recursos para investimento, depende fundamentalmente da fonte e de como esses recursos serão aplicados nas empresas. Em geral, as modalidades utilizadas são oriundas de produtos de financiamentos existentes no mercado financeiro ou advindos da emissão de ações, por meio da abertura de capital.

A alternativa de financiamento utilizando-se a emissão de ações ocorre com o aumento do capital próprio e admissão de novos sócios. É uma fonte de recursos que não possui limitação, uma vez que, enquanto a empresa possuir projetos viáveis e rentáveis, os investidores terão interesse em financiá-los. Os recursos dos sócios investidores, assim como o dinheiro que o empresário aplicou no empreendimento, não têm prazo de validade ou de resgate. Também, diferentemente de empréstimos, não exigem rendimento definido, visto que o retorno dos investidores depende do desempenho da empresa (BM&FBOVESPA, 2009, p.10).

Nessa perspectiva, essa modalidade de financiamento depende, fundamentalmente, da confiança dos investidores em relação à empresa, uma vez que estes devem considerar a avaliação de risco em relação ao provável retorno. Destacam-se nesse âmbito, as políticas de proteção legal dos interesses dos acionistas que não fazem parte do poder de controle das empresas, considerando-se especialmente os investidores individuais, conhecidos como 'pequenos acionistas' ou 'investidor pessoa física', além dos direitos de propriedade e da redução de assimetria informacional entre o poder de controle e demais partes. Por

assimetria informacional, entende-se a diferença entre as informações que são de acesso dos acionistas majoritários, dos conselheiros e gestores, em relação às informações que os demais acionistas têm. Essa diferença é capaz de causar uma disparidade informacional grave, o que pode influenciar no exercício de direitos, bem como no retorno dos investimentos, especialmente do pequeno investidor.

Nesse contexto, surge a governança corporativa que se refere a um conjunto de mecanismos que visam aumentar a segurança dos investidores. A governança corporativa utiliza, principalmente, o conceito de transparência na prestação de informações, ou seja, a disseminação clara, consistente e confiável de resultados, perspectivas e de um conjunto amplo envolvendo atos e fatos relevantes relacionados à empresa. Entendemos como sendo atos ou fatos relevantes “[...] todos os atos e fatos ocorridos nos negócios da companhia ou de suas controladas, inclusive decisões do acionista controlador e deliberações da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia” (ABRASCA, 2007, p.9).

A transparência na disseminação de informações é um dos princípios básicos das boas práticas de governança corporativa, sendo considerado um dos aspectos relevantes que contemplam esse modelo de gestão. Desse modo, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) esclarece que,

Mais do que a obrigação de informar e o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem a criação de valor (IBGC, 2010, p.19).

A importância decorre do fato de que os investidores necessitam de um amplo conjunto de informações relativos às empresas para a tomada de decisão. Portanto, a disseminação de informações consistentes, confiáveis, claras e precisas, gera nos investidores a possibilidade da construção de conhecimento necessário para se basearem e, desse modo, optarem pela melhor alternativa, tomando assim decisões mais assertivas. Para Fama (1970, p.388), um mercado pode ser considerado eficiente quando os preços dos ativos refletem as informações disponíveis.

A informação é, sem dúvida, o insumo fundamental para os participantes do mercado de capitais, uma vez que é realizando a avaliação de um conjunto de informações que esses participantes constroem o conhecimento essencial para suas

decisões de investimentos. Sendo assim, é fundamental destacar a importância da construção de conhecimento por parte dos investidores no que tange a esse mercado, porquanto grande parte dos investidores não possui formação profissional para atuar, além de não disporem de recursos que possibilitem a contratação de serviços de análise. Desse modo, se configuram como pessoas comuns, pertencentes ao universo consensual, que utilizam durante o processo de análise o conhecimento adquirido com a apropriação das informações que estiverem dispostas com maior facilidade de acesso e menor custo.

Tanto nesse contexto quanto em qualquer outro, evidencia-se que a informação é relevante para a construção de conhecimento, pois é a partir do momento em que o indivíduo se satisfaz com as informações acessadas e apropriadas, teoricamente está mais bem preparado para tomar a melhor decisão. Para Castells (2005) no novo tipo de economia a fonte fundamental de desenvolvimento se encontra na habilidade de obter novos conhecimentos e aplicá-los a cada espaço das atividades humanas, por meio de procedimentos vinculados a informação.

Quanto à construção e compartilhamento do conhecimento no âmbito da governança corporativa, percebe-se em relação a uma parcela de investidores que, não se dá a devida importância ao tema, ou que esse aspecto se encontra de certo modo relegado. Além disso, observa-se que os modelos de governança corporativa são empregados pelas empresas, contudo não são apresentados de modo que todos os participantes do mercado os percebam como componente capaz de agregar valor às análises realizadas. Esse fato decorre da percepção em relação ao comportamento dos distintos tipos de investidores, basicamente formados por três categorias que atualmente representam a maior parcela de participantes no mercado de capitais brasileiro. Segundo a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) (2013a), no início de agosto os investidores estrangeiros foram responsáveis por 44,87% dos negócios realizados, enquanto os investidores pessoa física tiveram participação correspondente a 16,05% e investidores institucionais responsáveis por 31,86% das operações.

Essa diversidade de participantes leva o mercado a uma espécie de seleção natural, que pode influenciar sobremaneira na diversidade de poder de acesso às informações. Essas características dizem respeito ao poder aquisitivo de grandes investidores que, em detrimento dos investidores pessoa física/individual, possuem

maiores condições de acesso às informações. Esse fato incorre inclusive no conhecimento diverso sobre os padrões de governança corporativa, uma vez que atualmente tem-se um cenário de desconhecimento de grande parte dos pequenos investidores em relação a esses conceitos, enquanto que o conhecimento dos grandes investidores é perceptivelmente superior. Tal afirmativa está baseada em percepção ao longo de anos de atuação desta pesquisadora como profissional do mercado de capital, além do acompanhamento feito durante o período desta pesquisa. Dessa maneira, supõe-se que, os grandes investidores avaliam conceitos sobre governança corporativa, uma vez que esses são considerados no momento em que optam pelas empresas nas quais vão investir. O que não ocorre com os pequenos investidores, inquietação essa que nos moveu rumo ao desenvolvimento deste trabalho.

Embora a análise comparativa entre os participantes desse mercado não seja o foco deste trabalho, cumpre salientar que essa realidade demonstra uma sensível diferença entre pequenos e grandes investidores. Esse fato ocorre tanto porque os pequenos investidores não têm acesso a agências de risco e analistas especializados, quanto porque são pouco ativos no que tange a participação em assembleias e reuniões das empresas em que investem. Além disso, observou-se no decorrer desta pesquisa, que há certo desinteresse por parte dos próprios investidores de menor porte. Enquanto os investidores maiores buscam formas de utilizar a governança como ferramenta de avaliação, os pequenos são avessos, até mesmo, a pesquisas relacionadas ao tema, fato comprovado também nesta pesquisa e que será apresentado nos resultados.

Pode-se também afirmar que esses fatores possam estar demonstrando um fraco posicionamento das empresas frente à adoção de mecanismos que, de fato, contribuam para a construção de conhecimento por parte de pequenos investidores. Do mesmo modo, considera-se que a falta de interesse desse grupo de investidores em recorrer a essa fonte de informação que faz parte dos mecanismos de governança corporativa, seja pela falta de estímulo ao aprendizado sobre o tema. Essa primeira postura pode estar relacionada ao interesse das empresas pelos grandes investidores, representados por estrangeiros e institucionais acima descritos. Percebe-se que grande parte das empresas possui foco sobre os grandes investidores, pois compreende que estes atribuem grande valor na obtenção de informações criando com isso grande vantagem nas tomadas de decisões, fato que

é confirmado por Mahoney (2009, p.12) ao destacar que para a empresa, o essencial no relacionamento com investidores é

[...] a criação da vantagem da informação para aqueles investidores que têm ou que terão a maior influência na determinação do valor da empresa medido pelo preço da ação [...] O objetivo de uma empresa e de seus profissionais de RI é estar engajado numa eficaz criação de relacionamentos com o maior número de investidores poderosos que orientem a valorização.

Por outro lado, observou-se também nesta pesquisa, o fraco posicionamento dos pequenos investidores enquanto acionistas. A busca por informações sobre o tema governança corporativa é relegada pelos mesmos, que se limitam a informações mais técnicas e rápidas. Mediante esse contexto de diversidade de posicionamento frente aos benefícios da governança corporativa, se tornam fundamentais os estudos acerca do posicionamento das empresas frente a essa diversidade, quando da implantação dos modelos de governança corporativa. Mais importantes ainda são as pesquisas que podem fundamentar tais ações, considerando a gestão da informação e a construção de conhecimento sobre o tema. Ademais, pesquisas que apontam o posicionamento dos pequenos investidores nesse contexto são poucas, porém necessárias para que seja possível compreender de que forma os modelos de governança podem beneficiar a todos os investidores indistintamente.

Considera-se que, a Ciência da Informação tem demonstrado capacidade teórica para responder as inquietações referentes às informações geradas pelas empresas e, também, pelo conhecimento construído mediante a apropriação dessas informações. Neste campo científico, mais especificamente em seu arcabouço teórico, é possível identificar as bases referenciais apropriadas ao debate de tais fenômenos no contexto organizacional. Nesse sentido, foi fundamental a inserção do tema relativo aos modelos de governança corporativa no campo da Ciência da Informação, com o propósito de promover a construção de base fundadora necessária para uma pesquisa sobre os efeitos da gestão da informação e construção de conhecimento nesses modelos.

A Ciência da Informação deve se preocupar com os fenômenos que dizem respeito à gestão do conhecimento considerando-se que a informação é insumo fundamental no processo de construção do conhecimento, pois se acredita que este só é, de fato, um conhecimento conhecido quando explicitado de alguma forma.

Essa dualidade, portanto, faz parte da vida humana, sem a qual não seríamos o que somos (VALENTIM, 2008, p.6).

O estudo dos efeitos da gestão do conhecimento se mostrou fundamental no processo de análise do objeto de estudo desta pesquisa, uma vez que as empresas realizam a gestão de informações relevantes com vistas a transmiti-las ao mercado. A gestão da informação nesse contexto deve ser baseada nos padrões de governança corporativa e espera-se que, com isso, seja construído conhecimento que irá subsidiar as decisões dos investidores.

Considerando-se que as empresas realizam a compilação de dados e informações que irão compor os inúmeros relatórios que são legalmente obrigatórios, destaca-se que tais ações se constituem, quando do envio para os públicos de interesse, em um processo de disseminação da informação compreendendo-o a partir dos conceitos de Valentim (2006) (Quadro 1).

Quadro 1: Distribuição, disseminação e transferência de informação.

Distribuição	Disseminação	Transferência
<p>Simple envio de dados</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Requer seleção, mas não requer análise ▪ Não existe preocupação com a linguagem utilizada ▪ Não existe preocupação com o público que irá acessar ▪ Não existe preocupação se o público irá usar 	<p>Informação com relevância e propósito</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Requer seleção, filtragem e análise ▪ Existe preocupação com a linguagem utilizada ▪ Existe preocupação com formato utilizado ▪ Existe preocupação com o público que irá acessar ▪ Existe preocupação se o público irá usar 	<p>Informação com relevância, propósito e valor agregado</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Requer seleção, filtragem, análise, contextualização e agregação de valor ▪ É necessário conhecer e interagir com o público constantemente ▪ O público usuário é acompanhado quanto ao acesso e uso, bem como quanto à geração de novos conhecimentos

Fonte: Valentim – 2006 – p.17.

As informações oriundas das empresas, embora não possuam uma linguagem constituída de características de interação com o usuário e, tampouco acompanhamento do público que as utilizam, podem ser consideradas informações dotadas de relevância e propósito. Desse modo, para fins de inserção e condução terminológica no decorrer deste trabalho, doravante será empregada a concepção de Valentim (2003) de “*disseminação*” ao se descrever os processos informacionais existentes nas empresas e voltados aos seus usuários.

Se as ações realizadas para a recuperação, organização, tratamento e disseminação da informação têm um propósito, um contexto, um público que são o foco de tais ações, é impossível que não sejam realizados estudos acerca dos fenômenos relacionados à compreensão, apreensão e uso da informação por parte dos indivíduos cognoscentes. Destacamos que a gestão do conhecimento se preocupa com isso e desenvolve metodologias que abrangem todos esses aspectos (VALENTIM, 2008).

As empresas passam a perceber que o próprio desempenho depende da capacidade organizacional em dar sentido ou influenciar um determinado contexto, renovando os objetivos e reconsiderando as novas condições. A capacidade de adaptação a um ambiente dinâmico e complexo requer que a empresa seja capaz de criar significado para sua existência (CHOO, 2003).

Desse modo, defende-se que para o efetivo estabelecimento de padrões de gestão do conhecimento, considerando-se os investidores com todas as suas diversidades de perfil e poder econômico, é necessário que a empresa primeiramente procure uma compreensão acerca de qual informação é relevante para esse público, de acordo com os próprios objetivos e valores e, ainda, de acordo com as especificidades inerentes a cada tipo de investidor. Os recursos e fatores organizacionais considerados nos modelos de governança corporativa, aliados aos interesses que a organização possui em relação às necessidades dos vários tipos de investidores irão indicar os conhecimentos essenciais.

As pesquisas acerca do comportamento dos investidores frente às possibilidades de construção de conhecimento sobre o tema governança corporativa se apresentam como fonte valiosa, capaz de fomentar o desenvolvimento de conceitos sobre o tema nos contextos científico e organizacional. Tal afirmação se baseia na possibilidade de se propor elementos que contribuam com uma maior interação da empresa com seus acionistas, considerando não somente os grandes investidores que possuem suporte para interpretar informações complexas, mas também os investidores que possuem menos recursos. Entende-se que isso poderá possibilitar a construção do conhecimento nesses indivíduos e, por consequência, a criação de valor para a tomada de decisão no âmbito do mercado de capitais.

Evidencia-se, portanto, como problema fundador para esta pesquisa, o fato de que as discussões sobre governança corporativa partem de estudos que discutem de que maneira os mecanismos de governança influenciam o desempenho das

empresas e o valor das ações, conforme Berle e Means (1932), Coase (1937), Jensen e Meckling (1976), Kappler e Love (2002), Silva (2002), Silveira (2002). Em essência, a preocupação básica de grande parte das pesquisas é descobrir se o desempenho das empresas é determinado por mecanismos internos ou externos vinculados a governança corporativa. Contudo, são raras as pesquisas que indiquem o valor da informação sobre o tema no processo de construção de conhecimento do investidor, bem como de que forma esse conhecimento sobre os padrões de governança corporativa podem influenciar suas decisões de investimento.

Após a realização da pesquisa de mestrado, cujo objetivo foi analisar os processos de gestão da informação em empresas pertencentes ao Novo Mercado, se observou a existência de uma postura pouco ativa por parte das empresas, no que se refere à oferta de subsídios para a construção de conhecimento no âmbito da governança corporativa para determinada parcela de investidores. Essa parcela corresponde ao investidor pessoa física ou investidor individual, nos pareceu não possuir conhecimento sobre os benefícios da utilização dos mecanismos de governança corporativa, que compreende um conjunto de informações relevantes para o processo de tomada de decisão nesse mercado. Observou-se, portanto, que os investidores individuais não estão utilizando as informações quanto ao emprego de tais mecanismos, seus objetivos e especialmente os benefícios que os modelos de governança corporativa podem trazer.

Destaca-se que, o conceito de valor pode aqui ser entendido como o incremento de subsídios para a realização de análises, porquanto se acredita que à medida que um investidor possui melhores condições para realização de análises para suas tomadas de decisões, tais ações estão sendo adicionadas de valor. Ao obter maior quantidade de informações, desde que sejam dotadas de relevância, tempestividade e linguagem familiar, o investidor é capaz de agregar valor as duas análises. Sendo assim, os elementos de governança corporativa não se configuram tão somente como mecanismos que podem solucionar possíveis conflitos entre as partes, mas também são importantes promotores de valoração de análises.

Nesse contexto, justificamos, portanto, a escolha da abordagem dada a esta pesquisa, considerando que a maior parte dos estudos analisa individualmente as possíveis influências de mecanismos de governança corporativa, como conflitos entre controle e propriedade; postura de diretores e conselhos de administração; estrutura de capital; indicadores financeiros e contábeis; impactos no valor das

ações a um dado padrão de governança. Desse modo, se assume na maioria dos estudos, tendo sido citados apenas alguns exemplos acima, a importância da avaliação dos mecanismos de governança corporativa enquanto fator dependente ou independente no que tange ao desempenho das empresas. É possível, entretanto, que alguns mecanismos de governança ou a qualidade desta empregada pelas empresas, possam considerar a construção de conhecimento em governança por todos os participantes do mercado como uma forma de elevar o grau de subsídios para a tomada de decisão.

A escolha do tema da pesquisa foi orientada pelos critérios de importância e originalidade propostos por Martins (2002, p.20) que afirma que um tema será importante quando estiver ligado a uma questão que polariza ou afeta um importante segmento da sociedade. Portanto, destacamos que o tema governança corporativa possui implicações sobre o mercado de capitais que é uma importante fonte de captação de recursos para as empresas, o que também contribui com o desenvolvimento econômico do país.

No que diz respeito à originalidade, Martins (2002, p.21) destaca que um tema é original quando há indícios de que seus resultados podem surpreender. Nessa perspectiva, o cerne desta pesquisa foi avaliar o grau de conhecimento sobre governança corporativa por parte de pequenos investidores, o que pode estimular um maior questionamento das abordagens de pesquisas atuais sobre o tema, na medida em que esta pesquisa considera a construção de conhecimento como instrumentos de criação de valor. Desse modo, buscamos avaliar algumas possíveis condicionantes que pudessem estar ou não atreladas à construção de conhecimento sobre o tema, entre as quais, perfil do investidor, acesso às informações via *web*, conhecimento sobre ferramentas existentes nos modelos de governança corporativa, como: relatórios financeiros, informações contábeis, informações sobre estrutura de propriedade, informações sobre assembleias e reuniões públicas.

Como diretrizes para busca de solução dos problemas que originaram essa proposta de pesquisa, destacamos que essa investigação estará voltada para a procura de evidências que comprovem, sustentem ou refutem as afirmativas apresentadas nas seguintes hipóteses:

H₁ – Existe uma parcela de investidores pessoa física/individual que não utiliza a governança corporativa como instrumento de análise no processo de tomada de decisão.

H₂ – O pouco conhecimento por parte dos investidores pessoa física/individual sobre governança corporativa ocorre pela falta de disseminação adequada de informações sobre esses mecanismos e seus benefícios para o processo de tomada de decisão.

H₃ – Existe um relacionamento significativo entre a construção de conhecimento em governança corporativa, desempenho e valor das análises sobre as empresas por parte dos investidores pessoa física/individual.

Visando contribuir com o desenvolvimento de pesquisas na área, bem como propor alternativas para a melhor otimização de recursos informacionais para os agentes atuantes no mercado de capitais, esta pesquisa tem como objetivo geral avaliar o grau de conhecimento sobre os mecanismos de governança corporativa de investidores pessoa física/individual, considerando se tais mecanismos podem exercer influência nas decisões de investimentos nessa parcela de investidores. Para tanto, buscou-se investigar as bases teóricas com a finalidade de se construir uma fundamentação que pudesse amparar os elementos das hipóteses levantadas ou refutá-las. Posteriormente, realizou-se uma pesquisa de campo com o propósito de levantar características desse tipo de investidor, bem como as informações utilizadas para avaliação das empresas e, sobretudo, a importância dada para as informações sobre o tema governança corporativa. Posteriormente, buscou-se a proposição de um modelo conceitual que pudesse indicar ações para o aprendizado por meio de ambiente *web*.

Tais objetivos foram construídos com base em uma sequência dada ao trabalho anteriormente desenvolvido pela pesquisadora, que buscou identificar os elementos da gestão estratégica da informação existentes em empresas que possuem nível de governança corporativa. A pesquisa demonstrou que grande parte das empresas fornece um fluxo de informações, porém se limita ao caráter legal, não apresentando grandes esforços no fornecimento de informações de caráter voluntário, o que cria um cenário em que os acionistas individuais são menos privilegiados, devido à falta de conhecimento e limitações quanto ao acesso (LOPES, 2010, p.132).

O presente estudo se firmou na investigação do tipo descritiva exploratória. No que se refere à abordagem, esta pesquisa é de natureza qualitativa e quantitativa. Como universo de pesquisa, considerou-se os investidores cadastrados em uma Sociedade Corretora, cujo acesso se baseou em uma amostra

intencional apresentada na Seção 5 e que nos conduziu a um escritório de investimentos do qual se obteve uma população de 1.000 (um mil) investidores.

Os levantamentos foram realizados com base em um questionário estruturado com questões fechadas divididas estrategicamente em 5 (cinco) seções: quanto ao perfil; quanto à transparência; quanto à equidade; quanto à prestação de contas, além de uma seção com questões gerais que buscaram investigar a percepção do respondente sobre a visão de si enquanto conhecedor da governança corporativa.

A estruturação deste trabalho contempla, além do presente capítulo, as seguintes seções:

Na Seção 2 apresentamos a temática '**Mercado de capitais como fonte de captação de recursos**', cujo conteúdo contextualiza os elementos que constituem a base dos conceitos sobre abertura de capital, formas e objetivos que levam as empresas a optarem por esse tipo de captação de recursos. Além disso, destacamos o atual panorama do mercado de capitais no Brasil, bem como os principais tipos de investidores atuantes nesse contexto.

A Seção 3 explora a '**Gestão do conhecimento no contexto empresarial**', abordando os principais conceitos acerca da gestão do conhecimento nesse contexto, destacando os elementos da gestão estratégica da informação que conduz à gestão do conhecimento eficiente. Exploramos os diferentes contextos de construção de conhecimento que dizem respeito aos processos organizacionais. Buscamos também evidenciar os principais elementos que promovem a especificidade informacional observada nas empresas de capital aberto, bem como os processos de construção de conhecimento dos investidores atuantes nesse mercado.

A Seção 4 apresenta a '**Governança corporativa no Brasil**', destacamos os principais pontos que constituem os modelos de governança corporativa existentes no Brasil, bem como suas bases fundadoras. Apresentamos também uma descrição quanto às contribuições da governança corporativa, enquanto provedora de modelos e ferramentas nos processos de tomada de decisão dos investidores. Além disso, buscamos apresentar as distintas posturas e comportamentos dos distintos tipos de investidores atuantes nesse mercado. Apresentamos os elementos sobre as necessidades informacionais e a competência em informação para a construção de conhecimento e acesso às informações sobre governança corporativa.

Na Seção 5 '**Mecanismos e agentes na mediação da informação**' são descritos os conceitos sobre evidenciação contábil (*disclosure*), considerando ser esse um dos pilares que se coaduna com os conceitos de transparência e são tidos como os elementos de maior dificuldade de interpretação pelos investidores; a arquitetura da informação nos *websites* de empresas com capital aberto, considerando o amplo destaque dado ao suporte de armazenamento de informações sobre as empresas, qual seja, o ambiente *web* das mesmas, bem como a proposta de modelo conceitual estar baseada no uso desse ambiente como suporte; Sociedades Corretoras de Valores como mediadoras da informação, considerando serem esses agentes os mediadores não só em se tratando de suporte operacional relativo aos processos de compra e venda de ações, mas também enquanto mediadores da informação nesse contexto.

A Seção 6 '**Procedimentos metodológicos**' evidencia a estrutura metodológica empregada para a realização da pesquisa, a elaboração dos instrumentos de coleta de dados, considerando a tipologia, abordagem, universo de pesquisa, população alvo e sujeitos da pesquisa, técnicas aplicadas a coleta de dados, procedimentos para a análise dos dados e informações coletados na pesquisa de campo.

A Seção 7 se refere a '**Análise e apresentação dos resultados**', cujo conteúdo apresenta as análises dos dados coletados amparadas nos resultados oriundos da aplicação questionário, sendo a análise qualitativa realizada a partir da aplicação do método 'Análise de Conteúdo' de Bardin (1977) e a análise quantitativa realizada a partir da aplicação do método 'Análise de Regressão Linear'.

Na Seção 8 apresentamos as '**Considerações finais**' desta pesquisa, seguida das referências que subsidiaram a construção teórica, bem como dos apêndices e anexos utilizados para a pesquisa de campo e registros da pesquisa.

2 MERCADO DE CAPITAIS COMO FONTE DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS

As últimas décadas vêm sendo marcadas por um forte avanço na esfera mundial, sendo que é possível afirmarmos que a base principal dessas transformações está no constante desenvolvimento do meio empresarial. Em decorrência de tantos avanços vinculados a uma série de inovações, crescente demanda por novas tecnologias e emergência por avanço, muitas empresas vem sendo levadas a se preocuparem, cada vez mais, com a própria sobrevivência. Sob essa perspectiva, as empresas buscam oportunidades para se destacarem e sobreviverem em um mercado altamente competitivo e com consumidores mais exigentes tanto com a oferta de novos produtos e serviços, quanto com a qualidade dos mesmos.

Em razão disso, é possível considerar-se que o processo de crescimento de uma nação está alicerçado no nível de atividade empresarial nele existente. Isso porque, é a capacidade de produção e de geração de empregos decorrentes diretamente da atividade empresarial, que promovem o desenvolvimento da sociedade de um modo geral. Desse modo, pode-se afirmar que o meio empresarial se desenvolve mediante a aptidão de uma empresa de financiar adequadamente seus investimentos, visando à redução de custos e melhoria da qualidade de seus produtos e serviços e conseqüente crescimento (GARCIA, 2005).

As empresas, de um modo geral, invariavelmente precisam de recursos financeiros, seja no início de suas atividades, ou no decorrer de seu processo de desenvolvimento e, especialmente em momentos de crise. Em geral, os recursos que compõem sua estrutura inicial advêm da integralização de recursos próprios ou da busca por financiamentos externos encontrados nas inúmeras modalidades de empréstimos existentes no mercado bancário. São essas também as alternativas de que dispõe o meio empresarial quando a empresa precisa investir em desenvolvimento, seja com a expansão de seu parque industrial, seja com investimentos em tecnologia e inovação ou, ainda, com a contratação de profissionais. Também é comum que se busque recursos no sistema financeiro tradicional, quando a empresa passa por alguma adversidade representada pelo aumento considerável de seus passivos.

Embora o meio empresarial seja considerado por muitos como um promotor do desenvolvimento tanto tecnológico quanto econômico, ainda há divergências de que seja ele um dos mecanismos promotores de tal desenvolvimento. Contudo, evidências apontam para uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Inclusive, há evidências de que o nível de desenvolvimento financeiro seja um bom prognóstico futuro do crescimento econômico, da acumulação de capital e da mudança tecnológica futura (LEVINE, 1997).

De qualquer modo, é importante destacar que os processos de desenvolvimento organizacional nem sempre são previsíveis, o que torna as empresas suscetíveis a mudanças que podem causar uma queda nos resultados, fato que interfere sobremaneira na redução de passivos. Desse modo, o financiamento empresarial consiste em um grande desafio, especialmente os advindos do sistema financeiro tradicional, com suas modalidades de empréstimos empresariais. Tais instrumentos clássicos de financiamento não raro sofrem com o não pagamento nos casos em que as empresas passam por períodos de queda nos lucros ou até mesmo prejuízo. Essa possibilidade é inerente a qualquer setor produtivo e pode ocorrer em empresas de todo porte e setor de atuação.

Em decorrência dessa necessidade crescente de investimento, assim como também se faz necessária a busca por formas alternativas de captação de recursos, as empresas vêm, ao longo dos últimos quinze anos, considerando a abertura de capital como sendo uma possibilidade vantajosa na corrida por recursos vitais para a própria sobrevivência ou desenvolvimento. Essa necessidade de elevação da base de capital como forma de suportar tais investimentos muitas vezes pesados, não permite as grandes empresas se valerem somente dos mecanismos de financiamento convencionais. Nessa perspectiva, as empresas recorrem ao mercado de capitais como uma fonte alternativa e sustentável de captação de recursos financeiros (LOPES, 2010).

Atualmente, o mercado de capitais se configura com um dos mais importantes e eficientes mecanismos de captação de recursos para as empresas. Como a captação de recursos se dá pela venda de parte das ações que compõe o seu patrimônio, a empresa encontra uma forma de se capitalizar sem que com isso adquira passivos. O que ela adquire nesse caso, além dos benefícios da entrada de capital novo, são compromissos, já que os compradores não se configuram tão somente como investidores, mas sim passam a ter o *status* de acionista, ainda que

minoritário. Tais características serão apresentadas na seção que irá tratar sobre o perfil de cada investidor. Importante consideração se deve ao fato de que, a abertura de capital não se configura como uma modalidade de financiamento, como as oferecidas no sistema financeiro tradicional, via bancos.

Andries (2009) destaca que as especificidades inerentes a esse mercado derivam de inúmeros aspectos, mas o que o define de fato e o distingue em relação a outros componentes do mercado financeiro são as seguintes características:

- ¹É um mercado especializado em transações com ativos financeiros de médio e longo prazo, ao contrário do mercado monetário, que oferece soluções para refinanciamento através de capitais de curto e médio prazo;
- É um mercado público, aberto e transparente, no sentido de que qualquer pessoa pode ser um participante deste mercado, sem que haja entrada notável ou barreiras de saída, as operações têm um caráter público;
- A divulgação de informações sobre esse mercado, através de seu volume ou rapidez e com a possibilidade de igualdade de recepção por todos os participantes, é provavelmente o melhor das existentes na estrutura de economia de mercado;
- O veículo de circulação do capital é representado por títulos caracterizados, através de negociabilidade do preço e possibilidade de transferência imediata com baixos custos de transação;
- A transação é feita através de intermediários, que têm um papel essencial na ligação dos proprietários ou emitentes de valores mobiliários com os proprietários de capitais;
- Implica em riscos tanto para o emissor quanto para o investidor, específica para cada instrumento financeiro em causa, mas, ao mesmo tempo em que também oferece soluções complexas para minimizar e dispersar, tanto o financeiro quanto o operacional;
- É um mercado organizado, no sentido de que as operações são realizadas de acordo com determinados princípios, normas e regras conhecidas e aceitas pelos participantes. Isso não significa

¹ It is a market specialized in transactions with medium and long term financial assets, unlike the monetary market which offers solutions for refinancing through short and medium term capitals; - It is a public, open and transparent market, in the sense that anyone can be a participant on this market, without there being notable entry or exit barriers, the transactions having a public character; - The dissemination of information on this market, through its volume or, quickness and with the possibility of equal reception by all participants, is probably the best one from the ones existing in the structures of a market economy; - The capital circulation vehicle is represented by securities, characterized through negotiability of the price and immediate transferability with very low transaction costs; - The transaction is made through intermediaries, who have an essential role in connecting the owners or issuers of securities with the owners of capitals; - It entails risks both for the issuer and for the investor, specific for each financial instrument in question, but at the same time it also offers complex solutions for minimizing and dispersing it, both the financial and the operational one; - It is an organized market, in the sense that the transactions are performed according to certain principles, norms and rules known and accepted by participants. This does not mean the administration of the market, but its regulation with the purpose of creating or preserving the conditions for the unfolding of free competition, so a system for guaranteeing the free and open character of all transactions (ANDRIES, 2009, p.70).

a administração do mercado, mas sim a sua regulamentação com a finalidade de criar ou preservar as condições para o desdobramento da livre concorrência, portanto, um sistema para garantir o caráter livre e aberto de todas as transações (ANDRIES, 2009, p.70, tradução nossa).

No que diz respeito ao segundo item apontado pelo autor, o mesmo buscou uma maneira de comparar as demais formas de estruturas de economia de mercado, justificando que essas são envoltas por informações conhecidas por poucos em se tratando especialmente do sistema bancário tradicional. Contudo, é importante destacar-se que não houve uma corroboração com a afirmação do autor de que as divulgações sobre esse mercado de capitais sejam dotadas de “possibilidade de igualdade de recepção por todos os participantes”. Entende-se que existe sim a disseminação, contudo essa recepção não se dá de forma igual para todos os participantes, conforme se defende ao longo deste trabalho.

No que diz respeito ao processo de abertura de capital das empresas, destaca-se que esse mecanismo consiste na venda de parte das ações das empresas. Esse processo é feito com a oferta pública, momento em que ocorre a venda primária que consiste na entrada dos recursos advindos dessa venda para o caixa da empresa. Posteriormente, as ações passam a ser negociadas, caso haja interesse do acionista que a adquiriu no processo de venda primária, entre os demais investidores interessados nessas ações. Desse modo, os mecanismos de compra e venda de ações no mercado de capitais tem início.

Na distribuição primária, a empresa emite e vende novas ações ao mercado. No caso, o vendedor é a própria companhia e, assim, os recursos obtidos na distribuição são canalizados para ela. Por sua vez, numa distribuição secundária, quem vende as ações é o empreendedor e/ou algum de seus atuais sócios. Portanto, são ações existentes que estão sendo vendidas. Como os valores arrecadados irão para o vendedor, ele é que receberá os recursos, e não a empresa. Independentemente de a distribuição ser primária ou secundária, neste momento a companhia amplia o seu quadro de sócios, com os compradores das ações. Os investidores passam então a ser seus parceiros e proprietários de um pedaço da empresa (BM&FBOVESPA, 2009a, p.5).

Especificamente no Brasil, o mercado de negociações com ações muito embora exista há mais de cem anos, teve seu desenvolvimento marcado após o início dos Anos 2000. Tal característica se deve em parte pelo contexto econômico do país que vinha de um período pós-abertura de mercados. Essa internacionalização dos mercados fez com que o meio empresarial brasileiro tivesse

que se adequar às novas exigências impostas pela concorrência, bem como pelos consumidores que passaram a ser mais exigentes.

Tais efeitos da internacionalização nas últimas duas décadas são muito evidentes no sistema econômico de forma geral, e de forma específica no âmbito dos mercados de capital e financeiro, considerando o forte aumento de financiamentos empresariais, por meio das modalidades que o sistema financeiro oferece, bem como o aumento de aberturas de capital de empresas. Essa nova realidade demonstra a mudança de sentimento quanto à necessidade de expansão empresarial, antes não observado nas empresas brasileiras de forma tão intensa. Isso se deve, sobretudo, pela mudança no cenário competitivo a partir da entrada de concorrentes e novas tecnologias que antes não eram observados tão intensamente no Brasil (LOPES, 2010).

A liberalização do comércio exterior e as entradas de investimentos estrangeiros diretos contribuíram, sem dúvida, para o desenvolvimento de uma parte do setor industrial brasileiro. As empresas que conseguiram resistir à concorrência externa tiveram êxito na manutenção de um nível de produtividade elevado, podendo aperfeiçoá-lo ao longo da Década de 90. Esse desenvolvimento de determinadas empresas, se deve a modificação das técnicas de produção destacada pela importação de equipamentos a custos reduzidos, graças à redução tarifária e a posterior apreciação da moeda nacional (KLIASS; SALAMA, 2008).

Outro fator importante foi o intenso desenvolvimento das Tecnologias de Informação e Comunicação (TIC), que após a Década de 90 teve um forte avanço, fator que juntamente com a internacionalização dos mercados, formou um conjunto de fatores que elevaram, ainda mais, a necessidade de expansão e, conseqüentemente, de investimentos no contexto empresarial.

Não obstante, o meio empresarial brasileiro passou a compreender que para crescer e estar preparado para competir com os novos concorrentes advindos de outros países seria necessário à realização de investimentos. Fosse pela necessidade de investimentos na ampliação do parque industrial, em tecnologias ou no desenvolvimento de novos produtos e serviços, as empresas se apressaram em se proteger. Nesse contexto, surge a possibilidade acima explicitada, qual seja, a abertura de capital.

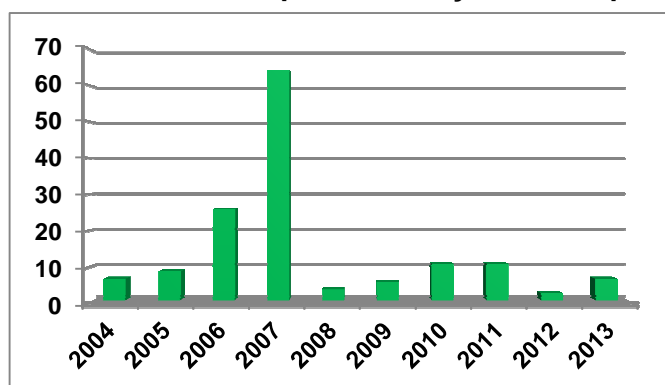
De um modo geral, espera-se que os mercados de capitais, por meio de seus instrumentos e instituições, possam atenuar os efeitos dos custos inerentes às

empresas, além de influenciar a poupança dos indivíduos por meio da compra de ações. Para as empresas, tais decisões de investimentos são capazes de promover elevadas taxas de crescimento de longo prazo (ROSS, 1997, p.689).

Conforme se mencionou anteriormente, a utilização do mercado de capitais como alternativa aos financiamentos convencionais oferecidos pelo sistema financeiro passou a ser muito procurada pelas empresas no início dos Anos 2000, fazendo com que o mercado de capitais vivenciasse uma década de grandes aberturas. Conforme relata Pereira (2007) até então um número expressivo de aberturas de capital se deu no período de 1995 a 1997, quando 10 (dez) empresas negociaram suas ações pela primeira vez, entre elas estavam o Grupo Pão de Açúcar, Arapuã, Makro, Net Serviços e Rossi Residencial.

Após um período de raras aberturas, o mercado de capitais brasileiro passou a ser protagonista de grandes ofertas públicas de ações. Entre 2000 e 2002 foram 8 (oito) aberturas, em 2003 nenhuma empresa abriu seu capital e como pode ser observado no Gráfico 1, elaborado com informações constantes da BM&FBOVESPA (2013a), nos últimos 9 (nove) anos foram 148 (cento e quarenta e oito) ofertas públicas de venda de ações.

Gráfico 1: Oferta pública de ações de empresas brasileiras.



**Fonte: Dados coletados em BM&FBOVESPA (2013a).
Gráfico elaborado pela autora.**

Conforme demonstra o Gráfico 1, em 2004 foram 7 (sete) aberturas, no ano de 2005 ocorreram 9 (nove), em 2006 ocorreram 26 (vinte e seis), em 2007 houve uma quantidade expressiva de ofertas totalizando 64 (sessenta e quatro) empresas,

em 2008 houve 4 (quatro), no ano de 2009 ocorreram 6 (seis), em 2010 e 2011 foram igualmente 11 (onze) ofertas em cada ano, no ano de 2012 houve uma quantidade bem pequena somando apenas 3 (três) empresas, e em 2013 até o mês de agosto ocorreram 7 (sete) ofertas públicas de ações.

A partir do ano de 2004, a abertura de capital passou a ganhar espaço em relação às alternativas de capitalização. Esse fato se deve, sobretudo, porque a partir de 2001 os investimentos em Bolsa de Valores no Brasil passaram a ter maior rigor em uma série de quesitos, entre eles melhoria nas plataformas de negociações e o mais importante, a criação de instrumentos mais adequados e eficientes de supervisão das empresas emissoras. Tais mudanças puderam ser sentidas mais fortemente no que diz respeito à transparência e prestação de contas pelas empresas, o que teoricamente poderia promover o aumento na capacidade de avaliação de riscos pelos investidores.

No que diz respeito ao processo de aquisição de ações, destaca-se que, essas representam a menor fração do capital social de uma empresa, portanto, ao adquirir uma ação de uma empresa, o acionista passa a ser um coproprietário com direito a participação em seus resultados (ASSAF NETO, 2001, p.18). Tal afirmação indica que cada investidor, por ser um proprietário da empresa ainda que possua pequena quantidade de ações, têm direitos e interesses no desenvolvimento dos negócios da mesma, considerando que ali estão investidos os seus recursos. Portanto, durante um grande período da história do mercado de capitais brasileiro, tais investidores permaneceram avessos a tais investimentos por considerarem estes de alto risco, cenário que passou a ser modificado como já mencionado anteriormente.

A afirmativa de que houve a partir de 2001 um panorama de mudanças no que tange a percepção frente as empresas, naturalmente se deve em grande parte a um aumento da confiança dos investidores, desse modo pode-se afirmar que o sentimento de confiança de um elevou o sentimento de confiança do outro. Tal aumento de confiabilidade no mercado, seja pelos investidores ou empresas que passaram a realizar ofertas públicas de ações, se deveu também a algumas iniciativas institucionais e governamentais que foram implementadas a partir de 2001. Entre elas, destacamos a aprovação da Lei 10.303/01 e a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa pela então Bolsa de Valores de São Paulo

(BOVESPA), hoje BM&FBOVESPA, temas que serão discutidos em seções posteriores desta Tese.

2.1 Tipos de Investidores Atuantes no Brasil

Os investimentos no mercado de capitais, especificamente os negócios de compra e venda de ações, são investimentos de renda variável, que não possuem rentabilidade assegurada e nem pontualmente previsível, o que faz com que esse mercado seja considerado de risco. Tal risco se refere, sobretudo, as oscilações dos preços das ações que podem ocorrer por diversos fatores como, por exemplo, políticos, econômicos, sociais, legais e os específicos das empresas. Todos os tipos de fatores podem influenciar os valores das ações, de forma positiva ou negativa.

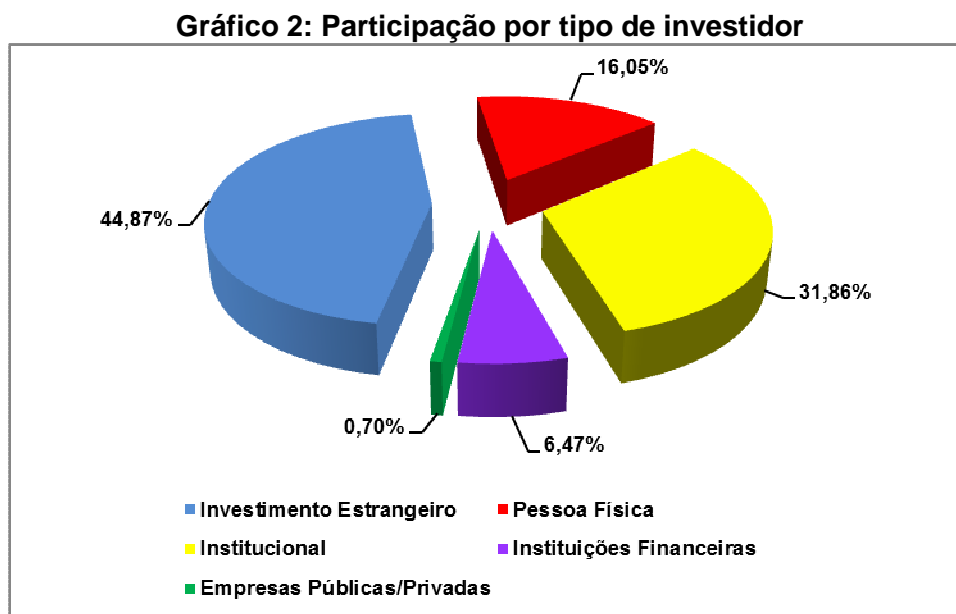
O Brasil, por ser considerado um país cuja economia e mercados ainda passam por um processo de tentativa de desenvolvimento, sofre com certa exposição aos riscos acima mencionados. É possível citar, com base em experiência vivenciada pela autora desta pesquisa enquanto analista de mercado de capitais, alguns casos que ocorreram na Bolsa de Valores brasileira, cujo impacto foi uma queda expressiva. Um grande exemplo ocorreu no ano de 2008 com a ‘crise imobiliária americana’, que levou para o resto do mundo as mazelas resultantes da fraca gestão de riscos no setor de financiamento imobiliário, resultando na quebra de vários fundos de investimentos que possuíam lastros em títulos imobiliários daquele país. Outro exemplo se refere a ‘crise europeia’ que lançou ao mundo os problemas financeiros de alguns países europeus, especialmente a Grécia, fato que influenciou negativamente na economia dos demais países europeus, chegando a rumores de uma quebra na economia mundial.

Tais circunstâncias fizeram com que investidores do mundo inteiro retirassem seus recursos investidos em países cujas economias ainda são consideradas em processo de desenvolvimento. Isso ocorreu em resposta à seguinte pergunta: se uma potência econômica como os EUA estão na eminência de ‘quebrar’, o que há de acontecer com o Brasil? A resposta é a retirada de recursos investidos nas empresas no âmbito do mercado de capitais. Destaca-se que tal sentimento de medo não consome apenas os investidores estrangeiros, mas também os brasileiros que já possuem uma característica mais conservadora. Nesse sentido, é possível

afirmar que o tipo de investidores existentes em determinados mercados de capitais se deve ao desenvolvimento desse mercado.

Assim, esta subseção foi dedicada à investigação dos tipos de investidores existentes no mercado de capitais, considerado ser fundamental o esclarecimento conceitual acerca das características de cada tipo, visto que frequentemente são citados sem a devida distinção, em geral sendo tratados de maneira indistinta, ou seja, apenas como investidores e, assim, propicia possíveis confusões conceituais e imprecisões terminológicas. Ainda que todos sejam investidores, cada tipo atua de uma forma diferente e, em muitos casos, com objetivos distintos.

Segundo dados da BM&FBOVESPA (2013a), os tipos são definidos como: *investidores pessoa física*, sendo que estes são divididos entre investidores individuais e clubes de investimentos; *investidores institucionais* que são os fundos de pensão; *investidores estrangeiros*; *empresas públicas e empresas privadas* e *instituições financeiras*. Cada tipo de investidor possui um dado nível de participação no mercado, conforme demonstrado no Gráfico 2, elaborado a partir dos dados divulgados pela BM&FBOVESPA.



Fonte: Dados coletados em BM&FBOVESPA (2013a).
Gráfico elaborado pela autora.

Objetivando detalhar um pouco mais a participação dos tipos de investidores no mercado de capitais por meio da negociação com ações, a Tabela 1 apresenta o

volume financeiro negociado, entre compras e vendas, realizadas entre os dias 01 de agosto de 2013 a 21 de agosto de 2013.

Tabela 1: Participação dos investidores

Tipos de Investidores	Compras		Vendas	
	Milhões R\$	Part. (%)	Milhões R\$	Part. (%)
Pessoa Física	17.962.762,00	6,60	19.310.698,00	7,10
- Investidores Individuais	17.073.282,00	6,28	18.377.074,00	6,75
- Clubes de Investimento	889.480,00	0,33	933.624,00	0,34
Institucional	45.254.115,00	16,63	48.509.091,00	17,46
Investidores Estrangeiros	56.832.193,00	20,89	54.691.241,00	20,10
Empresas Públicas/Privadas	899.861,00	0,33	1.355.630,00	0,50
Instituições Financeiras	15.036.818,00	5,53	13.149.791,00	4,83
Outros	42.560,00	0,02	11.859,00	0,00
Total em Milhões (Compras + Vendas): R\$ 272.056.620,00				

Fonte: BM&FBOVESPA – 2013a

Salienta-se que, mediante esse cenário, à partir de 2004 a confiança dos investidores pessoa física, especialmente os investidores que atuam de forma individual, teve um aumento importante. Entretanto, houve um acréscimo substancial de investidores estrangeiros, sendo que até então os Fundos de Pensão eram considerados os maiores investidores em bolsa de valores. Grande destaque se deve a quantidade de investidores pessoa física, que no final de julho deste ano somavam 628.868, segundo a BM&FBOVESPA (2013a). Entretanto, é importante destacar que os investidores pessoa física já chegaram a representar 35% dos investimentos em Bolsa e atualmente não passam de 17%. Essa queda pode ser explicada pelos exemplos dados na página 42, quais sejam as crises em sequência ocorridas e que afetaram sobremaneira os valores das ações de empresas negociadas em bolsa de valores.

Esta pesquisa possui como foco a análise da construção de conhecimento e suas variáveis entre os investidores pessoa física/individual, considerando a possível correlação existente entre o nível de informações acessadas sobre as ferramentas de governança corporativa e o grau de utilização dessas informações como base para análises das empresas. Contudo, buscou-se apresentar, como base para conhecimento, as três categorias que possuem maior representatividade nos negócios de compra e venda de ações no mercado de capitais brasileiro, quais sejam, os fundos de pensão, os investidores estrangeiros e os investidores pessoa

física, embora seja o último caso, representado apenas pelos investidores individuais, o foco desta pesquisa.

Esses três participantes são responsáveis pela quase totalidade das operações em mercado, entretanto, possuem características muito distintas, seja no que diz respeito ao perfil de exposição a riscos, ao volume negociado, ao horizonte de investimentos e a forma de análise do mercado para a tomada de decisão. Desse modo, as próximas três subseções serão dedicadas a apresentar as características desses três tipos de investidores, bem como sua atuação no mercado de capitais brasileiro.

Cumprir destacar que, cada tipo de investidor possui uma nomenclatura oficial e, em certos casos, outra dada pelo mercado. No caso do investidor 'pessoa física' é também denominado de 'pequeno investidor' ou 'investidor individual', entretanto, para efeito deste trabalho será mantida a nomenclatura oriunda do mercado de capitais, qual seja 'investidor pessoa física'. Neste caso, serão considerados tão somente os investidores individuais já que existe entre os classificados como 'pessoa física' aqueles que possuem alta renda, em geral, detentores de grandes fortunas, o que os desqualifica para fins desta pesquisa já que os mesmos possuem equipes de análise à sua disposição. Portanto, será mantida no decorrer deste trabalho, a nomenclatura 'investidor pessoa física/individual' para designar os investidores de menor porte. No caso dos Fundos de Pensão, a nomenclatura definida pelo mercado é 'investidores institucionais', sendo que apenas para fins de explicitação quanto a suas funções será mantido o nome 'Fundos de Pensão', entretanto ao longo deste trabalho será referido de acordo com o definido pelo mercado, qual seja 'investidor institucional'. No caso dos 'investidores estrangeiros', esse possui apenas essa forma de tratamento e, naturalmente, será assim mantido.

2.1.4 Fundos de Pensão

No dia 2 de agosto de 2013 foi divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) o resultado de uma pesquisa que revela a expectativa de vida do brasileiro nascido entre 1980 e 2010. Segundo o IBGE, nesse período a expectativa de vida dos recém-nascidos cresceu, em média, quatro meses e quinze dias por ano. Tal estudo realizado por esse instituto é elaborado com base na necessidade de se auferir dados e análises dos fundos de previdência

complementar, considerando-se os avanços que levaram a população a ter maior expectativa de vida. No Brasil, na Década de 1940, a expectativa de vida do brasileiro ao nascer não ultrapassava os 50 anos. Em 2009, segundo o IBGE (2013),

[...] a esperança de vida ao nascer no Brasil alcançou os 73,17 anos (73 anos, 2 meses e 1 dia). Em relação a 2008 houve um acréscimo de 0,31 anos (3 meses e 22 dias). Entre 1980 e 2009 a expectativa de vida do brasileiro experimentou um acréscimo de 10,60 anos (10 anos, 7 meses e seis dias), ao passar de 62,57 anos, para os atuais 73,17 anos. Assim, ao longo de 29 anos, a esperança de vida ao nascer no Brasil, incrementou-se anualmente, em média, em 4 meses e 12 dias (IBGE, 2013, p.6).

O resultado desse estudo revelou também que hoje o Brasil possui 449.129 habitantes com 90 anos ou mais. Outro dado importante foi a indicação de que em 2009 uma pessoa que completasse 60 (sessenta) anos esperaria viver em média até os 81,27 anos, contra os 76,39 anos de vida média indicados na Década de 1980.

Em cumprimento ao disposto no Artigo 2^o do Decreto Presidencial n° 3.266 de 29 de novembro de 1999 o IBGE passou a realizar a coleta e avaliação de dados que compõem a denominada 'Série de tábuas de mortalidade', de maneira a subsidiar o cálculo do fator previdenciário por parte do Ministério da Previdência Social para fins das aposentadorias das pessoas regidas pelo Regime Geral da Previdência Social. Desse modo, ao longo das últimas décadas são realizadas pesquisas que descrevem a incidência de mortalidade ao longo da vida das pessoas, considerando-se o nascimento e a expectativa entre homens e mulheres após determinadas idades.

Com base nos resultados dessa pesquisa recentemente divulgada, é possível observar um aumento na expectativa de vida das pessoas, especialmente acima dos 60 anos, idade na qual grande parte das pessoas entra legalmente na fase de aposentadoria profissional. Desse modo, com um maior número de pessoas consideradas idosas e em fase de aposentadoria, aumentam também os desafios do Governo no estabelecimento de mecanismos que possam suportar a garantia de renda para essa faixa etária, o que atualmente é feito via sistema oficial da Previdência.

Com o objetivo de buscar uma alternativa à previdência tradicional oferecida pelo governo, muitas pessoas buscam os sistemas de previdência complementar

² O Art. 2º do Decreto Presidencial: "Art. 2º. Compe te ao IBGE publicar, anualmente, no primeiro dia útil de dezembro, no Diário Oficial da União, a tábua completa de mortalidade para o total da população brasileira referente ao ano anterior".

que é definido em duas categorias, a saber. O primeiro é proveniente de entidades abertas disponíveis no próprio sistema bancário tradicional, ofertados em geral sob a nomenclatura Plano Gerador de Benefício Livre (PGBL) e Vida Gerador de Benefício Livre (VGBL), em que a pessoa faz aportes financeiros durante um período pré-estabelecido e, posteriormente, passa a receber os benefícios de tal investimento, também em período pré-definido. A outra modalidade, foco desta seção, são os de entidades fechadas, específicos para trabalhadores de determinadas empresas.

A previdência complementar privada acha-se organizada no Brasil sob os auspícios da Lei Complementar nº 109 que a criou em dois níveis, o das entidades fechadas, específicas dos empregados de determinada empresa ou grupo de empresas, e o das entidades abertas, acessíveis a qualquer um que subscreva e custeie o seu plano de benefícios. O regime das entidades fechadas, ou Fundos de Pensão, diferencia-se do outro regime por diversos aspectos fundamentais, entre estes o fato de não visarem a distribuição de lucros e de preverem contribuições de duas fontes, do trabalhador participante e de sua empresa empregadora (ABRAAP, 2013a p.1).

Considerando-se que o sistema oficial de previdência no Brasil possa não ser capaz de garantir aos trabalhadores a proteção da sua qualidade de vida durante a aposentadoria, os fundos de pensão no Brasil, criados com base na experiência de outros países, tem se desenvolvido para o nível dos melhores sistemas similares existentes no mundo. Tal regime consiste na conjugação dos esforços das empresas e dos seus empregados para o custeio dos planos de benefícios complementares aos do sistema oficial (ABRAAP, 2013a).

Ainda segundo dados da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada (ABRAAP) (2013b), hoje o Brasil tem mais de seis milhões de pessoas beneficiadas direta ou indiretamente pelos fundos de pensão. Entretanto, esses fundos não são apenas uma entidade que beneficia os indivíduos participantes, mas sim, mecanismos que contemplam diversas características que promovem o desenvolvimento da economia, considerando-se que se constituem em um dos maiores participantes do mercado de capitais brasileiro. Essa afirmativa se dá considerando-se que, os aportes feitos pelos funcionários são direcionados para investimentos que objetivam preservar os recursos, bem como promover a rentabilidade dos mesmos ao longo dos anos. Desse modo, os gestores de fundos de pensão possuem uma parcela estabelecida de recursos que são destinados ao investimento em bolsa de valores.

A ABRAAP possui registro com dados de 265 (duzentos e sessenta e cinco) fundos de pensão. Em sua última divulgação do Consolidado Estatístico divulgado em março de 2013, é possível observar-se o grande volume financeiro aplicado em ações. A Tabela 2 apresenta a carteira consolidada por tipo de aplicação.

Tabela 2: Carteira consolidada de investimentos de fundos de pensão.

Tipo de Aplicação	Milhões de R\$
Renda Fixa	392.182
Renda variável: Ações	88.491
Renda variável: Fundos de investimentos	97.832
Investimentos estruturados	17.465
Investimentos no exterior	375
Imóveis	26.006
Operações com participantes	16.704
Outros	2.251
Total	641.305

Fonte Adaptada: ABRAAP – 2013b – p.1.

Conforme os dados apresentados na Tabela 2 observa-se o grande volume financeiro direcionado para o investimento em ações. De acordo ainda com dados apresentados na seção anterior sobre a participação de investidores, é possível afirmar que no período de apenas 20 (vinte) dias o volume negociado pelos investidores institucionais foi de aproximadamente 92 milhões de reais, entre compras e vendas de ações, o que representa cerca de 30% do total de operações feitas nesse mercado.

Os investidores institucionais atualmente fazem parte de um grupo que está entre os maiores e cujas características contemplam os maiores recursos em âmbito mundial. Esse grupo está entre os principais elementos que possibilitam a compreensão do atual estágio atual da governança corporativa (MONKS; MINOW, 2004).

Embora sejam participantes ativos no mercado de capitais, os investidores institucionais possuem uma característica bastante conservadora, considerando que são responsáveis pela gestão de recursos que deverão garantir o pagamento futuro de aposentadorias de seus participantes. Desse modo, ao longo dos anos os fundos de pensão passaram a ter uma postura mais ativista nesse contexto, buscando formas de conduzir as empresas a uma gestão que possua, sobretudo, qualidade na prestação de informações e transparência nos negócios.

No âmbito desse processo de acumulação de renda que visa garantir benefícios futuros, os fundos de pensão se tornaram grandes investidores do mercado de capitais, sobretudo em renda variável. Atualmente, esses investidores institucionais fazem parte da estrutura patrimonial de diversas grandes empresas e, por isso, passaram a perceber a enorme importância de se posicionarem frente às empresas das quais são acionistas, estimulando especialmente a adoção de práticas de governança corporativa (PUNSUVO; KAYO; BARROS, 2007).

Desse modo, pode-se considerar que os investidores institucionais atualmente representam não só um dos maiores volumes financeiros verificados no mercado de capitais, mas também um grande aliado das políticas de gestão que visam o fortalecimento da aproximação entre propriedade e controle das empresas.

2.1.5 Investidores Estrangeiros

O mercado de capitais brasileiro é considerado um mercado emergente³, isso tanto em relação à maturidade quanto em relação à exposição ao risco oferecida aos seus participantes. Atualmente, esse mercado vive sob os desígnios advindos da dualidade existente, qual seja a de um mercado constituído por grandes empresas e com setores promissores, mas por outro lado que ainda possui uma economia que não atingiu seu desempenho considerado justo. Desse modo, a parcela de participantes do mercado de capitais brasileiro referente aos investidores estrangeiros, se comporta em decorrência dessas variáveis citadas, ou seja, direcionam seus recursos considerando as perspectivas nas empresas, mas retiram sempre que vislumbram um cenário de risco.

A participação de estrangeiros atuando como compradores e vendedores de ações em território brasileiro teve sua evolução à medida que o mercado de capitais evoluiu. A legislação vigente oriunda da Década de 1970 regia a atuação desse tipo de investidor, que até 1991 se encontrava impedido de ser realizada. Após a criação do Anexo IV da Resolução nº 1.289 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), esse tipo de operação passou a ser realizada.

³ O conceito de “mercados emergentes” foi cunhado 30 anos atrás por Antoine Van Agtmael, então economista do Banco Mundial que buscava designar mercados que não fossem maduros economicamente, mas, estivesse em processo de desenvolvimento. Fonte: <<http://igepri.org/news/2011/01/criador-do-termo-bric-redefinira-conceito-de-mercados-emergentes/>>. Acesso em: 13 abr. 2013.

A partir da inserção do Anexo IV da Resolução nº 1.289, aprovada pela Resolução nº 1.832 do Conselho Monetário Nacional (CMN) de 31 de maio de 1991, determinando que as instituições estrangeiras pudessem administrar suas carteiras mantidas no país e, assim, se cria a Carteira de Investimento de Capital Estrangeiro, que poderia ser utilizada por Fundos de Pensão, Carteiras Próprias de Instituições Financeiras, Companhias Seguradoras e Fundos Mútuos de Investimentos. Apesar de representar um grande avanço, tal Anexo ainda não permitia que um cidadão estrangeiro comprasse ações diretamente nas bolsas de valores brasileiras, fator considerado como sendo um impedimento para o amplo desenvolvimento do mercado nacional (TOLEDO FILHO, 2006).

No ano de 2000, com a criação da Resolução nº 2.689 da CVM, os investidores estrangeiros, tanto os institucionais quanto os individuais, puderam investir nas mesmas modalidades de investimentos disponíveis para os investidores residentes no Brasil. De qualquer forma, os investidores estrangeiros, assim como os residentes, não têm tempo definido para permanecerem com suas aplicações. Outro ponto importante na atração de investidores externos é o fato de que, para estes, os investimentos em ações são isentos do pagamento de imposto de renda sobre o ganho de capital. Entre as principais orientações desta Resolução, destacamos as orientações gerais aos investidores estrangeiros, quais sejam:

Art. 3º - Previamente ao início de suas operações, o investidor residente deve:

I – constituir um ou mais representantes no País;

II – preencher formulário, cujo modelo constitui o Anexo a esta Resolução;

III – obter registro junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2000).

No que tange ao representante, fator preponderante para essas operações considerando-se que este será o responsável pelas operações e movimentações financeiras em território nacional, a BM&FBOVESPA (2013) destaca que tal instituição deve ser contratada seguindo os seguintes critérios:

▪ **Representante Legal**

Responsável por apresentar todas as informações de registro para as autoridades brasileiras. Quando o representante for uma pessoa física ou jurídica não financeira, o investidor deve nomear uma instituição financeira devidamente autorizada pelo Banco Central, que será corresponsável pelo cumprimento das obrigações do representante.

▪ **Representante Fiscal**

Responsável pelos assuntos tributáveis e fiscais em nome do investidor perante as autoridades brasileiras.

- **Custodiante**

Responsável por manter atualizados os documentos e controlar todos os ativos do investidor estrangeiro em contas segregadas e fornecer a qualquer momento informações solicitadas pelas autoridades ou pelo investidor (BM&FBOVESPA, 2013b).

Mediante os subsídios ofertados nas últimas décadas, bem como as expectativas no desenvolvimento das empresas brasileiras, observa-se o constante ingresso de capital estrangeiro no país. Ainda que o Brasil tenha sofrido com recentes turbulências advindas do contexto mundial como a crise imobiliária americana de 2008 e a crise europeia destacada pela situação da Grécia, sendo que ambas causaram a retirada expressiva de investimentos estrangeiros no país, ainda é possível afirmar que grande parte dos negócios realizados no mercado de capitais brasileiro ainda é de origem externa.

Conforme mencionado na seção anterior, o volume negociado atualmente pelos investidores estrangeiros na bolsa de valores brasileira representa 45% do total de negócios realizados. Esse dado indica ser esse o tipo de investidor com maior participação nos negócios da bolsa de valores brasileira. Tal condição, muito embora seja considerada extremamente importante visto que reflete o sentimento de boas expectativas sobre as empresas brasileiras, possui também outra vertente, qual seja, a intensidade com que os negócios realizados por essa parcela de investidores é capaz de conduzir a totalidade dos negócios.

Essa última perspectiva se refere à volatilidade muitas vezes observada, sobretudo em situações de incertezas experimentadas pelo mercado, quando se nota que são esses os primeiros investidores a retirarem seus recursos investidos. Tal ação causa desestabilização no mercado de um modo geral, além da desvalorização brusca no preço das ações, já que quando ocorre a venda de forma abrupta, rápida e em grande quantidade, os preços tendem a se desvalorizar. Ou seja, esse certo vínculo em termos de volatilidade promove muitas vezes a insegurança nos demais participantes.

2.1.6 Investidores Pessoa Física

Não obstante às oportunidades observadas pelos demais tipos de investidores do mercado de capitais, os investidores pessoa física/individuais seguiram, durante muito tempo, avessos a essa opção de investimento. Entretanto,

após a verificação da baixa rentabilidade ofertada pelas demais opções de investimentos como poupança, Certificado de Depósito Bancário (CDB), entre outros, essa parcela de investidor passou a se aproximar cada vez mais da bolsa de valores. Além disso, intensos incentivos promovidos pelas próprias empresas, além de entidades e agentes governamentais, passaram a chamar mais e mais a atenção desse público poupador. Tais iniciativas se devem a importância dada a esse tipo de investidor, especialmente no tocante a formação de poupança local, o que favorece no longo prazo a formação de patrimônio e aumento de consumo por bens e serviços.

Os investidores individuais são as pessoas físicas que participam diretamente no mercado de capitais, em geral, contando apenas com o auxílio de uma sociedade corretora de valores, seja comprando ou vendendo ações, mas sempre agindo por si próprios e assumindo sozinhos os riscos (PINHEIRO, 2001). O fato de atuarem de certo modo sozinhos no mercado faz com que sejam estigmatizados, sendo chamados em alguns casos de 'pequeno investidor' em função dos valores individuais serem, naturalmente, menores que o de um investidor institucional por exemplo. Tal condição, ainda que negada por grande parte das empresas, ainda é uma das causas desta parcela de investidores terem sua importância muitas vezes relegada. Desse modo, observa-se que os grandes investidores durante muito tempo obtiveram maior atenção e foco das empresas, naturalmente pelo volume financeiro destinado ao investimento nas mesmas.

Mediante essa condição averiguada no mercado, não se pode negar que em uma democracia corporativa baseada no capital, os investidores, especialmente os individuais, são considerados 'reis sem coroa'. No entanto, o cenário deveria ser outro, já que os investidores individuais possuem uma importância estratégica considerando-se que representam basicamente as famílias, ou seja, uma grande parte da poupança bruta no país (VARGHESI, 1999).

No Brasil a cultura para poupança é muito diferente da verificada em outros países como, por exemplo, os Estados Unidos (EUA), cuja cultura voltada a esse tipo de investimento é muito mais intensa. Naquele país grande parte das famílias costuma montar portfólios de ações para os filhos quando estes nascem, especialmente com o objetivo de pagarem os estudos no futuro. No Brasil a cultura para formação de poupança é mais conservadora, sendo que é mais comum vermos investidos recursos nas tradicionais cadernetas de poupança, imóveis, ou outras

modalidades oferecidas pelo mercado financeiro que não ofereçam um grau de risco significativo e, especialmente, que não exijam elevado grau de dedicação.

De acordo com dados divulgados pelo *site Infomoney* (2013)

O Brasil possui, atualmente, segundo dados de 2012 do Banco Mundial, 198,7 milhões de pessoas, enquanto os Estados Unidos, de acordo com a mesma fonte, tem 313,9 milhões de habitantes. Menos de 600 mil, o que representa 0,29% da população, investem em bolsa no Brasil, enquanto mais de 200 milhões, ou cerca de 65% da população norte-americana, investem no mercado acionário dos EUA (INFOMONEY, 2013, p.1).

Diferentemente do Brasil, nos Estados Unidos os investidores individuais representam uma parcela muito significativa do mercado de capitais. Investir em ações é parte tão arraigada da cultura americana que o mercado acionário é assunto corriqueiro, sendo discutido nos jornais e comentado em filmes e livros. No Brasil o mercado de capitais também é discutido, mas com um enfoque completamente diferente, sendo utilizado de forma semelhante a um indicador macroeconômico. Não raro se vê os jornais utilizando os dados da bolsa de valores como método de avaliação quanto aos movimentos econômicos e políticos do Brasil.

Segundo visão defendida por esta autora, o investidor brasileiro representado na parcela de investidor individual, vem cada vez mais buscando formas de conhecer e interagir com esse mercado. O aumento de cursos criados para dar formação introdutória ao mercado de capitais nos últimos 10 (dez) anos foi surpreendente. Do mesmo modo, observou-se o crescimento de disciplinas em cursos superiores, antes vistas apenas como tema de especialização, mas que já são discutidos em salas de aulas entre alunos de diversos cursos, não se limitando apenas aos tradicionalmente interessados no tema, como Administração, Economia, Direito e Contabilidade.

Ainda sob essa perspectiva, dois outros pontos contribuíram sobremaneira com os avanços no interesse dos investidores individuais pelos negócios em bolsas de valores. Os incentivos da própria bolsa de valores, considerando que sua estrutura física antes utilizada exclusivamente para a realização dos negócios até o fechamento do pregão viva voz, atualmente tem seu espaço quase que totalmente utilizado no recebimento de visitantes de todas as partes do Brasil, de todas as idades e setores de atuação. Como os negócios de compra e venda de ações são realizados em sua totalidade sob o formato eletrônico, o espaço foi transformado em um centro de informações sobre o mercado de capitais.

O segundo ponto que se destaca e talvez o mais importante, foi o advento das novas tecnologias que possibilitaram a criação de ferramentas de acesso a informações, mas, sobretudo, as negociações à distância. Os chamados *home brokers* que se constituem em plataformas eletrônicas que permitem o acesso do investidor de qualquer local, via *web* e mediante cadastro em uma sociedade corretora. Essa ferramenta foi lançada em 1999, entretanto, teve sua ascensão após o ano de 2005 quando do aumento das ofertas públicas de ações, fato que causou uma maior procura por essa modalidade de investimento pelos investidores individuais e, conseqüentemente, pelas novas formas de negociações.

Pode-se afirmar que a ousadia observada nos últimos anos nos investidores individuais é uma mistura de vários fatores. Primeiramente, considera-se o clima de confiança que paira no ar após as campanhas de popularização da bolsa. Posteriormente, a proximidade que certas empresas têm com o consumidor e buscam ter com os investidores. Finalmente, o acesso às informações, cada vez mais facilitado pelos atributos da tecnologia e pelas políticas de transparência das companhias (SILVA, 2004).

Vale ressaltar que embora tenha ocorrido um importante ingresso de novos investidores representados pelos individuais, a parcela desse tipo de investidor no Brasil ainda é muito pequena. Além disso, baseada em experiências como analista de mercado, foi possível observar ao longo de 8 (oito) anos a existência de uma enorme diferença entre as condições de acesso à informação entre os grandes investidores, aqueles que aplicam milhões no mercado de capitais, e os investidores de menor porte, aqueles que possuem carteiras a partir de R\$ 5.000,00, por exemplo. Conforme observado no Gráfico 2, a fatia de mercado ocupada por essa parcela de investidores não passa de 17%.

Seja pelo tratamento diferenciado por parte das empresas, pela dificuldade de interpretação de informações, pelas dificuldades de acesso às assembleias, ou até mesmo falta de interesse, esses investidores acabam por ficarem mais sensíveis as volatilidades observadas em determinados momentos em bolsa de valores. Essa sensibilidade leva, invariavelmente, a desistência por parte dos mesmos de manterem seus recursos investidos em bolsa de valores ao menor sinal de queda nos preços das ações. Acredita-se que esse seja um forte indicativo da necessidade de maior foco no processo de aprendizagem direcionada especialmente a esse tipo de investidor, como forma de construir conhecimento e estar mais bem preparado

para imprevistos dessa natureza. Ponto que será considerado em seções futuras dessa tese.

3 INFORMAÇÃO E CONHECIMENTO NO CONTEXTO EMPRESARIAL

Os ambientes empresariais, de um modo geral, estão imersos em informações que são insumos inerentes a todo processo produtivo, seja em uma indústria ou prestadora de serviços. Fato é que entre os corredores, máquinas, setores, departamentos, processos, políticas, ou seja, o que quer que se faça dentro de uma empresa, os indivíduos lidam com informações e, conseqüentemente, com o conhecimento. A diferença entre um e outro é bem clara, assim como suas formas de utilização no contexto empresarial, contudo, se faz necessário esclarecimento conceitual acerca dos termos 'informação' e 'conhecimento', visto que são frequentemente utilizados sem a devida distinção, fato que dá vazão a possíveis confusões conceituais e imprecisões terminológicas.

O conceito de informação é definido por Buckland (1991) a partir de três aspectos:

- Informação-como-processo: Quando alguém é informado, aquilo que conhece é modificado;
- Informação-como-conhecimento: "Informação" é também usada para denotar aquilo que é percebido na "informação-como processo";
- Informação-como-coisa: O termo "informação" é também atribuído para objetos.

Destaca-se, ainda, que a informação só pode ser nomeada como 'informação' se esta for compreendida pelo indivíduo, ou seja, se o indivíduo é capaz de compreender o seu significado pode apropriar-se dela, desse modo, se não houver compreensão quanto ao significado essa não pode ser considerada 'informação' (VALENTIM, 2008).

Conhecimento é definido por Davenport e Prusak (1998b, p.6) como sendo

[...] uma mistura fluida de experiência condensada, valores, informação contextual e *insight* experimentado, a qual proporciona uma estrutura para a avaliação e incorporação de novas experiências e informações. Ele tem origem e é aplicado na mente dos conhecedores.

Para Setzer (1999):

Conhecimento é uma abstração interior, pessoal, de alguma coisa que foi experimentada por alguém [...] Nesse sentido, o conhecimento não pode ser descrito inteiramente - de outro modo seria apenas dado (se descrito formalmente e não tivesse significado) ou informação (se descrito informalmente e tivesse significado). Também não depende apenas de uma interpretação

pessoal, como a informação, pois requer uma vivência do objeto do conhecimento. Assim, quando falamos sobre conhecimento, estamos no âmbito puramente subjetivo do homem.

As distinções entre informação e conhecimento são necessárias para que se compreenda que o conhecimento é fruto de mediação cognitiva própria sobre determinada informação. A apropriação de uma informação coletada em um jornal, por exemplo, pode propiciar a construção de 'novo' conhecimento em um indivíduo que, por sua vez, pode transformar esse 'novo' conhecimento produzido em uma nova informação. Do mesmo modo, os fazeres cotidianos em uma empresa são baseados em informações, ainda que sejam fazeres técnicos como a montagem de um veículo. Tal operação de montagem de um veículo só é possível após a internalização de informações sobre tais procedimentos que, por sua vez, geraram um conhecimento, o que possibilitou ao indivíduo responsável por essa tarefa que a fizesse dia após dia.

Evidencia-se, portanto, que as práticas dos indivíduos são organizadas pela representação do conhecimento que possuem. Por outro lado, o conhecimento dos indivíduos é também agente de transformação do contexto em que atuam não se limitando apenas a um único procedimento rotineiro, uma vez que é por meio desse conhecimento que as ações são tomadas modificando o ambiente. Para Choo (2003, p.30) o conhecimento reside na mente dos indivíduos, e esse conhecimento pessoal ao ser compartilhado pode se transformar em inovação.

O conhecimento se configura em um elemento cognitivo existente na mente humana, caracterizado aqui de forma genérica, no saber sobre algo, na consciência e na experiência sobre algo que foi vivenciado. Contudo, o saber, a consciência, a experiência, assim como o aprendizado que levam a construção do conhecimento, dependem não só de contextos sociais, mas também de formação e conhecimento adquirido *a priori*. Nesse sentido, Morin (1999, p.18) afirma que “[...] o conhecimento é um fenômeno multidimensional, de maneira inseparável, simultaneamente físico, biológico, cerebral, mental, psicológico, cultural, social”. Para este autor, o conhecimento comporta necessariamente:

- competência: aptidão para produzir conhecimentos;
- atividade cognitiva: cognição;
- saber: resultante dessas atividades.

Para produzir conhecimento o indivíduo utiliza seu processamento cognitivo, considerando que o indivíduo possui competências inatas para adquirir

conhecimento, ou seja, a capacidade cognitiva depende de elementos biológicos e físicos, além da formação neuronal e celular adquiridas *a priori*. Como resultado da capacidade e competência cognitiva, a construção de conhecimento é complementada com elementos sociais e culturais existentes e transmitida, por meio da vivência do indivíduo.

A distinção entre informação e conhecimento também é apresentada a partir dos conceitos de Davenport e Prusak (1998a, p.18) podendo ser visualizada no Quadro 2. Os autores argumentam sobre a dificuldade em se fazer essa distinção alegando a possibilidade de imprecisão quando dessa busca por definições que possam distingui-las.

Quadro 2: Informação e conhecimento.

Informação	Conhecimento
<p>Dados dotados de relevância e propósito</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Requer unidade de análise ▪ Exige consenso em relação ao significado ▪ Exige necessariamente a mediação humana 	<p>Informação valiosa da mente humana. Inclui reflexão, síntese, contexto.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ De difícil estruturação ▪ De difícil captura em máquinas ▪ Frequentemente tácito ▪ De difícil transferência

Fonte Adaptada: Davenport e Prusak – 1998a – p.18.

Considera-se que o conhecimento no contexto empresarial é extremamente importante, não somente enfocando o contexto interno, como o compartilhamento de informação sobre as rotinas da empresa. Extrema importância deve dada ao contexto externo, considerando-se os demais interessados nos negócios da empresa como clientes e investidores, por exemplo. Tais públicos necessitam de uma gama de informações que serão fundamentais para o processo de construção de conhecimento sobre os produtos, serviços e negócios de um modo geral. Contudo, é fundamental que haja o envolvimento de todos de modo que a construção e compartilhamento de conhecimento seja algo natural. Nonaka e Takeuchi (1997) defendem que a gestão do conhecimento deve estar presente na cultura da organização, sendo responsabilidade de todos, assim como deve ser estimulada por meio de processos que não gerem ambiguidade.

Quando se trata do conhecimento organizacional, pode-se afirmar que este existe em função dos indivíduos que nela atuam, seja a partir do conhecimento trazido pelos fundadores ao longo dos anos e que foi sendo construído na medida

em que os processos e métodos da empresa foram sendo elaborados. Também se considera o conhecimento advindo de experiências trazidas de fora por executivos contratados, constituindo o conjunto de saberes que fazem parte do conhecimento organizacional. Quanto a essa abordagem do conhecimento de forma individual, Nonaka e Takeuchi (1997) destacam que a criação do conhecimento organizacional deve ser entendida como um processo capaz de ampliar o conhecimento adquirido pelos indivíduos de modo que possa ser compartilhado com os demais, o tornando parte da rede de conhecimentos da organização.

O conhecimento dos indivíduos no ambiente organizacional pode e deve ser gerido de forma estratégica, pois essa gestão poderá garantir que as várias ações, iniciativas, pesquisas e projetos da empresa sejam enriquecidos. Essa gestão se dá tanto com o aprimoramento do conhecimento adquirido dentro da empresa, quanto com o conhecimento adquirido anteriormente. Contudo, é importante destacar que, criar um modelo de gestão do conhecimento requer o envolvimento de todos os níveis da empresa, justamente por se tratar de algo que é em sua maioria, como demonstrado anteriormente por Davenport e Prusak (1998a), de “difícil transferência”.

Embora o conhecimento seja algo de difícil transferência, quando uma empresa aproveita os recursos advindos de experiências vivenciadas pelos indivíduos relativas tanto aos fazeres rotineiros da empresa, quanto aos aprendizados adquiridos *a priori*, esses aprendem a selecionar a melhor prática baseada no conhecimento, ao invés de criar uma nova. Acredita-se que as competências intelectuais existentes no âmbito da empresa possuem maior valor do que os próprios equipamentos e ferramentas, assim, esse conhecimento pode e deve ser utilizado como base para o processo colaborativo. Desse modo, pode-se afirmar que o conhecimento só é passível de aproveitamento se e quando for compartilhado.

A estruturação dos elementos que permitem a construção do conhecimento no contexto empresarial perpassa por distintas arenas, independentemente do segmento ao qual essa faz parte, bem como do contexto econômico e social ao qual pertence. Esse é um dos pontos cruciais segundo Choo (2003) que, destaca três arenas enfocando a criação da informação e como é utilizada, cujo papel é fundamental para o processo de construção do conhecimento.

Na primeira arena, Choo (2003) evidencia o ambiente externo, considerando ser esse um fator fundamental no desafio empresarial, qual seja, o de se manter atuante frente aos concorrentes. As informações advindas do contexto externo, bem como as levadas ao contexto externo podem construir o conhecimento que servirá como base para sua adaptação ao meio em que está inserida. Na segunda arena, o autor argumenta que o uso estratégico da informação reside na ideia do aprendizado que promove a construção de novos conhecimentos. Por fim, esclarece que as empresas devem avaliar as informações no processo decisório.

A organização usa a informação para dar sentido às mudanças do ambiente externo. A empresa vive em um mundo dinâmico e incerto. [...] As forças e a dinâmica do mercado moldam seu desempenho. [...] A organização que desenvolve desde cedo a percepção da influência do ambiente tem uma vantagem competitiva (CHOO, 2003, p.27-28).

Ressalta-se, portanto, que a construção de conhecimento não ocorre apenas no contexto interno da empresa. Entende-se que existem ao menos 4 (quatro) níveis a serem considerados, os quais são definidos pela autora dessa tese como sendo os seguintes:

- Conhecimento técnico;
- Conhecimento estratégico;
- Conhecimento em trânsito;
- Conhecimento externo.

Como conhecimento técnico tem-se o conhecimento relativo aos processos produtivos, os fazeres que gerem os produtos ou serviços finais. Tome-se como exemplo uma empresa do setor petroquímico, nesse caso o conhecimento interno se refere aos métodos e técnicas empregados rotineiramente no processo de extração do petróleo bruto, na forma como é extraído, em como é enviado para a superfície e, posteriormente, encaminhado para o processo de refino. Nesse caso, todos os procedimentos exigiram conhecimento que construíram competências e habilidades nos indivíduos permitindo, assim, que os processos técnicos fossem realizados.

Como conhecimento estratégico pode-se citar a análise de informações que irá fomentar a elaboração de estratégias de atuação da empresa. Suponha-se que a empresa em questão precise elaborar para o próximo exercício uma nova estratégia de atuação em outros mercados ou até mesmo estratégias quanto às pesquisas para a descoberta de novos postos de perfuração para extração de petróleo. Para a

construção de um plano de gestão é necessário que exista o processo de construção de conhecimento para subsidiar as decisões, considerando-se que esse exemplo requer um planejamento contemplando estratégias físicas, financeiras e mercadológicas.

No que tange ao conhecimento em trânsito, esse se refere ao conhecimento trazido para o contexto da empresa, mas que foi adquirido externamente. Quando uma empresa realiza um curso *in company*, por exemplo, ou quando envia seus colaboradores para um curso externo. Em ambos os casos pode ocorrer um processo de construção de conhecimento que objetiva o aperfeiçoamento do conhecimento já existente que, por sua vez, se traduzirá em novas habilidades tanto para a realização dos fazeres técnicos, quanto dos fazeres estratégicos. Assim, pode-se considerar que, em decorrência disso, tais conhecimentos transitam criando um fluxo de conhecimento.

Quanto ao conhecimento externo, pode-se considerar que este possui duas possibilidades, sendo que a primeira se refere ao conhecimento que a empresa constrói com base nas informações adquiridas externamente, como informações sobre o valor do barril do petróleo negociado nos demais países produtores; informações sobre economia e política; informações sobre a concorrência. A segunda possibilidade se refere ao conhecimento construído pelo público externo quanto aos negócios da empresa. Nesse último caso, pode-se incluir todos os *stakeholders*⁴ que de alguma forma buscam informações sobre a empresa e, com isso, constroem um 'novo' conhecimento. Por *stakeholders* pode-se dar como exemplo, os clientes/consumidores que constroem conhecimento sobre as especificidades de um produto ou serviço para a tomada de decisão de consumo, ou mesmo os investidores que constroem conhecimento sobre os negócios da empresa com o objetivo de pautar suas decisões de compra ou venda de ações.

Outro ponto que deve ser considerado no âmbito do conhecimento organizacional é a forma como ele transita pela empresa e entre os públicos de interesse. Choo (2003) apresenta os conceitos de Boisot (1995) considerando que o

⁴ O termo inglês *stakeholder* (que pode ser traduzido como 'parte interessada') designa uma pessoa, grupo ou entidade com legítimos interesses nas ações e no desempenho de uma organização cujas decisões e atuações possam afetar, direta ou indiretamente, essa mesma organização. Estão incluídos nos *stakeholders* os funcionários, gestores, proprietários, fornecedores, clientes, credores, Estado (enquanto entidade fiscal e reguladora), sindicatos e diversas outras pessoas ou entidades que se relacionam com a organização. Fonte: <<http://www.knoow.net/cienceconempri/gestao/stakeholder.htm>>. Acesso em: 15 dez. 2013.

conhecimento pode ser “formalizado ou codificado” de algum modo, destacando ainda que o conhecimento formalizado (explicitado) é passível de uma divulgação mais rápida. Boisot (1995 *apud* CHOO, 2003, p.182) classifica os tipos de conhecimento que podem ser codificados, afirmando que “[...] o que pode ser armazenado ou registrado por escrito, sem que ocorram significativas perdas de informação”. O não codificado é definido pelo mesmo autor como sendo “[...] aquele que não pode ser capturado pela escrita ou armazenamento sem perder partes essenciais da experiência a que se refere”. Choo (2003) argumenta que o conhecimento codificado pode se referir, por exemplo, ao preço das ações da empresa ou até mesmo textos legais. Quanto ao conhecimento não codificado o autor destaca conhecimentos que são mais difíceis de serem transferidos integralmente, como lembranças de algum evento. Desse modo, o conhecimento codificado é o que pode ser divulgado e o não codificado se refere ao que não pode ser explicitado.

No contexto do mercado de capitais as informações são consideradas como insumos fundamentais para o processo de análise. Seja informações sobre perspectiva futura para a empresa, ou a divulgação de um importante indicador econômico, todas podem fazer com que o valor do preço das ações seja elevado ou depreciado. Lopes e Valentim (2008) dividem as informações inerentes a esse contexto como sendo “setoriais” e “conjunturais”. As autoras apontam as especificidades informacionais existentes em cada setor da indústria (Quadro 3) e, posteriormente, as especificidades informacionais considerando-se o âmbito conjuntural.

Quadro 3: Informação relevante por setor empresarial.

SETORES	INFORMAÇÕES RELEVANTES
ALIMENTOS (Aves, Suínos Bovinos)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Principais mercados consumidores; ▪ Principais polos produtores no Brasil; ▪ Nível de exportações; ▪ Nível de consumo interno; ▪ Análise de possíveis focos de gripe aviária; ▪ Análise de custos logísticos; ▪ Clima e disponibilidade de fatores de produção; ▪ Possíveis embargos de países consumidores.
AVIAÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Níveis de atividade comercial e turística; ▪ Nível de transporte de cargas; ▪ Desempenho do segmento de linhas aéreas domésticas nacionais; ▪ Desempenho do segmento de linhas aéreas domésticas regionais; ▪ Desempenho do segmento de linhas aéreas internacionais;

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Preço do combustível de aviação.
BANCOS	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estratégias competitivas dos bancos; ▪ Saldo de operações de crédito; ▪ Nível de inadimplência; ▪ Receita de prestação de serviços; ▪ Trajetória do depósito compulsório.
COMÉRCIO VAREJISTA (Bens duráveis e alimentos)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nível de concessão de crédito; ▪ Análise de desempenho considerando sazonalidade; ▪ Volume comercializado; ▪ Expectativas de vendas para o período; ▪ Análise do varejo de alimentos através de desempenho de redes de supermercados e hipermercados; ▪ Faturamento do setor de supermercados e hipermercados considerando sazonalidade.
ENERGIA ELÉTRICA	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Carga de consumo de energia; ▪ Nível de aquisição de eletrodomésticos; ▪ Nível de produção industrial; ▪ Possíveis leilões de energia; ▪ Impacto em relação a possíveis falta de energia.
MINÉRIO DE FERRO	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nível de reservas de minério de ferro; ▪ Nível de exportação; ▪ Desempenho do consumo mundial; ▪ Valorização ou desvalorização da moeda nacional.
PAPEL E CELULOSE	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desempenho de vendas externas; ▪ Qualidade e custos de produção; ▪ Produção de eucalipto; ▪ Logística de transporte.
PETRÓLEO (Distribuição, exploração e refino)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Participação por bandeira em postos de combustível; ▪ Expectativa de consumo para o período; ▪ Concorrência de preços e impactos na qualidade; ▪ Nível de produção nacional de petróleo; ▪ Nível de volume demandado de derivados; ▪ Preço externo do barril de petróleo; ▪ Nível de consumo externo; ▪ Investimentos na descoberta de novas bacias de exploração; ▪ Investimento em tecnologia para plataformas; ▪ Ampliação de refinarias.
SIDERURGIA	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nível de produção de aços não planos direcionados para o setor de construção civil; ▪ Nível de desempenho do setor de construção civil; ▪ Nível de produção de aços planos (placas de aço e laminados) para os setores automotivos, máquinas industriais e utilidades domésticas; ▪ Nível de vendas de automóveis; ▪ Nível de vendas de eletrodomésticos “linha branca”.
TELECOMUNICAÇÕES (Telefonia fixa e móvel)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Impactos de regulamentações; ▪ Nível de concorrência entre empresas; ▪ Desenvolvimento de produtos; ▪ Taxa de penetração por operadora; ▪ Períodos de aquecimento do mercado.

Fonte: Lopes e Valentim – 2008 – p.102.

O tipo de informação ao qual as autoras se referem, diz respeito às especificidades de cada setor. Tais informações podem ser fundamentais,

considerando-se que cada setor pode sofrer influências econômicas de maneiras diferentes. Um determinado evento pode atingir a um setor especificamente e não ao outro. Desse modo, compreender quais informações são inerentes e influenciadoras para cada setor faz com que as análises sejam mais pontuais e assertivas. Na sequência, as autoras apresentam as informações provenientes do contexto conjuntural (Quadro 4), que podem igualmente afetar o mercado de capitais.

Quadro 4: Informação relevante por tipo de fonte informacional.

FONTES	INFORMAÇÕES RELEVANTES
BALANÇA COMERCIAL	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Déficit ou superávit no período; ▪ Relação entre bens importados e exportados; ▪ Projeção de saldo para o final do exercício.
COMÉRCIO VAREJISTA	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Vendas do comércio varejistas no período; ▪ Destaques para vendas do setor por atividade; ▪ Demonstração do acumulado de 12 meses; ▪ Previsão de expansão ou estagnação;
INFLAÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Trajetória de queda de elevação ou de acomodação; ▪ Desempenho dos índices econômicos; ▪ Perspectivas para o final do exercício.
PRODUÇÃO INDUSTRIAL	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nível de produção do período; ▪ Apresenta aceleração, desaceleração; ▪ Base de comparação por categoria de uso; ▪ Previsões para indústria nacional e internacional.
TAXA DE CÂMBIO	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Apreciação ou depreciação no período; ▪ Análise sistêmica e possível impacto no valor; ▪ Posições de governos e agentes; ▪ Saldo em conta do governo; ▪ Nível de recursos em bolsas de valores; ▪ Movimento especulativo; ▪ Projeção da taxa para o final do período.
ATIVIDADE ECONÔMICA	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nível de aquecimento da economia doméstica e mundial; ▪ Dados sobre Produto Interno Bruto (PIB) no período; ▪ Dados sobre o PIB por segmentos; ▪ Capacidade do parque fabril do país; ▪ Nível de investimentos externos; ▪ Estimativa do nível de crescimento para o período.
ECONOMIA INTERNACIONAL	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cenário econômico das principais potências mundiais; ▪ Possíveis manobras das autoridades econômicas; ▪ Consideração dos possíveis impactos de crises; ▪ Projeções para as principais economias.
MERCADO DE TRABALHO	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Taxa de desemprego no período; ▪ Nível de população ocupada; ▪ Número de trabalhadores com carteira assinada no país e nas principais economias; ▪ Nível de rendimentos; ▪ Nível de formalizações no mercado de trabalho; ▪ Previsão de geração de empregos para o período.
POLÍTICA FISCAL	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Meta fiscal do período;

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dívida do setor público; ▪ Nível de arrecadação.
POLÍTICA MONETÁRIA	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Decisões do Comitê de Política Monetária (COPOM) sobre a taxa de juros; ▪ Decisões sobre a taxa de juros base nas principais economias mundiais; ▪ Impactos da taxa de juro base na economia; ▪ Expectativas do mercado quanto a decisões sobre elevação, manutenção ou corte na taxa de juros no país e no mundo.
SETOR EXTERNO	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Saldo das contas correntes externas; ▪ Déficit ou superávit comercial no período; ▪ Nível de investimentos externos; ▪ Previsão para saldo em conta corrente externa no período.

Fonte: Lopes e Valentim – 2008 – p.103-104.

Considerando-se o ponto de vista do investidor, as informações divulgadas sobre a conjuntura mundial, em geral, surgem a qualquer tempo, desse modo, a preocupação fundamental é com o impacto que tais informações podem ter sobre o mercado de capitais. Portanto, as divulgações que contêm informações de ordem conjuntural devem considerar distintos fatores. Tais fatores vão desde dados da economia nacional com seus possíveis reflexos nos níveis de consumo, até a taxa de câmbio, já que todas essas informações podem afetar as empresas, positiva, ou negativamente (LOPES; VALENTIM, 2008).

Outro fator importante é que as empresas devem reconhecer a gestão do conhecimento como parte de suas rotinas e não somente como um projeto com prazo determinado. Quando se cria uma estratégia pontual e temporal corre-se o risco de estar promovendo apenas mais um evento, ou seja, algo que possui um início e final, como um programa a ser implantado por período pré-definido. Quando a empresa vincula a construção e compartilhamento de conhecimento ao desenvolvimento de atividades e tarefas, ela propicia um clima de segurança para que os indivíduos se sintam bem em compartilhar. Do mesmo modo, quando se trata de lidar com o público externo, a empresa não deve se limitar apenas a divulgação de informações de cunho obrigatório, mas sim criar meios de se tornar transparente e franca junto aos seus públicos, para que esses possam construir conhecimento positivo e eficiente sobre os negócios da empresa.

No caso de empresas que possuem capital aberto, as especificidades informacionais que contribuem para o processo de construção de conhecimento requerem maior rigor. Essa constatação ocorre considerando-se que o conhecimento construído por um investidor servirá de base para a tomada de decisão em relação à compra e venda de ações. Portanto, a gestão do

conhecimento nesse contexto especialmente, deve constituir-se de algo permanente.

Na próxima subseção abordaremos a importância da utilização de informações relevantes sobre as empresas com capital aberto e, posteriormente, detalharemos como essas informações servem de apoio para a construção de conhecimento.

3.1 Especificidades Informacionais das Empresas de Capital Aberto e os Processos de Construção de Conhecimento dos Investidores

Como já mencionado anteriormente, acredita-se que a precisão na apropriação e uso de informações relevantes sobre as empresas seria capaz de subsidiar os processos de construção do conhecimento, fator que contribui para a tomada de decisão. Grande parte das pesquisas sobre governança corporativa ao redor do mundo converge para os efeitos desses modelos no preço das ações. Conforme mencionado na seção introdutória, entre os vários autores destaca-se Berle e Means (1932), Coase (1937), Jensen e Meckling (1976), Kappler e Love (2002), Silva (2002), Silveira (2002). Este trabalho, entretanto, busca explorar a ideia de que a informação disponível nesse mercado pode construir conhecimento de modo distinto no investidor pessoa física/individual, considerando-se justamente a forma como as empresas fornecem as informações que irão subsidiar a construção desse conhecimento.

A empresa de capital aberto possui algumas especificidades informacionais que não fazem parte das rotinas de uma empresa cuja sociedade é limitada. Tais especificidades dizem respeito, especialmente, a um conjunto amplo de informações que devem ser divulgadas regularmente. Entre dados contábeis, informações estruturais, perspectivas sobre os negócios e outras que veremos nessa seção, a empresa convive com normas e leis que determinam e delimitam tanto a disseminação, quanto o que não pode ser disseminado.

Lembrando que a relação entre empresa e investidor se fundamenta, principalmente, na transparência quanto ao padrão de qualidade da disseminação de informações sobre sua eficiência, ou seja, é importante assegurar o amplo acesso do investidor às informações relevantes, para a correta avaliação das expectativas de risco e retorno dos investimentos (PINHEIRO, 2007).

Espera-se que as empresas de capital aberto sejam capazes de possuir uma estrutura informacional que supra as necessidades dos investidores, considerando-se que essas empresas possuem obrigações quanto à disseminação regular de informações. Brealey e Myers (1995) destacam que os mercados eficientes são aqueles em que os participantes formam expectativas, baseadas em informações disponíveis, sobre eventos que possam influenciar os preços do ativo negociado. Isso porque, o preço da ação é um indicador da avaliação que o mercado faz do produto e deve refletir as informações disponíveis sobre o mercado em determinado momento.

Considerando-se a premissa de que uma ação se refere a uma fração do todo da empresa e essa diz respeito, portanto, a um ativo relativo ao valor patrimonial da empresa, é natural que se utilize informações referentes a tais características quando da avaliação da empresa. Desse modo, um investidor utiliza informações diversas sobre a empresa quando passa pelo processo de construção de conhecimento para a tomada de decisão e é com base nelas que ele constrói conhecimento e, posteriormente, define o comportamento de compra ou de venda. Tais informações podem ser baseadas em informações setoriais e conjunturais, como já exploradas na subseção anterior, bem como podem ser ainda mais específicas, chegando aos dados contábeis e inúmeros relatórios financeiros que contemplam informações sobre conselhos de administração, diretoria, todos a serem apresentados posteriormente na Subseção 4.1.

Essa análise informacional realizada pelos investidores está alicerçada na consideração sobre a obtenção para si dos benefícios decorrentes do investimento realizado, bem como da possibilidade dos resultados dessas empresas não retornarem para esses que são considerados fornecedores de capital. Considera-se que nesse contexto, os vieses cognitivos são tendências resultantes do processamento mental dessas informações sobre as empresas, informações essas que levam o tomador de decisão a pensar de uma determinada maneira e de acordo com a situação, bem como de acordo com seus interesses. Em relação à necessidade de uso da informação, Venâncio e Borges (2006) apontam três dimensões a serem consideradas:

- Afetiva – estágio inicial, etapa que se refere à busca da informação. Sensações comuns nesta etapa: incerteza, ansiedade, confusão ou mesmo frustração;

- Cognitiva – está relacionada ao âmbito dos pensamentos. É o momento de reflexão sobre as informações obtidas e o seu aproveitamento junto ao mapa cognitivo do sujeito;
- Física – refere-se às ações tomadas no intuito de gerar alívio ou mesmo na obtenção de confiança (VENANCIO; BORGES, 2006 *apud* CARVALHO; MATTOS, 2008, p.139).

Baseado em estudos neurais sobre o comportamento do investidor, Peterson (2008, p.51) considera os atributos comportamentais frente aos atributos racionais dos investidores. O autor afirma que em suas pesquisas observou que primeiramente os investidores tendem a realizar uma avaliação baseada na razão, mas para consolidar tais decisões baseadas em um conjunto de informações complexas, também utilizam a intuição.

Essa informação baseada na razão está relacionada as informações acessadas sobre as empresas. É comum observar-se no mercado de capitais o movimento dos investidores que demonstra o uso dos atributos de intuição, entretanto, antes de lançarem mão de tais atributos consideram as informações disponibilizadas. Mesmo em uma situação de *estresse* do mercado, a exemplo de um cenário de quedas expressivas, observa-se que antes de uma decisão de venda das ações os investidores buscam informações sobre os fatores que causaram a referida queda nos preços, ainda que não haja tempo para compreender e, até mesmo, identificar quais são essas causas. Nesse sentido, acabam por agir seguindo o movimento do mercado.

Afirma-se, portanto, que são as informações disponibilizadas que constituem as bases para a construção de conhecimento fundamental para a tomada de decisão. Ainda que um indivíduo use sua experiência e *insights*, antes ele recorre às informações disponíveis, seja por meio de acesso ao *website* das empresas, jornais, analistas, seja por meio de outros recursos. Por isso é tão importante que se dê o devido rigor ao compromisso das empresas de divulgar as informações relevantes com clareza, de forma tempestiva e clara, para que todos os interessados tenham condições de utilizar tais informações no processo de construção de conhecimento. Nesse caso, é fundamental que as empresas utilizem critérios de gestão da informação que favoreçam essa disseminação de forma responsável.

Outro ponto importante é o fato de que tais especificidades informacionais verificadas no contexto das empresas devem abranger todos os processos, pessoas, áreas, departamentos. Os fluxos de informação devem fazer parte do conjunto que irá compor o rol de informações a serem divulgadas. Todas essas

vertentes informacionais precisam ser analisadas de acordo com as especificidades exigidas pelo mercado e se inclui aí as questões legais e de caráter voluntário. Posteriormente, essas informações são compiladas e seguem para disseminação ao mercado.

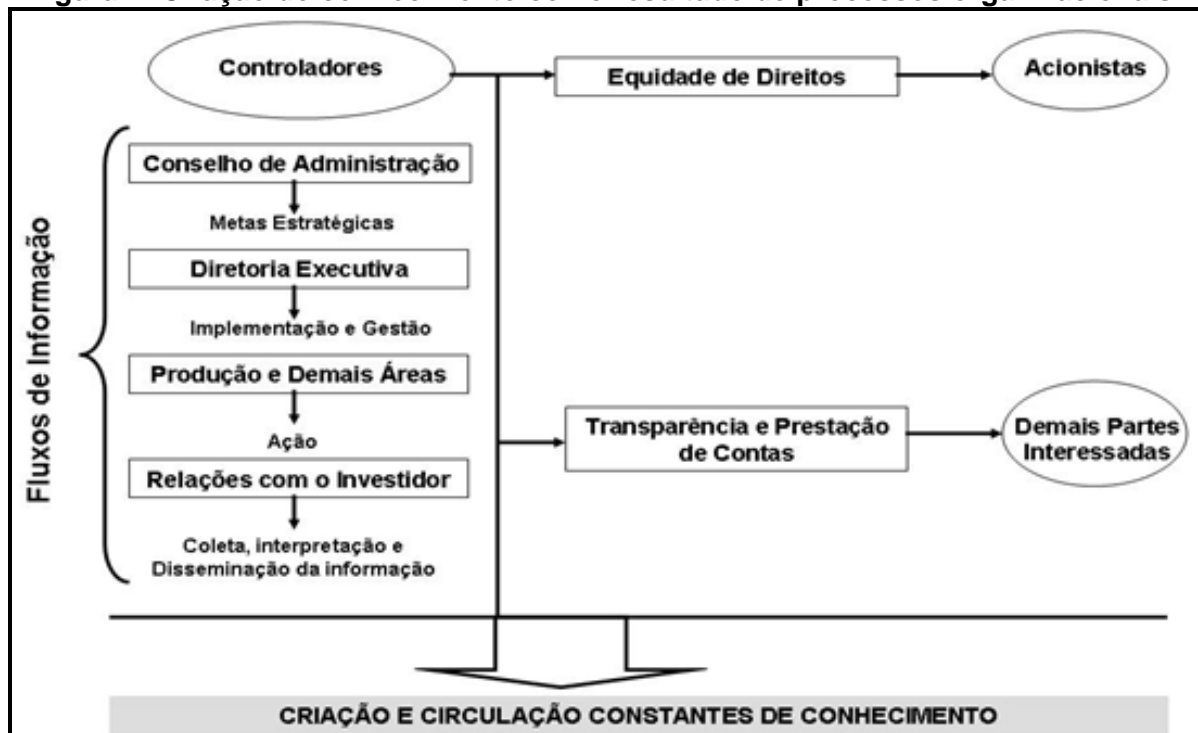
No que tange aos contextos os quais dão origem as informações, Lopes e Valentim (2010a) apresentam uma categorização elaborada com base em elementos destacados pelas autoras como sendo fundamentais no estabelecimento de processos de gestão da informação no contexto do mercado de capitais. Tais elementos são apresentados em três segmentos que dizem respeito às áreas das empresas, quais sejam:

1. Estrutura interna de gestão de informações que podem envolver:
 - Descrição documental sobre as políticas de relacionamento entre conselho/direção/acionistas;
 - Elaboração e divulgação de código de ética dos principais executivos;
 - Divulgação dos critérios de poder dado aos executivos;
 - Criação de comitês de auditoria para acompanhamento das informações geradas e divulgadas;
 - Instrumentos de avaliação de desempenho de executivos e conselheiros.
2. Critérios de divulgação de informações relevantes:
 - Implantação de instrumentos e procedimentos de gestão de risco;
 - Maior divulgação sobre remuneração de diretores e conselheiros;
 - Criação de políticas de divulgação voluntária, adicionais a exigidas legalmente;
 - Criação de instrumentos que coíbam práticas de uso de informações privilegiadas;
 - Criação de mecanismos que possam facilitar o acesso a informações sobre governança corporativa entre os pequenos acionistas;
 - Criação de mecanismos para facilitar a participação de acionistas em assembleias, como voto eletrônico;
 - Utilização de mecanismos para relacionamento com investidores;
 - Criação de modelos de divulgação de informações quanto à estrutura financeira, condições, desempenho e perspectivas para a empresa.
3. Eficácia do website como suporte das informações divulgadas:
 - Utilização de critérios de usabilidade rigorosos para a área de divulgação de informações no website, tais como conteúdo, localização e navegação;
 - Utilização de pesquisas para avaliação do conteúdo acessado visando uma melhor gestão desse quesito;
 - Disponibilização de profissionais da empresa ligados ao relacionamento com investidores;

- Criação de mecanismos de acesso para compartilhamento de informações entre a empresa e os participantes do mercado;
- Criação de mecanismos tecnológicos cujas linguagens permitam a coleta de informações financeiras (LOPES; VALENTIM, 2010a, p.295).

Como se pode observar, as empresas com capital aberto, sobretudo as que possuem nível de governança corporativa, devem seguir rigoroso padrão de disseminação. Tais padrões resultam em relatório cujas informações se referem em grande parte aos resultados da empresa e tem como origem os dados coletados em todas as áreas. Confirmando essa constatação, Lopes e Valentim (2010b) definem as relações internas da empresa (Figura 1), movimento que é gerador de informações e significativo aparato para construção de conhecimento.

Figura 1: Criação do conhecimento como resultado de processos organizacionais.



Fonte: Lopes e Valentim – 2010b – p.205.

Com efeito, a expectativa dos investidores quanto ao retorno esperado sobre os seus investimentos depende de um conjunto de fatores que estão, em muitos casos, relacionados ao ambiente institucional da empresa em que se está investindo. A maneira peculiar com que cada investidor percebe as informações sobre as empresas, propiciará como resultado determinado processo de construção de conhecimento. Quanto melhor for a qualidade das informações disponibilizadas,

sobretudo no que diz respeito à transparência e clareza de linguagem, mais bem subsidiados estarão para tomar uma decisão.

É possível afirmar, portanto, que um investidor cujo suporte informacional seja consistente em informações sobre as empresas, bem como lhe apresente uma linguagem familiar, poderá construir conhecimento sobre ela com maior facilidade. As capacidades requeridas nesse contexto estão intimamente relacionadas ao suporte, porquanto um indivíduo constrói conhecimento quando alimentado com informações que, primeiramente lhe interessam, mas, mais ainda, que sejam passíveis de compreensão. Desse modo, não é possível que um investidor que não possui familiaridade com as ferramentas disponíveis, tampouco compreenda os métodos de avaliação, seja capaz de se alicerçar a partir de critérios oriundos de tais conhecimentos dos quais não dispõe. Não é possível que um investidor construa conhecimento sobre os elementos de um relatório financeiro, se esse não consegue ter acesso ou quando tem acesso, não é capaz de dotar de significado os dados das tabelas, tampouco proceder a uma interpretação, apropriar e internalizar um conteúdo informacional, a ponto de criar sentido iniciando o processo de construção de conhecimento.

Sobre essas observações, evidencia-se que há uma falha no que se refere à educação financeira no país, considerando-se que nem todos os atuantes desse mercado são capazes de interpretar tais informações que normalmente são divulgadas em formatos e linguagens técnicas. Nessa perspectiva, Gouws e Shuttleworth (2009) apresentam em sua pesquisa *Financial Information Literacy* uma proposta de uma “alfabetização em informação financeira” ou “competência em informação financeira”, ao considerarem que educação – no que se refere às áreas econômica e financeira –, é de certo modo como educar as pessoas a ler e escrever, porquanto é algo que afeta o bem-estar financeiro de cada indivíduo, da organização e da sociedade como um todo. Desse modo, quando se emprega o termo 'financeiro' esse se refere à dimensão da informação, já o termo 'alfabetização' se refere aos processos mentais dos indivíduos ao usar a informação. Trata-se de uma interação entre o conteúdo informacional e a mente do indivíduo, e ambos somente são capazes de interagir se conectados por uma interface, como a alfabetização em informação financeira, por exemplo.

Em relação ao conceito de aprendizado, conforme mencionado na Seção 3, Choo (2003) destaca em suas “arenas” que, a criação, a organização e o

processamento da informação para a construção do conhecimento ocorrem por meio do aprendizado. Embora o autor faça referência ao contexto das empresas no que se refere ao aprendizado para construção do conhecimento, é possível aplicar a ideia no que tange aos *stakeholders*, ou seja, podemos considerar que o aprendizado é capaz de preencher os *gaps* de conhecimento sobre governança corporativa. Assim como as empresas, os investidores precisam para o processo de aprendizado, “[...] reexaminar crenças herdadas e questionar as práticas existentes como as únicas alternativas viáveis” (CHOO, 2003, p.28). Essa conclusão se deve a experiências vivenciadas enquanto profissional da área, quando esta pesquisadora em conversas com investidores, ouvia de forma recorrente que havia falta de tempo e, sobretudo, grande dificuldade para compreender novas informações de cunho analítico e que, portanto, o aprendizado era dificultado. Observamos, de maneira preliminar, as dificuldades de compreensão e necessidade de aprendizado para uso de tais mecanismos de avaliação, no caso, a governança corporativa.

Sob este ponto de vista, há que se considerar que o mercado de capitais embora tenha buscado o aumento da quantidade de investidores pessoa física//individual, não possui uma estrutura que comporte critérios de educação financeira. Construir conhecimento requer o uso das estruturas cognitivas, mas vai além, pois informações que não sejam familiares requerem uma alteração nessa estrutura cognitiva para que essa informação seja assimilada. Ora, se não há acesso à informação ou se a informação é disposta de modo que sua interpretação seja difícil, como pode haver a construção de conhecimento? Essa questão permeia as especificidades informacionais das empresas de capital aberto, considerando-se que essas empresas devem disponibilizar informações, entretanto, tais informações não seguem um padrão de clareza no que se refere ao formato que atenda a todos os públicos. Um investidor que possui milhões de reais em ações tem um suporte profissional capaz de atender a essas demandas informacionais. Contudo, se considerarmos um médico que passa o dia atendendo seus pacientes nos períodos em que a bolsa de valores opera, possui como formação a área de Saúde e não de Economia, Contabilidade ou Finanças. Como um investidor com essas características pode ter tempo e aparato cognitivo para avaliar de forma minuciosa um demonstrativo de resultados do exercício?

Convém destacarmos que essas condições fazem parte da constituição da estrutura informacional estabelecida e regida pelas empresas. O que é interessante

analisar é o caráter estratégico, uma vez que as empresas na sua maioria possui maior interesse nos investidores de maior porte. Desse modo, pode-se considerar que esse cenário de falta de habilidade para interpretar as informações divulgadas, seja determinado pelo comportamento das empresas. Isso ocorre pelo fato de muitas empresas desconsiderarem que pessoas que não possuem grau de conhecimento suficiente para interpretar tais informações e nem recursos para contratar gestores profissionais, também necessitam de informações.

Em estudo realizado na área de relações com investidores de um grupo de empresas brasileiras com capital aberto, Oliveira e Martelanc (2012) observaram a forma com que as empresas analisam os tipos de investidores e, especialmente, a forma com que elas fazem uma segmentação estratégica. Essa segmentação, segundo os autores, serve como base para que a empresa conheça seus públicos e, desse modo, possa manter seu foco no que melhor lhe trará resultados.

Os autores afirmam que ocorre, por um lado, a falta de interesse das empresas em divulgar em formato de mais fácil compreensão, ou até mesmo educar os investidores. Outro ponto que pode deve ser considerado nesse contexto, é o fato de que nem sempre os próprios investidores possuem interesse em se aprofundar em matérias que são mais complexas, como as referentes às informações contábeis, por exemplo.

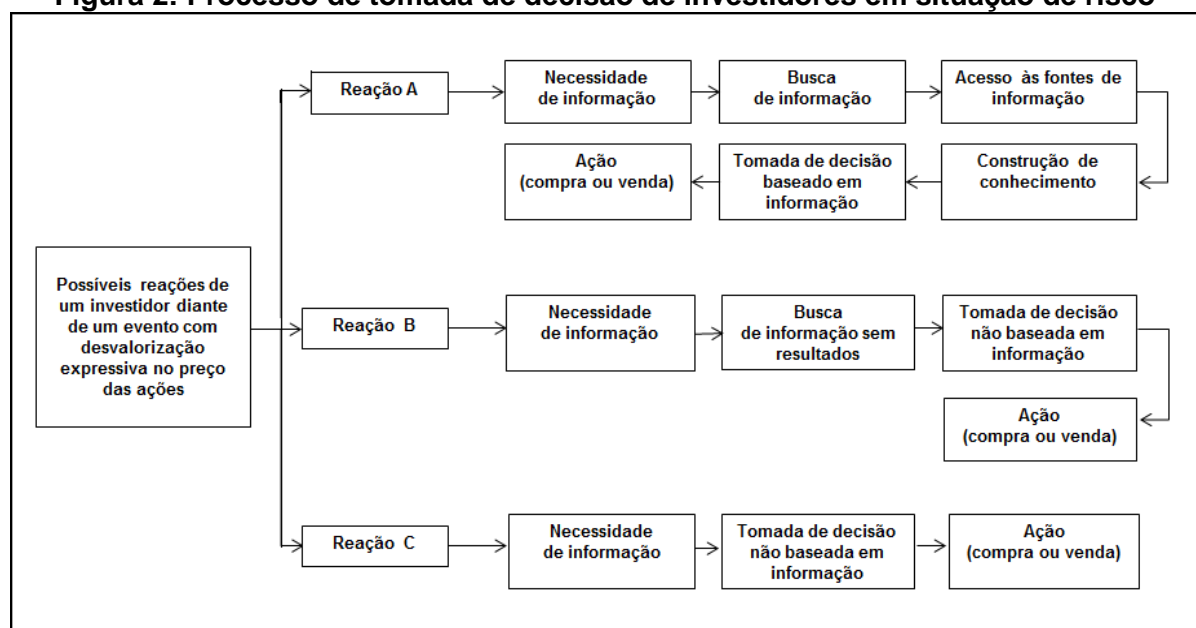
Destaca-se, ainda, que os investidores institucionais possuem um interesse maior nas demonstrações financeiras, nas informações sobre o que pode ser mais impactante para o setor, bem como as informações estratégicas. A diferença entre os investidores estrangeiros e os institucionais nacionais é que os primeiros, em geral buscam informações que lhes tragam segurança no que diz respeito à regulação do setor, atuação governamental no setor, perspectivas para a economia do país, além das informações financeiras das empresas. Por outro lado, os investidores pessoa física/individual demandam informações mais básicas, sendo que poucas exceções dizem respeito às informações financeiras mais detalhadas e estratégicas da empresa, sendo que se limitam a requerer informações em grande parte voltadas ao pagamento de dividendos e dados financeiros muito básicos “[...] por desconhecer o mercado ou por não ter conhecimentos financeiros técnicos” (OLIVEIRA; MARTELANC, 2012, p.272).

Naturalmente, existe uma diferença preponderante entre a interpretação e uso das informações sobre as empresas por parte de um grande gestor de fundos e, por

outro lado, de um investidor individual. Há que se considerar que as características individuais – tanto cognitivas se considerando a habilidade em interpretar informações, quanto em se tratando de recursos financeiros –, de cada tipo de investidor, direcionam o grau de conhecimento que será construído. Entretanto, evidencia-se que as empresas conhecem essas diferenças cognitivas, mas não apresentam formas de gestão da informação que é divulgada, de modo que todos os públicos possam compreender e utilizar tais informações de maneira eficiente.

Analisando a ação de um investidor no mercado de capitais, é possível notar que, em geral, ele se comporta de maneira distinta e de acordo com o contexto. A Figura 2 demonstra uma sequência ocorrida no processo de tomada de decisão de investidores no mercado de capitais, considerando um evento complexo, como a queda expressiva no valor das ações e em alta velocidade. Neste exemplo ocorre uma situação de desvalorização expressiva nos valores das ações de um modo geral, observados em um curto espaço de tempo, considerando-se que tal queda ocorreu de maneira brusca, repentina, e a princípio sem que os investidores conhecessem as razões para tal queda. A Figura 2 apresenta três possíveis reações comuns aos investidores, e como se comportariam diante de tal evento desconhecido. Destaca-se que esse exemplo diz respeito a um investidor que possui uma carteira de ações e não a de um que possui interesse em adquirir ações.

Figura 2: Processo de tomada de decisão de investidores em situação de risco



Fonte: Elaborado pela autora

Como se pode observar, a Figura 2 demonstra um evento de alta complexidade e que, invariavelmente, causa nos indivíduos a necessidade de adquirir informações, ou seja, uma necessidade de construir conhecimento sobre a razão para tal desvalorização expressiva no preço das ações. Ocorre que os investidores podem apresentar três tipos de reações, sendo que a reação 'A' se refere à busca pela informação com vistas a compreender as razões para essa queda, para tanto, o indivíduo busca fontes de informações para suprir essa necessidade. Posteriormente, esse indivíduo dotado agora de informações, passa pelo processo de construção de conhecimento que, finalmente, irá subsidiá-lo em sua tomada de decisão, podendo ser a venda das ações que possui ou a compra de mais ações por considerar que é uma oportunidade de fazer uma 'média' no valor de compra anterior ou, ainda, se manter na mesma posição.

No que tange à reação 'B', observa-se que esse indivíduo também possui uma necessidade informacional e, em função disso, ele parte para a busca de informações, entretanto, pula a fase de acesso às informações, partindo diretamente para a fase de tomada de decisão e posterior ação. Tal reação se dá, em geral, com base nos seguintes pressupostos: a) não possui acesso às informações b) não sabe utilizar as informações disponíveis.

Em relação à reação 'C', evidencia-se que esse indivíduo possui uma necessidade de informações, entretanto, opta por não buscar informações, reação que se dá com base nos possíveis pressupostos: a) necessidade de preservação do patrimônio, considerando que o tempo para a busca de informações pode levá-lo a uma perda maior de seu capital; b) não possui acesso às informações c) não sabe utilizar as informações disponíveis. Desse modo, mesmo possuindo a necessidade de obter informações sobre esse evento que faz com que ocorra uma desvalorização das ações nas quais esse indivíduo investe, ele opta por passar diretamente para a tomada de decisão e ação.

Em suma, observa-se que o comportamento dos investidores, de um modo geral, se dá não só em função das informações disponibilizadas, mas mais ainda em função das fontes de informação e acessibilidade. Destaca-se que as reações 'B' e 'C' são mais comuns em investidores individuais, justamente por terem pouco conhecimento sobre os canais e formas de utilização das informações que irão subsidiar o processo de tomada de decisão. Naturalmente, em uma situação em que não há tamanha complexidade, todos os tipos de investidores apresentam a

necessidade informacional, entretanto, às reações não são, em geral, diferentes das apresentadas na Figura 2.

Com base em experiência vivenciada pela autora como profissional no mercado de capitais, pode-se afirmar que, o processo de construção do conhecimento pautado em rigorosa seleção de informação não faz parte da rotina de investidores individuais que, em sua maioria, utilizam as indicações feitas por analistas de corretoras. Mesmo nesse caso, tais profissionais não fomentam a construção de conhecimento no investidor, porquanto passam apenas as recomendações de compra ou venda, o que faz com que o investidor saiba apenas se uma empresa é uma boa opção de compra ou não, segundo a visão do analista da corretora, independentemente dos fatores que a tornam boa ou má opção.

Desse modo, destaca-se que os processos de construção de conhecimento nesse contexto, perpassam pelas necessidades informacionais dos investidores. Identificar as necessidades informacionais dos indivíduos é o primeiro passo para que uma empresa saiba direcionar seus esforços voltados à gestão adequada de informações, que como mencionado anteriormente, possuem características específicas. Para Choo (2003, p.396) “[...] as necessidades de informação nascem de problemas, incertezas e ambiguidades encontradas em situações e experiências específicas”. Não é fundamental que se tenha como enfoque o significado de uma determinada informação, mas especialmente com a forma com que tais informações são utilizadas, seus padrões e condições de disponibilização que são quesitos que propiciam sentido a tais informações quando acessadas por um indivíduo em determinadas situações (CHOO, 2003).

Nessa perspectiva, se reafirma a importância do uso de informações sobre os modelos de governança corporativa, considerando que esse conjunto de informações contempla informações muito específicas sobre as empresas, sejam financeiras, contábeis, conjunturais. Contudo, há que se atentar para a forma como essas informações são disponibilizadas. Os modelos de governança corporativa foram idealizados e vem sendo implementados ao longo das duas últimas décadas em função, especialmente, do benefício aos pequenos investidores que, historicamente são prejudicados em detrimento dos grandes acionistas. Ora, se os modelos de governança corporativa, como será visto na próxima seção, existem para aproximar os interesses das partes envolvidas, é fundamental que todas essas

partes recebam as informações de forma clara, transparente e com linguagem acessível.

4 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Grandes escândalos corporativos envolvendo os processos de disseminação de informações no fim da Década de 1990 e início dos Anos 2000 causaram significativa preocupação no meio financeiro em âmbito mundial. Tais escândalos, em sua maioria, envolviam a manipulação de dados contábeis e financeiros, com o objetivo de gerar informações que não condiziam com a real situação patrimonial das empresas. As chamadas ‘maquiagens contábeis’ causaram grandes prejuízos no mercado norte-americano, onde ocorreu grande parte desses escândalos corporativos, país até então reconhecido por seu rigor no que se refere à atuação no mercado de capitais.

O cerne de tais escândalos ocorreu no início dos Anos 2000, quando gigantes mundialmente reconhecidas pelo porte e atuação, foram descobertas cometendo graves fraudes financeiras. No ano de 2002 empresas como *Enron*, *Worldcom* e *Xerox*, entre outras, foram acusadas de cometer fraudes contábeis que envolviam em grande parte a adulteração de balanços contábeis e a evasão fiscal, com o objetivo de mascarar a realidade financeira e, com isso, atrair mais investidores. No caso da *Enron*, a comoção foi grande naquele país considerando que essa empresa era vista como uma das mais admiradas dos EUA. Tal manipulação culminou em milhares de desempregos, a quebra de um grande fundo de pensão mantido pelos funcionários e, também, a quebra de uma das mais importantes empresas de auditoria do mundo, a *Arthur Andersen* (SILVEIRA, 2004).

No Brasil, conforme destaca Feigl *et al.* (2005, p.3), a *Enron* tinha “[...] na mesma época, participações no gasoduto Brasil-Bolívia, na *Usina Termoelétrica de Cuiabá*, na *Eletrobolt*, na *Gaspart*, na *GEG/GEGRio* e na *Elektro Eletricidade e Serviços*”.

As forças externas advindas desses escândalos elevaram a emergência pela remodelagem dos modelos de gestão que vinham sendo praticados pelas empresas com capital aberto. Com uma legislação que já não era capaz de amparar tais elementos, vários organismos passaram a se mover em busca de um novo aparato que pudesse contemplar a contemporaneidade, ao passo que fosse capaz de preservar acionistas de eventuais manipulações. Tais alinhamentos tiveram como base fundadora os elementos de um modelo de gestão nascido na Década de 1990

e que caminhava mundo afora em prol de uma gestão responsável. Trata-se da governança corporativa, que diz respeito a um conjunto de mecanismos que visam aumentar a segurança dos investidores. Tal segurança necessário se deve em razão de serem esses, por um lado, fornecedores de recursos que financiam as atividades empresariais em dado momento quando da abertura de capital e, por outro lado, buscam para si o retorno sobre o seu investimento com a valorização das ações e dividendos.

Atualmente são vários os conceitos sobre governança corporativa, já que esta é compreendida como um modelo cujos elementos estão em constante evolução, considerando que as empresas e o mercado de capitais no mundo necessitam igualmente de constante evolução. Considerando-se a multiplicidade de conceitos, destaca-se alguns que são mais utilizados nos contextos mundial e brasileiro.

A governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. A estrutura de governança corporativa especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação a questões corporativas (OECD, 2004, p.17).

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa 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, p.19).

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. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas (CVM, 2002a, p.2).

Fator fulcral nesse contexto é o fato de que as empresas utilizam como fonte de financiamento os recursos de investidores que, por sua vez, enfrentam o risco de não obter retorno sobre seus investimentos, à vezes pela depreciação do valor das ações, mas em alguns casos porque ocorre por parte dos controladores a expropriação. Mediante esses fatores, a governança corporativa é considerada um

conjunto de mecanismos, por meio dos quais os pequenos investidores podem se proteger (LA PORTA *et al.*, 2000, p.4).

Para Shleifer e Vishny (1997, p.737), a governança corporativa deve ser utilizada como um conjunto de mecanismos com os quais o fornecedor de recursos, que é o investidor, possa garantir a obtenção para si do retorno sobre seu investimento de forma igualitária. Isso considerando que, se ambos são maximizadores de resultados, se espera que um não obtenha vantagem visando apenas os seus próprios interesses.

Desse modo, é possível compreender, com base nas várias abordagens dadas ao tema, uma correlação entre o tratamento igualitário, a transparência e responsabilidade com todas as partes envolvidas no negócio da empresa. Com base nessas premissas, dar-se-á início às considerações sobre os elementos que constituem o desenvolvimento dos modelos de governança corporativa no Brasil. Embora seja um modelo que teve origem nos principais questionamentos, envolvendo as relações entre acionistas na Europa e EUA, o Brasil não demorou a tomar iniciativas que trouxeram avanços significativos para o mercado de capitais nacional.

No meio organizacional brasileiro existem certas características que tornam o desenvolvimento dos modelos de governança corporativa, de certo modo, mais difíceis de serem implementados. A realidade brasileira conta com um meio empresarial fortemente marcado pela concentração de grupos familiares e uma grande parte de subsidiárias de outros países. Tais características não raro são apontadas como barreiras para o desenvolvimento dos modelos de governança corporativa. Contudo, o Brasil vem desde no início dos Anos 2000 desenvolvendo seu modelo de governança, buscando alcançar conhecimento sobre tais ferramentas de gestão. Essas características foram destacadas em vários estudos realizados no início dos Anos 2000 *Mckinsen & Company* e *Korn/Ferry International* (2001); IBGC e *Booz Allen Hamilton* (2003); e mais recentemente IBGC e *Booz & Company* (2009).

Desde 2001, vários avanços no contexto brasileiro fizeram, em conjunto, com que os modelos de governança corporativa proporcionassem uma nova roupagem para o mercado de capitais brasileiro. Com a mudança na legislação vigente, bem como a iniciativa de vários organismos o panorama começou a mudar, trazendo

para as empresas uma nova realidade, deixando a Década de 1990 e seus modelos empresariais fechados, definitivamente para trás.

Os principais marcos nas mudanças de paradigmas nesse contexto foram:

- 1) A aprovação da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, a Nova Lei das SA;
- 2) A criação dos níveis 1 e 2 de governança corporativa e o Novo Mercado pela BOVESPA, em 2001.
- 3) A divulgação das recomendações da CVM sobre governança corporativa, em 2002;
- 4) Reformulação do Código das melhores práticas de governança corporativa pelo IBGC, em 2004.

Apresenta-se, a partir desse ponto, as principais características dessas ações que mudaram o panorama do mercado de capitais brasileiro e que buscam consolidar os modelos de governança corporativa.

A Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001 foi criada com o objetivo de reformular a Lei nº 6.404 de 1976, considerando que foi criada na Década de 1970, era ineficiente para o alcance de todas as necessidades existentes no contexto empresarial contemporâneo, bem como no que tangia a transição do Século XX para o Século XXI.

As principais inovações apresentadas com a nova Lei das SA representaram a adoção de uma nova realidade vivenciada pelas empresas. Ao retratar esse novo enfoque, a nova lei trouxe uma inovação no sentido político e cultural considerando o papel das empresas no contexto econômico e social (GARCIA, 2005, p.90).

Entre as principais inovações da nova Lei das Sociedades por Ações (2001) se destacam os seguintes itens:

- Na hipótese de fechamento de capital da empresa, esta é obrigada a realizar oferta pública de ações, por preço justo, sujeita a revisão por solicitação de acionistas que representem pelo menos 10% do capital social;
- Exigência de maior representatividade de ações com direito a voto no capital social da empresa, passando a proporção entre preferenciais e ordinárias para 50%;
- Eleição de um membro do Conselho de Administração por acionistas titulares de ações preferenciais que detenham pelo menos 10% do capital social.
- Direito dos acionistas titulares de ações com direito a voto de alienar suas ações por preço correspondente a 80% do valor das ações integrantes do bloco de controle, em oferta pública a ser

realizada quando da alienação do controle da companhia (*tag-along*⁵).

- O art. 17 (§ 1º) prevê preferências ou vantagens atribuídas às ações preferenciais negociados no mercado de valores mobiliários, entre as quais: I - Direito ao dividendo de no mínimo 25% do lucro, calculado na forma do artigo 202 da Lei das S.A., sendo que a prioridade no recebimento desses dividendos deve ser correspondendo a no mínimo 3% do PL (Patrimônio Líquido) da ação, e direito de igualdade de condições com as ordinárias; II – direito ao recebimento de dividendo por ação preferencial pelo menos 10% maior que as ordinárias; III – direito de serem incluídas em oferta pública de alienação de controle (*tag-along*), assegurado dividendo pelo menos igual aos das ordinárias.
- Previsão da possibilidade de se instituir estatutariamente a arbitragem como forma de resolução dos conflitos entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários (Art. 109, § 3º).

A nova Lei das Sociedades por Ações foi criada com o objetivo de modernizar as empresas com os princípios fundamentais e melhores práticas contábeis internacionais, visando especialmente à inserção do Brasil no atual contexto econômico mundial. O principal foco foi à adaptação as mudanças sociais e econômicas, o fortalecimento do mercado de capitais por meio da implementação de normas internacionais para as questões contábeis e de auditoria, além da promoção de maior transparência e qualidade na prestação de informações (LOPES, 2010).

A partir do Ano 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo, até então BOVESPA, atualmente BM&FBOBESPA, lançou os segmentos especiais de listagem que têm como objetivo criar um ambiente de negociações com regras próprias que sejam capazes de elevar o nível de governança corporativa das empresas. Com características específicas de acordo com o nível, bem como contendo critérios adicionais a nova Lei das SA, os três níveis diferenciados de listagem marcaram uma nova era para o mercado de capitais brasileiro.

A adesão aos segmentos diferenciados de listagem, que se traduz na inserção de práticas de governança corporativa, ocorre de forma voluntária por parte das empresas. Cada nível apresenta um grau de evolução nos quesitos que contribuem com a aproximação de interesse entre as partes. Conforme destacam Andrade e Rossetti (2004, p.296) o ponto crucial existente nessas listagens é o foco

⁵ O *tag along* é previsto na legislação brasileira (Lei das SA, Art. 254-A) e assegura que a alienação, direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia somente poderá ocorrer sob a condição de que o acionista adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/empresas-com-tag-along.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 05 abr. 2013.

na proteção dos acionistas, além da transparência, prestação clara de contas, tratamento justo e igualitário destinado a todas as partes, entre outras.

São os seguintes os principais compromissos assumidos pelas empresas ao aderirem ao segmento de listagem denominado “Nível 1 de Governança Corporativa”:

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITR) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais, entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IAN) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital (BM&FBOVESPA, 2008a).

Além dos compromissos existentes no segmento de listagem do Nível 1, as empresas que fazem parte do segmento denominado ‘Nível 2 de Governança Corporativa’ têm acrescidos os seguintes itens:

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No

mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.

- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembleia geral.
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 100% (cem por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Seguindo as características já existentes nos Níveis 1 e 2 de governança corporativa, o Novo Mercado foi criado com o objetivo de trazer maior rigor aos critérios apresentados nos níveis já existentes. Destaca-se que, os Níveis 1 e 2 são utilizados por empresas que já possuem o capital aberto e buscam uma migração de nível de gestão, partindo para os formatos que visam um maior grau de governança corporativa. De outra forma, o Novo Mercado é um segmento destinado às empresas que estão iniciando seus negócios em bolsa de valores, desse modo, desde 2001 todas as empresas que abrem o seu capital devem obrigatoriamente estar listadas no âmbito do novo mercado.

Esse segmento de listagem trouxe um novo panorama para a governança corporativa, já que seu arcabouço além de conter maior rigor em termos de gestão e transparência, busca promover uma mudança no mercado de um modo geral, sendo que essas ações já podem ser sentidas em termos de negócios realizados. Segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) (2013, p.4) o novo mercado concentrou 88% do volume de ações no mercado nacional ainda no primeiro semestre de 2013.

As condições para a adesão ao novo mercado são as já existentes nos níveis 1 e 2 adicionadas das seguintes:

- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%);
- Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para

recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;

- O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;
- A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*);
- Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
- Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

É importante destacar que no Ano de 2011 a BM&FBOVESPA realizou importantes alterações em alguns critérios dos segmentos de listagem. Os regulamentos foram aprovados pelo Conselho de Administração da BM&FBOVESPA e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Entre as principais alterações, ressalta-se a alteração do *tag along* que diz respeito ao valor da ação pago em casos de recompra pela empresa concedido aos acionistas minoritários para o nível 2, que antes era de 80% passando para 100%. Outro ponto importante foi a vedação à cumulação dos cargos de presidente do conselho de administração e da diretoria executiva pela mesma pessoa. Além da obrigatoriedade das empresas de elaborarem os termos de suas políticas de negociação de valores mobiliários, bem como do seu código de ética e de conduta.

Posteriormente, em junho de 2002, a CVM publicou um documento denominado 'Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa', que consiste em um conjunto de diretrizes de melhores práticas de governança corporativa, considerando elementos superiores aos apresentados na legislação pertinente.

A chamada 'Cartilha CVM' é estruturada com os seguintes tópicos:

- i Transparência: assembleias, estrutura acionária e grupo de controle;
- ii Estrutura e responsabilidade do conselho de administração;
- iii Proteção a acionistas minoritários;
- iv Auditoria e demonstrações financeiras.

Apesar de não haver força de lei no referido conteúdo, mas, sim diretrizes, esse documento foi visto como um avanço nas ações que envolvem a condução das empresas rumo à efetivação das práticas de governança corporativa, sobretudo no que diz respeito à proteção aos acionistas minoritários.

Com a publicação desta cartilha, a CVM buscou estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e orientar o bom relacionamento entre as partes interessadas nos negócios das empresas, por meio da disseminação de práticas de boa governança corporativa. O objetivo principal é orientar as questões que podem “[...] influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários” (CVM, 2002, p.1).

No que se refere ao IBGC, destaca-se que esse foi um dos pioneiros no que se refere às ações que visam tanto ao esclarecimento dos conceitos e elementos da governança corporativa, quanto à criação de recomendações para as empresas e demais públicos. Em 1999, o IBGC tomou a frente das discussões sobre o tema lançando o ‘Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa’.

Essa primeira versão se centrou em temáticas como a gestão do conselho de administração. Posteriormente, novas versões lançadas nos Anos de 2001, 2004 e 2009, vieram adicionadas de critérios recomendados no que tange a auditoria de prestação de contas, disseminação de informações e transparência.

Assim como as recomendações da CVM, o Código elaborado pelo IBGC não possui rigor legal, se constituindo em um documento cuja adesão é de caráter voluntário. O Código reúne as principais regras de governança adaptadas de outros documentos de parâmetro internacional sobre o tema, entre os quais se destacam o Relatório *Cadbury* (1992, Inglaterra); o Relatório *Vienot* (1995, França); o Relatório *Hempel* (1998, Inglaterra); Relatório *National Association of Corporate Directors* (NACD) (1996, EUA); Relatório da Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD) (1999, Europa e EUA). Destaca-se que, atualmente, existem em torno de 50 (cinquenta) códigos referente as melhores práticas de governança corporativa no mundo (LODI, 2000).

O Código IBGC foi estruturado contemplando os seguintes tópicos, que são definidos como ‘pilares da governança corporativa’:

- i Propriedade;
- ii Conselho de Administração;
- iii Gestão;
- iv Auditoria Independente;
- v Conselho Fiscal;
- vi Conduta e Conflito de Interesses.

Sem dúvida, um dos pontos fortes do Código é a definição dos princípios que norteiam os elementos da boa governança corporativa, considerando serem essas as bases para os pilares supracitados e que servirão como base para a elaboração de grande parte das discussões que nortearam esta tese, bem como fundamentaram a elaboração da pesquisa empírica. São eles:

A transparência ou *disclosure*,

Mais do que "a obrigação de informar", a Administração deve cultivar o "desejo de informar", sabendo que da boa comunicação interna e externa, particularmente quando espontânea, franca e rápida, resulta um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas deve contemplar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor (IBGC, 2009, p.19).

A equidade ou *equity*

Caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais "partes interessadas" (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis (IBGC, 2009, p.19).

A prestação de contas ou *accountability*

Os agentes da governança corporativa (sócios, administradores, conselheiros de administração e executivos/gestores), conselheiros fiscais e auditores devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos (IBGC, 2009, p.19).

A responsabilidade corporativa

Os agentes de governança (sócios, administradores, conselheiros de administração e executivos/gestores) devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando a sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações (IBGC, 2009, p.19).

Essas recomendações sobre práticas de governança corporativa se referem a um trabalho cuja aplicação traz muito resultados positivos para todas as partes, entretanto, requer vigilância e atenção constante. O *Código das Melhores Práticas* contempla em seu escopo elementos que condizem com as mudanças ocorridas no meio empresarial, legislativo e regulatório, buscando sempre mantê-lo sempre atualizado considerando-se esses desafios, com vistas a cumprir especialmente, um papel didático e fornecer as bases fundamentais para a efetiva aplicação das boas práticas de governança corporativa no Brasil (STEINBERG, 2003).

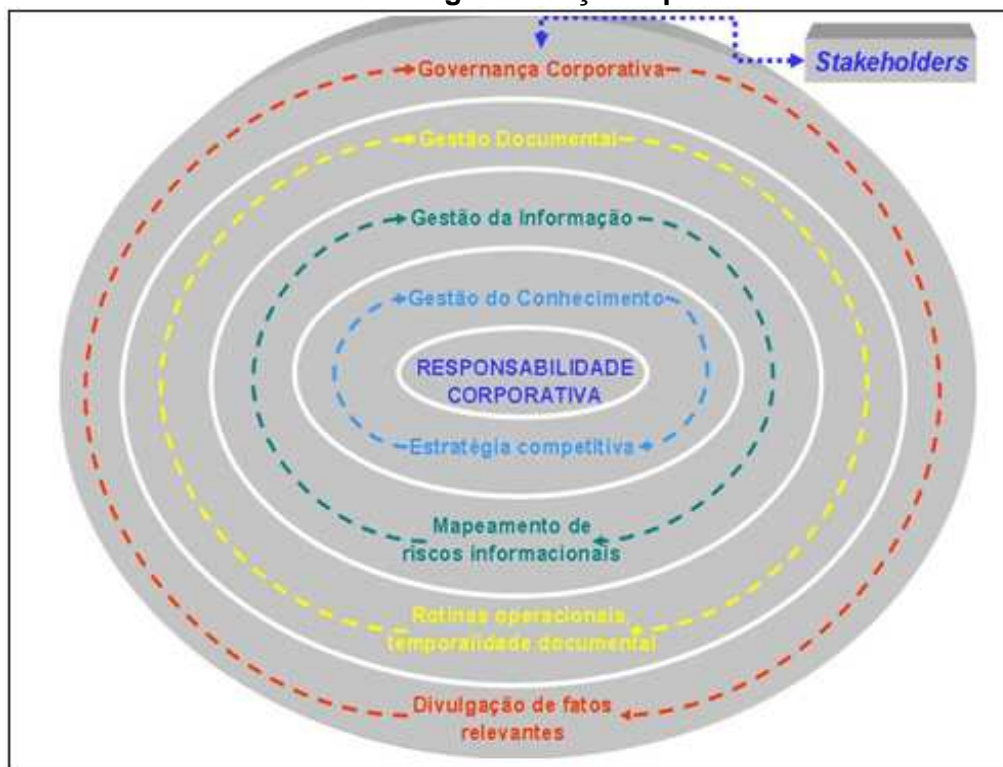
4.1 Governança Corporativa como Ferramenta para a Tomada de Decisão

Na Seção 3 desta tese foram abordados os conceitos e elementos que fazem parte dos processos de construção do conhecimento em investidores no âmbito do mercado de capitais. No intuito de complementar tais conceitos, essa subseção será destinada as abordagens que contemplam os critérios de tomada de decisão de investidores considerando-se os elementos da boa governança corporativa. Para tanto, considerou-se o fato de os investidores utilizarem informações distintas sobre as empresas durante o processamento cognitivo que os levam a tomarem suas decisões de compra ou venda de ações.

Um dos principais pontos desta pesquisa se refere à utilização de informações sobre governança corporativa durante o processo de tomada de decisão. Conforme mencionado anteriormente, com base em observação baseada em experiência como profissional da área, foi possível constatar que, usualmente, os investidores buscam informações sobre conjuntura, mercado global, política e algumas informações setoriais. Nesse sentido, tem-se que, uma parcela desses investidores se limita a esse tipo de informações, desconsiderando as informações que dizem respeito aos modelos de governança corporativa que trazem inúmeros benefícios aos investidores e que, portanto, merecem destaque quando da análise para a tomada de decisão.

Nesse sentido, considera-se importante a análise dos fluxos e caminhos pelos quais as informações percorrem no âmbito das empresas e a inter-relação existente entre os fluxos informacionais, os elementos de governança corporativa e a construção de conhecimento. Para fins de elucidação apresenta-se a Figura 3 de Lopes e Valentim (2010b) que consideram que o processo integrado de gestão da informação e conhecimento, são fundamentais para o estabelecimento de diretrizes que irão nortear as relações da empresa com os demais públicos, considerando-se os elementos da governança corporativa, bem como os processos e rotinas relativos a produção da informação e construção de conhecimento.

Figura 3: Processo de gestão integrada da informação e do conhecimento no âmbito da governança corporativa



Fonte: Lopes e Valentim – 2010 – p.178

A Figura 3 apresenta um modelo integrado de gestão, tendo como cerne a responsabilidade corporativa. Nesse processo, as autoras consideram a inter-relação entre: gestão do conhecimento e estratégia competitiva; gestão da informação e mapeamento de riscos operacionais; gestão documental e rotinas operacionais vinculadas a documentos; governança corporativa e disseminação de informações relevantes. A estrutura integrada tem como objeto final as relações da empresa com os públicos que possuem interesse em seu negócio.

Partindo desses elementos que interagem de uma forma integrada, buscou-se considerar nessa subseção os elementos que fazem parte tanto das rotinas das empresas de capital aberto que possuem nível de governança corporativa no que se refere à produção de informação e construção do conhecimento, quanto nos meios que permitem a coleta dessas informações pelos investidores.

Para fins de estruturação, considerando-se ainda os parâmetros estabelecidos para os procedimentos metodológicos desta pesquisa, buscou-se considerar como elementos norteadores, os que fazem parte dos princípios amplamente utilizados por empresas, organismos e pesquisadores sobre o tema. Tratam-se dos princípios que formam as bases que sustentam os pilares da boa

governança corporativa, quais sejam, a transparência, a equidade e a prestação de contas, tratadas e definidas na subseção anterior. Desse modo, apresenta-se com base nesses elementos, os principais instrumentos utilizados pelas empresas para disseminação de informações e que enfocam o acesso dos investidores.

Quanto à Transparência:

- **Divulgação da estrutura e política de governança da empresa:** deve contemplar toda a composição da estrutura de governança, de forma clara, considerando administração, diretores, conselhos, auditorias e comitês.
- **Conselho de administração:** informações sobre composição, número de conselheiros, atuação (explicitando quais as principais responsabilidades), formas de remuneração, existência de comitê de remuneração ou não, critérios para eleição.
- **Diretoria executiva:** informações sobre cargos, procedimentos para seleção, divulgação de código de ética, práticas definidas para revisão e responsabilização quanto aos relatórios divulgados, descrição sobre os poderes de atuação dos diretores, existência de comitê de remuneração ou não, divulgação de critérios de acumulação de cargos (presidente/diretoria).
- **Conselho fiscal:** clara apresentação quanto a atuação do conselho fiscal, políticas de composição e eleição.
- **Auditorias:** definição de atuação da auditoria interna e externa, considerando a relação entre auditores externos e a empresa.
- **Comitês:** apresentação dos comitês existentes, explicitando de forma clara a atuação e responsabilidades.
- **Composição do capital:** explicitação quanto à composição acionária da empresa, com apresentação da participação por detentores de ações ordinárias, preferenciais quando houver (considerando que algumas empresas não possuem mais ações preferenciais) e totalização do capital social, ocorrência de grupamento ou desdobramento de ações.
- **Política de divulgação:** a ser desenvolvida de acordo com a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002⁶.

⁶ Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição

- **Códigos de ética:** podem ser divulgados os códigos de ética geral da empresa e por cargo, a exemplo da possibilidade da formulação de um código de ética para os diretores.
- **Assembleias:** divulgação de assembleias gerais ordinárias e extraordinárias, divulgação de políticas de exercício do voto, divulgação quanto à existência de mecanismos que facilitem a participação de acionistas nas assembleias, divulgação dos resultados das assembleias.
- **Eventos:** reuniões com investidores e analistas, divulgação do calendário de eventos, disponibilização de mecanismos que permitam a participação à distância.

Quanto à Equidade:

- **Representatividade:** percentual de representatividade de ações com direito a voto e explicitação, quando houver ações preferenciais, das políticas de voto em matérias especiais.
- **Tag along:** explicitação clara quanto ao percentual dado aos acionistas titulares de ações com direito a voto quando da necessidade de alienação das ações. Em caso de venda ou fechamento do capital da empresa, qual o percentual pago pelas ações dos acionistas minoritários.
- **Dividendos:** explicitação quanto à política de pagamento de dividendos, considerando as expectativas para o percentual geral, além da periodicidade, bem como de claras definições quando da opção pela retenção e pagamento de juros.
- **Free Float**⁷: divulgação quanto ao percentual de ações que se encontram em circulação no mercado.
- **Ofertas públicas:** divulgação de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital quando da oferta pública de ações.

Quanto à Prestação de Contas:

- **Planos de negócios:** contendo as perspectivas para o setor de atuação da empresa, bem como as possíveis exposições a riscos.

de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

⁷ *Free float* é a quantidade percentual de ações livres à negociação no mercado. São aquelas ações que não pertencem a acionistas estratégicos, como: controladores e diretores da companhia e acionistas que detenham mais de 5% do capital total da empresa. Disponível em: <<http://www.investpedia.com.br/artigo/O+que+e+Free+Float.aspx>>. Acesso em: 4 abr. 2013.

- **Fact Sheet:** publicação anual, semestral ou trimestral que consolida as informações relativas ao exercício fiscal da empresa.
- **Relatório de sustentabilidade:** divulgação anual considerando as informações sobre a atuação da empresa quanto ao desenvolvimento sustentável.
- **Formulário de referência:** documento apresentado anualmente a CVM para fins de confirmação de dados gerais da empresa. Trata-se de um documento não direcionado para investidores, mas que contempla todas as informações sobre a empresa, portanto, de grande valor para análises.
- **Relatórios financeiros:** relatórios financeiros relativos aos resultados trimestrais e anuais Demonstração Financeira Padronizada (DFP), Informe Trimestral (ITR). *Webcast* das divulgações trimestrais e anuais. Relatórios: balanço patrimonial, demonstrações de resultados, fluxos de caixa, Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) por segmento. Divulgação quanto aos formatos dos relatórios considerando os padrões de demonstrações financeiras, de acordo com padrões internacionais *International Financial Reporting Standards (IFRS)* ou *United States Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP)*.
- **Comunicados e fatos relevantes:** comunicação de atos tomados pelas empresas, bem como de fatos relevantes ocorridos, a exemplo, pagamento de juros sobre capital, novos negócios a serem explorados, novos contratos, incorporações, fusões, resultados, entre outros.

Esses elementos apresentados fazem parte de um conjunto amplo de critérios empregados pelas empresas de capital aberto, sobretudo as que possuem nível de governança corporativa. Tais critérios foram apresentados de modo a se ter uma referência quanto às informações disponibilizadas no principal canal de comunicação das empresas com os investidores, o *website*. Contudo, se faz necessário considerar que se trata de critérios gerais, evidenciados por esta pesquisadora com base nos princípios universalmente aceitos para os modelos de governança, o que não significa que todas as empresas contemplem tais critérios.

4.2 Ativismo dos Investidores e o Desenvolvimento dos Modelos de Governança Corporativa

Os investidores atuam no mercado de capitais com o objetivo de maximizarem os lucros sobre os recursos que são destinados aos seus investimentos. Essa é a premissa básica quando se trata da consideração quanto à opção de se investir nesse mercado. Independentemente do tipo, se estrangeiro, institucional ou individual, cada agente atua de modo a obter lucros. Considera-se, ainda, que ao comprar uma ação um investidor passa a ser possuidor de uma parte da empresa, este, por consequência, deve ter interesses no bom desempenho da empresa, considerando que quanto melhor for o desempenho, maior será a valorização de suas ações.

Confirmando essas considerações, o mercado de capitais brasileiro vem sentindo nos últimos anos uma mudança no comportamento de uma parte dos investidores. Dá-se a tal movimento o nome de ‘ativismo de investidores’, movimento este cujas ações são movidas pelo interesse nos negócios das empresas, nos métodos de gestão, nos resultados, bem como na forma como os gestores lidam com as relações entre poder de controle e demais partes interessadas. Esse ativismo dos investidores vem sendo visto como um importante aliado na busca pelo aprimoramento das práticas de governança corporativa nas empresas.

Dessa forma, essa subseção será dedicada à apresentação desse perfil de ativismo, considerando-se cada tipo de investidor.

4.2.4 *Investidor Institucional*

Conforme evidenciado na seção que tratou sobre as características dos fundos de pensão, se trata de instituições que fazem a gestão de recursos que irão amparar a aposentadoria de milhares de pessoas que fazem parte da chamada previdência complementar brasileira. Por suas características de longo prazo e busca pela rentabilidade de suas carteiras, pode-se afirmar que esse tipo de investidor é, sem dúvida, o que mais luta em prol do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Isso porque, os fundos de pensão têm como objetivo maximizar os lucros dos recursos de seus pensionistas que mensalmente realizam aportes de capital, portanto, os gestores desses fundos trabalham de modo que

parte desses recursos que é investido em ações de empresas, tenha uma apreciação considerável.

Desse modo, existe atualmente um movimento crescente desses fundos, que juntos fazem parte do capital social das maiores empresas brasileiras, para que haja um desenvolvimento crescente dos modelos de governança corporativa. Tal movimento considera o fato de que as estratégias utilizadas pelos gestores não possuem seus objetivos atingidos com sucesso, quando essa parcela de investimentos feito por meio da compra de ações não encontra nessas empresas critérios de governança corporativa. Isso porque, a falta desses critérios pode colocar em risco os recursos investidos pelos fundos, considerando-se que a boa governança visa preservar o patrimônio dos acionistas.

Desse modo, tem-se que o sucesso dos fundos depende não somente da capacidade de seus gestores, mas também do relacionamento que há entre investidores e controladores dessas empresas nas quais os recursos são investidos. Ao garantir transparência e responsabilidade interna e externa, as empresas aumentam a probabilidade de que as decisões de investimento tomadas pelos fundos de previdência na atualidade venham a compensar os aposentados no futuro (OECD, 2000).

Atualmente o Brasil possui em torno de 250 fundos de pensão, todos atuantes no mercado de capitais. Essa atuação que faz parte das ações para a diversificação das carteiras de investimentos, fez com que os fundos de pensão estivessem entre os maiores investidores do mercado de capitais e, assim, se constituem em parte do patrimônio das maiores empresas brasileiras. Essa participação acionária trouxe além de inúmeros benefícios para o mercado de capitais, uma ampliação significativa da carteira de reservas que farão parte da aposentadoria de milhares de brasileiros. Tal participação nesse mercado trouxe também uma mudança no comportamento desses investidores, que passaram a agir de forma mais ativa considerando, primeiramente, a defesa do patrimônio dos beneficiários e, por consequência, a busca pela participação efetiva nos negócios das empresas.

Essa postura ativa dos investidores institucionais vem sendo um dos grandes impulsionadores para que se chegue a uma efetiva aplicação dos modelos de governança corporativa. Isso ocorre justamente porque a governança corporativa teve seu surgimento baseado em questões que envolvem o relacionamento entre os acionistas majoritários e minoritários das empresas. Tais questões dizem respeito,

em grande parte, a postura fechada das empresas no que tange à participação dos demais acionistas na gestão das empresas, opinando, se posicionando em matérias importantes e, especialmente, decidindo, prerrogativas antes exclusivas dos acionistas majoritários.

Os investidores institucionais, conforme apresentado por Monks e Minow (2004 *apud* PUNSUVO *et al.*, 2007, p.65), representam hoje o grupo que contempla o maior volume de recursos de capital no mundo, bem como estão entre os investidores mais ativos. Os autores afirmam que um dos principais elementos para o entendimento do estágio atual da governança corporativa passa pelo entendimento desse grupo de investidores.

No Brasil, o ativismo dos investidores institucionais ganhou força após o posicionamento dos maiores fundos de pensão. Entre os 5 (cinco) maiores fundos, segundo dados da ABRAAP (2013b) cerca de R\$ 200 bilhões estão investidos só em ações. Entre os destaques no posicionamento frente às empresas, está o PREVI, fundo de pensão do Banco do Brasil que, em 2004, ano de comemoração do seu centenário, lançou o '*Código Previ de Melhores Práticas de Governança Corporativa*'. Esse código foi um marco nos estudos sobre governança corporativa no que se refere ao posicionamento de acionistas minoritários.

O *Código Previ* contempla quesitos que dizem respeito à transparência, disseminação de informações e responsabilidade corporativa. Contempla, também, diretrizes quanto aos direitos dos acionistas:

- participar dos lucros da empresa, decidindo sobre sua destinação, e do acervo da companhia, em caso de liquidação;
- fiscalizar a gestão dos negócios;
- ter preferência para subscrever os valores mobiliários da companhia, exceto nos casos previstos em Lei;
- retirar-se da sociedade nas circunstâncias previstas em Lei;
- direitos iguais para as ações da mesma classe;
- possibilidade de uso de arbitragem para a solução das divergências entre acionistas e a companhia ou entre controladores e minoritários (PREVI, 2013, p.15).

Este Código contempla, ainda, elementos que dizem respeito ao tratamento igualitário entre todas as partes, incluindo o acesso às informações de forma clara e com critérios de acessibilidade. Outro ponto importante é o estímulo evidenciado para que as empresas deem oportunidade de posicionamento por parte dos acionistas minoritários. Finalmente, o Código prevê critérios de responsabilidade social e ética.

Observa-se que os fundos de pensão enquanto investidores institucionais possuem uma importância ativa no contexto do mercado de capitais, considerando-se o nível de participação nas empresas. O grau de qualidade na gestão de recursos apresentado por esses fundos, além do perfil de investimento de longo prazo, faz com que esse tipo de investidor seja atualmente um dos mais ativos, compondo o quadro de envolvidos nos projetos, estratégias, postura da empresa e posicionamento de mercado. Certamente esse posicionamento ativista reforça os elementos de governança corporativa, considerando-se todos esses aspectos destacados anteriormente, que se traduzem em objetivos para o desenvolvimento sólido e rentável das carteiras administradas por esses fundos.

4.2.5 Investidor Estrangeiro

Algumas linhas de estudos consideram que a lógica para a entrada de investimentos externos no Brasil, especialmente em bolsa de valores, segue um rigor especulativo. Tal ideia pode ter como fundamento a avaliação feita acerca dos negócios realizados em bolsa de valores na última década, se considerando a forte volatilidade apresentada em relação à entrada e saída de recursos estrangeiros.

Após uma série de eventos que causaram um alto grau de temor nos investidores estrangeiros frente ao mercado de capitais brasileiro, houve um retorno, ainda que gradual, desse tipo de investidor. Tais eventos dizem respeito não somente ao contexto brasileiro, podendo ser citados os principais ocorridos no início dos Anos 2000, entre os quais a crise da Argentina; os atentados terroristas de 11 de setembro; sendo que na esfera local podemos citar a crise no setor de energia e também as eleições de 2002 para presidência. Essa última se configurou como uma das maiores saídas de recursos estrangeiros dos últimos 15 (quinze) anos, sendo que a retirada expressiva de investimentos nas empresas brasileiras teve como justificativa a ideia de que o então candidato líder nas pesquisas Luiz Inácio Lula da Silva, poderia dar um rumo para a economia que levaria as empresas a terem grandes prejuízos.

Após esse período, os investidores estrangeiros voltaram a fazer negócios na bolsa de valores brasileira, apresentando nos últimos anos um indicativo de mudança no perfil. Ainda que tenhamos visto nos Anos de 2008 e 2010 uma saída expressiva desses investidores diante das crises ocorridas naquele período, pode-se

observar uma postura mais ativa desses investidores, especialmente no que diz respeito aos negócios das empresas nas quais eles investem.

Atualmente, os investimentos em bolsa de valores correspondentes a investidores estrangeiros somam 45%, conforme dados apresentados na subseção 2.1. Esse percentual é considerado elevado, já que entre os perfis existentes se configura como o que mais possui participação no volume de negócios. Em parte, esse volume é considerado acima do ideal se for considerado o impacto altamente negativo quando há a saída desse tipo de investidor, retomando a premissa de que consideram o Brasil um país de risco, emergente e suscetível a dar prejuízos. Desse modo, sempre que há um indicativo de crise ou possibilidade de eventos que possam causar temor mundial, os investidores estrangeiros recuam retirando seus recursos de empresas brasileiras.

Por outro lado, os investimentos externos nas empresas brasileiras são vistos também como algo benéfico, considerando se tratar de um indicativo de que o contexto mundial vê nas empresas brasileiras um alto potencial e, por isso, direcionam um alto volume de seus recursos para esse mercado.

Aggarwal, Klapper; Wysocki (2005) realizaram pesquisas sobre investimentos nos mercados emergentes, por meio da análise dos investimentos de gestores de 114 (cento e quatorze) fundos norte-americanos. Esses fundos realizavam grandes investimentos em empresas de países emergentes. Seus resultados mostraram que esses gestores preferem alocar seu capital em empresas com alto potencial de desenvolvimento, ainda que existentes em países de alto risco.

Um ponto importante é o fato de que recentemente as empresas tem notado um maior ativismo desses investidores internacionais mediante uma maior participação em eventos, assembleias, bem como na busca por informações consideradas mais sólidas sobre os resultados das empresas.

Matéria divulgada pelo jornal Folha de São Paulo (2013) mostrou um panorama do ativismo presente nos fundos que fazem gestão de recursos destinados a empresas com capital aberto. Tal matéria afirma que os retornos obtidos nessas operações “[...] em ritmo não visto em sete anos deram aos investidores ativistas reservas de campanha de US\$ 84 bilhões, mais que o dobro dos ativos que eles tinham sob a administração há apenas quatro anos”.

Ainda que sejam observados movimentos dos investidores estrangeiros que indiquem um maior ativismo no sentido de se tornarem de fato atores que

buscam melhores resultados nas empresas, os movimentos de queda na bolsa de valores mostram que, ainda, são preponderantes os posicionamentos especulativos. Contudo, espera-se que esses investidores se tornem mais ativos, participativos, considerando-se que é a participação dos acionistas minoritários que eleva o nível da aplicação efetiva dos modelos de governança corporativa. Os movimentos especulativos não são saudáveis para as bolsas de valores, sobretudo as de países emergentes. Contudo, o ativismo de estrangeiros se configura como um aporte de elementos que podem trazer melhorias para essas empresas, maior destaque mundial e, conseqüentemente, melhorias nos relacionamentos entre as partes.

4.2.6 Investidor Pessoa Física

A participação de investidores pessoa física no Brasil passou, nos últimos 10 (dez) anos, por várias fases. O percentual de participação oscilou entre os anos de 2003 e 2013 em torno de 10%, chegando ao patamar de 35% de participação em 2009, estando atualmente, conforme dados apresentados na subseção 2.1, em 16%. Essa alteração constante revela o perfil desse tipo de investidor, que no Brasil é formado por um público mais conservador, com perfil de poupança de longo prazo. Salvo alguns casos de investidores pessoa física/individual que usam o mercado de capitais de forma mais especulativa, a maioria é formada por investidores conservadores ou moderados.

Essa postura mais avessa à participação nesse tipo de investimento é expressa, também, na participação desses investidores em assuntos internos das empresas. Muitos deles sequer conhecem profundamente o negócio da empresa, os produtos e o mercado em que atua. Outro ponto importante é que a maioria desses investidores utiliza o suporte dado pelas corretoras de valores, que por suas características de varejo, no que se refere a esse tipo de investidor, não é capaz de suprir em termos informacionais, todas as necessidades desse público.

Contudo, há que se considerar a mudança da postura de grande parte dos investidores, ainda que não seja a contento, já que muitos buscam informações que antes eram desconsideradas. O cenário, ainda, não contempla uma quantidade grande de investidores participando de eventos nas empresas, votando em assembleias e tomando posicionamento em determinadas matérias que podem

mudar o rumo de uma empresa, por exemplo. Contudo, o próprio desenvolvimento do mercado pode levar a essa mudança de cenário.

Por ser um movimento recente, visto que esse tipo de investidor até então era visto como passivo, a literatura ainda não contempla estudos aprofundados sobre essa mudança de comportamento. O foco acadêmico tem sido dado ao comportamento psicológico desse tipo de investidor. Entretanto, vários jornais e revistas com foco no mercado já noticiam esse novo panorama apresentado pelos investidores estrangeiros.

A revista *Isto É Dinheiro* (2012) em matéria cujo título expressa bem esse panorama: '*Rebeldia nas assembleias*', destaca o comportamento atual dos investidores ativistas ao afirmar que o papel desses vem ganhando espaço no Brasil, considerando-se que mais empresas têm suas bases acionárias dispersas, fator "[...] que reduz a importância da tradicional figura do dono e eleva o risco de a empresa cair nas mãos de uma burocracia no controle".

Naturalmente, o perfil do investidor brasileiro é muito diferente do investidor norte-americano, sendo que esse último é considerado um dos grupos de investidores mais ativistas entre todos. Naquele país é crescente, inclusive, o uso das redes sociais para esse fim, sendo que os acionistas passaram a usar ferramentas como *Twitter* e *Facebook* como forma de atuar, participar e militar em prol da participação nas empresas.

Destaca-se que, a maior participação dos investidores pessoa física aumentaria a luta por um posicionamento diferenciado das empresas, considerando-se os modelos de governança corporativa. Contudo, a realidade é que os mecanismos de governança ainda são pouco conhecidos e utilizados por esse tipo de investidor. A maior parte desse público acaba por reagir aos movimentos do mercado de forma instintiva, ou seguindo os movimentos ocorridos em massa. Em geral, quando um investidor individual observa um movimento de queda, ainda que busque por informações nas fontes que lhe são familiares, como as corretoras de valores, esses acabam retirando seus investimentos por receio de maiores perdas. Em relação à participação em eventos ou assembleias, os exemplos são raros, sendo que essas posturas são mais existentes entre os investidores institucionais e estrangeiros.

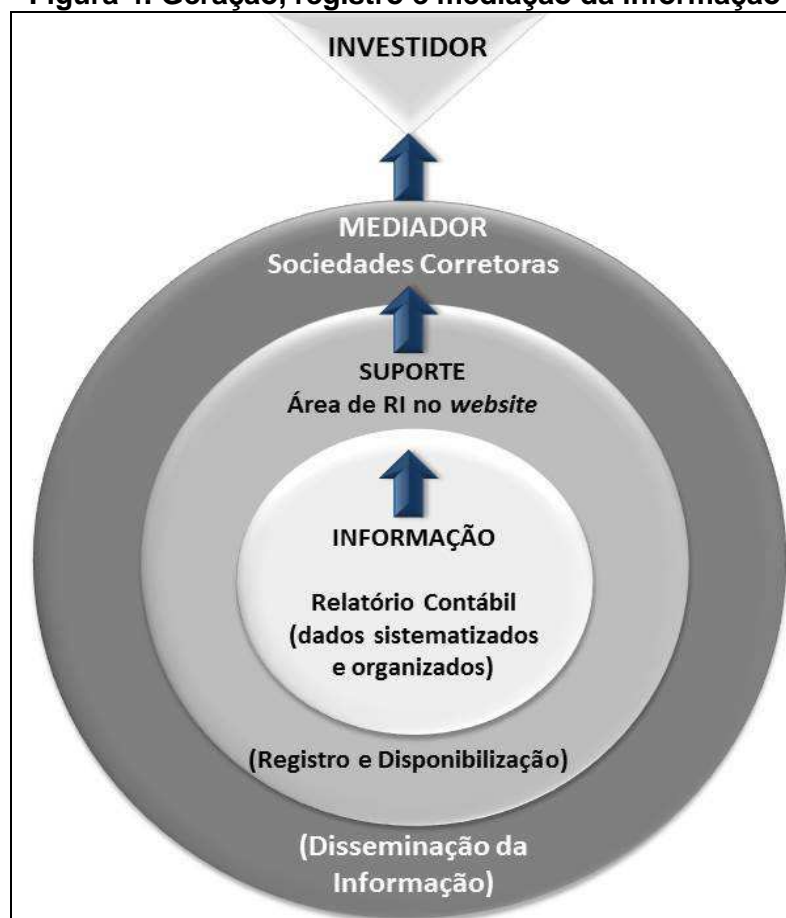
5 MECANISMOS E AGENTES NA MEDIAÇÃO DA INFORMAÇÃO

Esta seção é destinada à apresentação dos principais mecanismos de mediação no mercado de capitais referente às informações que contemplam os modelos de governança corporativa. A necessidade de exploração deste tema se deve ao fato de que os inúmeros mecanismos ou suportes, tais como os relatórios contábeis e demais relatórios, além da figura do mediador como analistas de Sociedades Corretoras de Valores, por exemplo, são fundamentais no processo de apropriação das informações pelos usuários. Nesse contexto, a mediação da informação está baseada na relação entre as informações geradas pelas empresas com capital aberto e o acesso a estas informações, considerando-se que os investidores necessitam desse conjunto de informações que irão subsidiar seu processo de construção de conhecimento, fator que tornará possível a escolha da melhor alternativa para a tomada de decisão.

A mediação da informação permite e exige concepção de informação que desloque o usuário da categoria de mero receptor, colocando-o como ator central do processo de apropriação. Dessa forma, defendemos que o usuário é quem determina a existência ou não da informação. A informação existe apenas no intervalo entre o contato da pessoa com o suporte e a apropriação da informação. Como premissa, entendemos a informação a partir da modificação, da mudança, da reorganização, da reestruturação, enfim, da transformação do conhecimento (ALMEIDA JÚNIOR, 2009, p. 97).

Entende-se que, nesse contexto, há a informação gerada a partir de dados oriundos das empresas, informações essas que são dispostas em formatos como relatórios, por exemplo. Posteriormente esses relatórios necessitam de suportes em que ficarão registrados e armazenados para posterior coleta pelos usuários e, por fim, há a figura do mediador, que, nesse caso, entende-se ser representado pelas Sociedades Corretoras que não são apenas responsáveis pelo intermédio nas operações, mas também, pela realização de análises e indicação baseadas em informações. Naturalmente, existem investidores que buscam informações diretamente no suporte oferecido pelas empresas, fato vivenciado por esta pesquisadora quando atuava como analista, mas, grande parte ainda prefere a busca de informações nesses mediadores. A Figura 4 apresenta de que forma se dá essa relação.

Figura 4: Geração, registro e mediação da informação



Fonte: Elaborado pela autora

Com efeito, defende-se que, à medida que os instrumentos e agentes que propiciam a coleta e uso de informações se tornam capazes de conduzir o investidor à construção do conhecimento, este poderá tomar suas decisões baseado na maior e melhor quantidade possível de informação. Existem inúmeras normas e leis que têm o objetivo de garantir o fornecimento de informações capazes de atender às exigências dos investidores, desse modo, apresentamos a seguir os principais mecanismos e agentes responsáveis pelo acesso a essas informações.

5.1 Evidenciação Contábil (*Disclosure*)

Uma das principais e mais importantes maneiras de se avaliar o desempenho e valor de uma empresa é analisando as informações geradas por meio de seus dados contábeis. Tais informações são registradas em relatórios que, ao serem disponibilizados, podem subsidiar a tomada de decisão de compra ou venda de ações. Conhecida, segundo jargão do mercado, como *disclosure*, a também

chamada 'evidenciação contábil' reflete a saúde financeira de uma empresa, bem como deve apresentar um panorama quanto a perspectivas futuras para os negócios.

Por contemplar os principais conjuntos de informações, a evidenciação, ou *disclosure*, possui naturalmente em seu cerne, elementos de transparência e equidade que, como apresentados na subseção 4.1, dizem respeito, respectivamente, a transparência na disseminação de informações e tratamento igualitário entre as partes. Essa afirmativa se deve ao fato de que, um relatório financeiro contábil deve ser construído considerando critérios que facilitem o acesso e interpretação de dados e informações, bem como deve possuir tal rigor capaz de beneficiar igualmente todas as partes. Por possuir tais características, essa subseção se dedicou a apresentar esse mecanismo como um exemplo entre os demais existentes no contexto da governança corporativa no que se refere à disseminação de informações relevantes.

A importância dada a esses relatórios no tocante a sua influência no processo de tomada de decisão de investidores, se deve ao fato de que com eles é possível conhecer o desempenho das iniciativas da empresa ao longo do tempo, evidenciando, inclusive, quais são as atividades que poderão trazer maiores lucros para a empresa. Essa evidenciação contábil se constitui, ainda, na base informacional, especialmente no que se refere aos lucros e remunerações a serem auferidos em determinado exercício por parte de acionistas e funcionários, por exemplo (RODRIGUEZ; BRANDÃO, 2010).

De acordo com Ludícibus (2000, p.28),

O objetivo principal da contabilidade (e dos relatórios dela emanados) é fornecer informação econômica relevante para que cada usuário possa tomar suas decisões e realizar seus julgamentos com segurança.

Este autor também ressalta a importância da evidenciação das informações contábeis, pois, é via esse meio de comunicação que a contabilidade consegue atingir seu objetivo principal. Dessa forma, todos os eventos que afetem ou que possam a vir a afetar a situação patrimonial, econômica e financeira de uma determinada empresa, devem ser evidenciados.

Para o *International Accounting Standards Board* (IASB) (2001, p.46) o objetivo das demonstrações contábeis é de “[...] fornecer informações sobre os

resultados e as mudanças na posição financeira de um entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários em suas tomadas de decisões”.

Dessa maneira, se pode considerar como objetivo central da evidenciação contábil, o fornecimento de informações úteis aos seus usuários no intuito de que esses possam tomar decisões adequadas. Desse modo, pode-se afirmar que é mediante o processo de evidenciação que a contabilidade busca atender a seus usuários, à medida que os fatos econômicos relevantes são divulgados de forma transparente, justa e plena, seguindo procedimentos contábeis uniformes e consistentes e em uma linguagem que seja de fácil compreensão.

Quanto à definição da quantidade e tipos de informação a serem divulgadas, existem três conceitos bastante utilizados: evidenciação adequada (*adequate disclosure*), evidenciação justa (*fair disclosure*) e evidenciação plena (*full disclosure*). No entanto, para Iudícibus (2000)

[...] não existe diferença efetiva entre tais conceitos [...] toda informação para o usuário precisa ser, ao mesmo tempo, adequada, justa e plena, pelo menos no que se refere ao detalhe que esta sendo evidenciado. Afinal, o sentido da evidenciação é que a informação que não for relevante deve ser omitida (IUDICÍBUS, 2000, p.117).

Outra discussão se refere aos benefícios que a empresa pode obter em função de uma melhor evidenciação. Há consenso entre profissionais e acadêmicos de que uma melhor evidenciação pode trazer benefícios para a empresa. Nesse sentido, foi realizada uma pesquisa pela PricewaterhouseCoopers que, de acordo com Eccles (2001, p.189), se refere a uma pesquisa de opinião realizada entre investidores e analistas.

De acordo com tal pesquisa, 5 (cinco) pontos são citados como sendo os maiores benefícios de uma melhor evidenciação: aumento da credibilidade dos gestores; mais investidores de longo prazo; maior monitoramento por parte dos analistas; melhor acesso a novos capitais e melhor avaliação do preço das ações.

Em relação ao primeiro benefício, Eccles (2001) comenta que, fornecendo consistentemente informação em ambos os momentos, bons e ruins, a gerência reafirma a sua credibilidade com o mercado. Investidores não gostam de surpresas, especialmente as negativas. Entretanto conforme o autor,

[...] isso não significa que uma má notícia não terá um efeito negativo no preço das ações da companhia. Provavelmente terá, e provavelmente deveria ter se a notícia é suficientemente ruim, e os

indicadores principais também negativos. Mas, quando esses indicadores tornam-se positivos, o preço das ações da companhia também terá maior probabilidade de ascensão (ECCLES, 2001, p.193).

Quanto ao segundo benefício, Eccles (2001) argumenta que, por existirem investidores que decidem aumentar os seus investimentos e, também, novos investidores de longo prazo, ambos os grupos necessitam de informação que lhes trará um maior conforto em realizar esses compromissos de longo prazo.

De acordo com o autor, o terceiro benefício diz respeito a um maior monitoramento por parte dos analistas, sendo que:

[...] um dos melhores caminhos para atrair a atenção do mercado é provê-lo com muita informação. Isso concede tanto a analista quanto a investidores algo para analisar de modo que eles possam determinar se uma oportunidade de investimento existe (ECCLES 2001, p.196).

De acordo com o IASB (2001) a evidenciação contábil abrange balanços patrimoniais, demonstrações de resultados, demonstrações de fluxos de caixa, notas explicativas e outras demonstrações e quadros explicativos identificados como sendo parte das demonstrações contábeis. As informações contidas em tais relatórios possuem como principal objetivo o atendimento as necessidades de dois grupos de usuários, sendo os usuários internos e os externos, considerando que, como usuários internos se destacam os proprietários e gestores das empresas e como usuários externos os investidores, credores, analistas de mercado, entre outros.

Do ponto de vista de Ludícibus (2000, p.111), existem vários métodos para se realizar a evidenciação contábil das empresas. Sendo elas:

- “Forma e apresentação das demonstrações contábeis formais”, que se refere a forma e quantidade de evidenciação, sendo que deve-se ter foco nas terminologias utilizadas visando uma melhor interpretação das informações;
- “Notas de rodapé ou notas explicativas”, tem o objetivo de evidenciar a informação que não pode ser apresentada nos demonstrativos contábeis por não serem quantitativas e sim, algo de natureza qualitativa;
- “Demonstrativos e quadros suplementares”, apresentam detalhes podem fazer parte das notas explicativas e servem para apresentar detalhes de itens constantes das demonstrações contábeis;

- “Relatório da diretoria”, que engloba informações não financeiras que podem vir a afetar os negócios da empresa.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) em seu Sumário de Pronunciamento Conceitual Básico indica que as características qualitativas da informação contábil devem ser consideradas, uma vez que uma informação contábil só é passível de ser utilizada se possuir, sobretudo, características de compreensão e tempestividade. Para tanto, o CPC destaca que é fundamental que haja nesses relatórios as características qualitativas de “relevância” e “representação fidedigna”, conforme descritas a seguir.

Informação contábil-financeira relevante é aquela capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários. A informação pode ser capaz de fazer diferença em uma decisão mesmo no caso de alguns usuários decidirem não a levar em consideração, ou já tiver tomado ciência de sua existência por outras fontes [...] Os relatórios contábil-financeiros representam um fenômeno econômico em palavras e números. Para ser útil, a informação contábil-financeira não tem só que representar um fenômeno relevante, mas tem também que representar com fidedignidade o fenômeno que se propõe representar. Para ser representação perfeitamente fidedigna, a realidade retratada precisa ter três atributos. Ela tem que ser completa, neutra e livre de erro (CPC, 2011, p.17).

Após apresentação da importância da evidenciação contábil, com todos os seus dados advindos dos resultados e perspectivas das empresas, observou-se que, embora exista uma série de pronunciamentos que indiquem a necessidade de utilização de uma linguagem mais acessível, isso não ocorre. Infere-se que, o formato de apresentação desses documentos não oferece uma linguagem de fácil análise e interpretação. Desse modo, é possível que investidores, especialmente pessoa física/individual não contador, encontrem sérias dificuldades na tarefa de análise e utilização de tais informações em seus processos de tomada de decisão. Ludicibus (2007) destaca nesse sentido, que não é possível esperar que decisões de investimentos assertivas tomadas com base em análise de relatórios contábeis complexos, partam de leigos com poucas noções de contabilidade.

5.2 Arquitetura da Informação nos *Websites* de Empresas com Capital Aberto

O termo arquitetura da informação (AI) foi apresentado pelo arquiteto e desenhista gráfico Richard Saul Wurman, em 1976. Seus estudos em AI refletiram a

preocupação com a quantidade e variedade de informações somados aos problemas de busca, organização e apresentação dessas informações (LIMA-MARQUES; MACEDO, 2006).

Na Década de 1990, os autores e bibliotecários Louis Rosenfeld e Peter Morville retomaram os estudos de Wurman com uma visão direcionada para o desenvolvimento de *websites*. A obra "*Information architecture for the World Wide Web*", lançada em 1998, apresentou o estudo desses autores, bem como deu vazão a mais duas edições posteriores, 2002 e 2006, em que possibilitaram novos estudos e enfoques acerca da AI para *websites*.

Arquitetura da informação para Macedo (2005, p.132),

[...] é uma metodologia de 'desenho' que se aplica a qualquer 'ambiente informacional', sendo este compreendido como um espaço localizado em um 'contexto'; constituído por 'conteúdos' em fluxo; que serve a uma comunidade de 'usuários'. A finalidade da Arquitetura da Informação é, portanto, viabilizar o fluxo efetivo de informações por meio do desenho de 'ambientes informacionais'.

Portanto a AI, de acordo com a supracitada autora, pode ser aplicada em qualquer tipo de ambiente informacional, sendo relevante sua aplicação também no âmbito organizacional. Ainda na perspectiva dessa autora, se baseando em Rosenfeld e Morville (1998), a AI é compreendida como a integração das três dimensões – contexto, conteúdo e usuários –, os quais contemplam o sistema complexo de AI. Cada uma dessas dimensões, portanto, refletem os objetivos de AI:

- Contexto: qualquer sistema de informações está inserido em um contexto organizacional. Cada organização possui sua missão, objetivos, estratégias, pessoal, processos e procedimentos, infraestrutura física e tecnológica, recursos financeiros e cultura únicos, estejam explícitos ou não. Dessa forma, é necessário compreender os objetivos do negócio que estão por trás do espaço informacional e os recursos disponíveis para o planejamento e a implementação do projeto da Arquitetura da Informação, que deve ser moldada para atender as peculiaridades de cada contexto.
- Conteúdo: é compreendido de maneira ampla, incluindo documentos, aplicações e serviços. Essa esfera abrange também as estruturas de representação e organização dos conteúdos, tais como metadados e facetas informacionais. Considera-se para a Arquitetura da Informação, a natureza e o volume disponível de conteúdos e seu potencial de crescimento ao longo do tempo.
- Usuários: é necessário conhecê-los e compreender suas necessidades informacionais, que são extremamente variáveis e influenciam comportamentos de busca por informações. O foco da Arquitetura da Informação deve ser o desenho de sistemas que

correspondam a estas necessidades e comportamentos (MACEDO, 2005, p.111).

Sob essa perspectiva, os autores Rosenfeld e Morville (2006) abordam a relevância da aplicação de uma metodologia de AI no ambiente corporativo, sendo este um grande desafio atual para os arquitetos da informação, uma vez que o ambiente de negócios, inserido no mercado competitivo, e sendo parte essencial da sociedade, necessita se adequar cada vez mais às expectativas do mercado.

Conforme já destacado na Seção 3 desta tese, a construção do conhecimento no mercado de capitais possui como base o acesso e apropriação de informações sobre as empresas, desse modo, o suporte informacional é fator fundamental para o acesso de tais informações por investidores, analistas e demais públicos. Nesse sentido, pode-se afirmar que a efetiva incorporação do conhecimento no processo de tomada de decisão nesse mercado resulta de maneira significativa quando o usuário dispõe de ferramentas adequadas para o acesso às informações.

O sistema de gestão do conhecimento, na sua concepção mais genérica, apresenta duas vertentes: a primeira consiste na coleta, estruturação e organização do capital informação (recursos documentais de todo tipo; competências e expertise, propostas, projetos ou ideias formalizados). A segunda visa a promover, apoiando-se nessas bases colocadas ao alcance de todos, o intercâmbio, os comentários e as reações que venham a agregar valor ao capital informação / conhecimento, tanto para fundamentar decisões e estratégias quanto para provocar a reflexão prospectiva (ROBREDO, 2006, p.304).

Diante do exposto, evidencia-se que a gestão do conhecimento pode ser efetivada mediante planejamento e desenvolvimento de uma arquitetura da informação voltada aos interesses da empresa a que se destina, uma vez que pode viabilizar a estruturação do ambiente informacional, otimizando os processos de gestão (MACEDO, 2005).

Para tanto, McInerney (2006) afirma que um instrumento fundamental na representação do conhecimento e de seus objetos do conhecimento em uma organização é a taxonomia informacional.

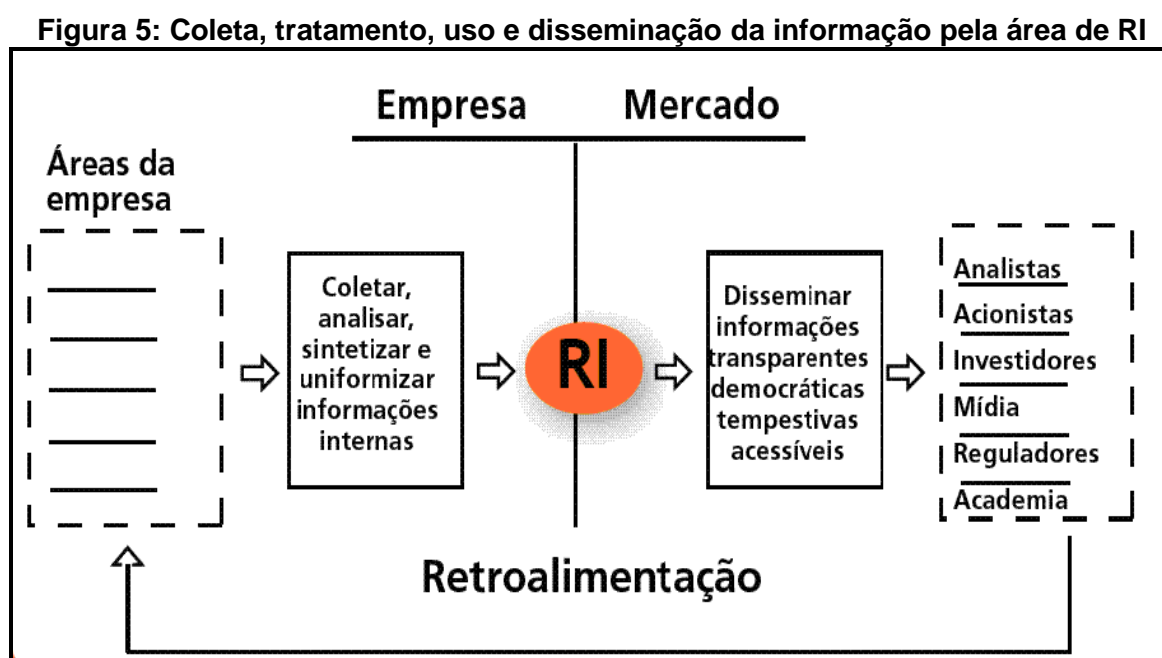
Entende-se por taxonomia aquela parte da arquitetura informacional da organização pela qual se categorizam textos, arquivos digitais, narrativas, transcrições de entrevistas, imagens e outros objetos armazenados em um repositório de informação ou de conhecimento (McINERNEY, 2006, p.65).

Partindo-se do pressuposto de que no ambiente do mercado de capitais há toda uma necessidade de coleta e apropriação de informações para construção do

conhecimento, é necessário que os usuários tenham condições de acesso a tais informações. Ainda, de acordo com McInerney (2006, p.66), “[...] sem uma taxonomia abrangente, atualizada e precisa, intuitiva e fácil de usar, a informação pode ficar desatualizada e sem uso”.

Portanto, a construção do conhecimento ocorrerá nos usuários se a empresa apresentar uma taxonomia que os favoreça a encontrar o que buscam, por meio dos pontos de acesso atribuídos *a priori*. Caso contrário, os usuários não irão satisfazer suas necessidades e não utilizarão o sistema (MCINERNEY, 2006).

Nesse contexto, situou-se o foco nas áreas de relações com investidores (RI) existentes nos *websites* de empresas com capital aberto. Tais ambientes funcionam como suporte para o registro de informações sobre as empresas, bem como em um canal de comunicação entre empresa e seus públicos de interesse. Esses ambientes informacionais que, em geral, são hospedados no próprio *website* das empresas, por suas características estruturais são capazes de suportar uma quantidade enorme de informações, diferentemente dos demais canais de disseminação, como jornais e revistas. Abaixo, uma demonstração de como se dá esse processo de disponibilização de informações (Figura 4).



Fonte: IBRI; BOVESPA – 2007 – p.18

A partir da análise da Figura 5 é possível observar a utilização de informações oriundas de todas as áreas relacionadas aos fazeres da empresa, desde as áreas

que fazem parte do processo produtivo, até as áreas que atendem os públicos externos. Desde as informações relativas a aquisição de insumos, processos produtivos, venda, importação ou exportação, financeiro, marketing, estratégias do negócio, parcerias, projetos, controladoria, finanças, entre outros, todas fazem parte do processo de geração de informações que fazem parte das rotinas empresariais. Todas essas informações geradas são coletadas pela área de RI, analisadas seguindo os padrões legais e adicionais de disseminação, compiladas e, posteriormente, disponibilizadas no *website*.

Entende-se que, esses ambientes devam possuir uma taxonomia que contribua com o acesso às informações relevantes sobre as empresas. Nesse sentido, a arquitetura da informação nesses ambientes deve ser tratada como fator fundamental, já que é responsável pelo *layout* da página, formato para visualização, forma de acesso, cores, *links*, entre outros. Todas essas características são capazes de tornar o acesso às informações mais interativo, de modo que todos os públicos, tanto para os que acessam rotineiramente ambientes digitais, quanto aos que não possuem familiaridade com esse tipo de ambiente, sejam capazes de apropriar-se de informações.

Com dados coletados entre outubro de 2012 e fevereiro de 2013, tendo como base 61,3 milhões de domicílios, o Centro de Estudos sobre Tecnologia da Informação (CETIC) (2013) apurou que 97% dos investigados pertencentes à classe social A possuem acesso à Internet em suas residências, seguidos pela classe social B, com 78% e classe social C, com 36% dos investigados alegando ter acesso à Internet em suas residências. O Sudeste foi a região com maior índice de usuários com acesso à Internet em suas residências, totalizando 48% dos entrevistados.

Desse modo, pode-se afirmar que o uso da Internet no Brasil é crescente, sobretudo, pelo avanço das funcionalidades comerciais, bem como das redes sociais. Esses dados podem fornecer importantes subsídios para reflexões quanto ao uso da Internet para acesso diverso, bem como seu uso no contexto do mercado de capitais por meio do acesso aos *websites* de empresas com capital aberto. Por outro lado, é importante destacar que, para que a empresa seja capaz de alcançar todos os públicos de interesse no que diz respeito a disseminação de informações relevantes, é crucial que exista uma infraestrutura sólida no que se refere a arquitetura da informação em seu *website* de modo que seja facilitado o acesso de um público cuja demanda é específica e, ao mesmo tempo, diversificada,

contemplando grandes e pequenos investidores, analistas de mercado, comunidade acadêmica, entre outros, sempre considerando que todos procuram informações em níveis de complexidade diferentes, visto que todos têm necessidades diferentes.

5.3 Sociedades Corretoras de Valores como Mediadoras da Informação

O mercado de capitais, em geral, é visto como um mercado composto pela estrutura da Bolsa de Valores e pelas empresas. Não raro, enquanto profissional da área, encontrava-se pessoas que acreditavam que para adquirir uma ação de uma empresa, bastava ir até a Bolsa de Valores e realizar a operação. O que poucos sabem, até conhecerem o funcionamento dessa estrutura, é que existe a figura de um intermediário que possui uma função crucial nesse contexto, qual seja, a de efetivar as operações de compra e venda, além de assessorar os investidores durante esse processo. Trata-se das Sociedades Corretoras de Valores Mobiliários, que tem como principais funções, realizar o cadastramento de investidores, oferecer suporte tecnológico para as operações, bem como orientá-los em toda e qualquer operação existente nesse mercado, além de demais atribuições, conforme definição do Banco Central do Brasil (2013) que afirma que:

As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários são constituídas sob a forma de sociedade anônima ou por quotas de responsabilidade limitada. Dentre seus objetivos estão: operar em bolsas de valores, subscrever emissões de títulos e valores mobiliários no mercado; comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros; encarregar-se da administração de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários; exercer funções de agente fiduciário; instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento; emitir certificados de depósito de ações e cédulas pignoratícias de debêntures; intermediar operações de câmbio; praticar operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes; praticar operações de conta margem; realizar operações compromissadas; praticar operações de compra e venda de metais preciosos, no mercado físico, por conta própria e de terceiros; operar em bolsas de mercadorias e de futuros por conta própria e de terceiros (BCB, 2013, p.1).

A Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 387, de 28 de abril de 2003, que estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em bolsas de valores destaca em seu Art. 2 que corretora de valores é “[...] a sociedade habilitada a negociar ou registrar

operações com valores mobiliários por conta própria ou por conta de terceiros em bolsa e entidades de balcão organizado”.

Desse modo, destaca-se que esses agentes são de importância fundamental nesse âmbito, já que sem a figura desse intermediário não é possível realizar operações no mercado de capitais. Contudo, embora sejam suas principais características as de fornecer suporte operacional, como registro e sistemas de operacionalização, faz parte de suas atribuições também a realização de análises de mercado, análises das possibilidades de investimentos, acompanhamento da carteira de investimentos dos investidores, entre outras funções com viés comercial.

Desse modo, a BM&FBOVESPA (2014) destaca que, entre as principais funções de uma Sociedade Corretora reside a de oferecer assessoria, por meio de profissionais especializados, em análise de mercado, análise de setores da economia e das empresas que possuem suas ações negociadas em bolsa de valores. Por acompanharem o mercado em tempo integral, possuindo, em geral, equipes que avaliam os principais acontecimentos, o desempenho das empresas que estão progredindo e os fatores que podem gerar mudanças de cenário, as Sociedades Corretoras prestam um serviço essencial aos investidores. Além dessas atribuições, elas podem oferecer ainda:

- Oferecer ajuda aos investidores no processo de escolha dos investimentos, de acordo com o seu objetivo financeiro;
- Fornecer suporte necessário para que o investidor possa entender o funcionamento da Bolsa de Valores;
- Definir qual o perfil do investidor;
- Fornecer serviços como *homebroker*, relatórios de recomendação de ações, informativos sobre o mercado, análises de empresas, entre outros;
- Informar os investidores sobre novos produtos disponíveis no mercado, para garantir a diversificação da carteira de investimento.

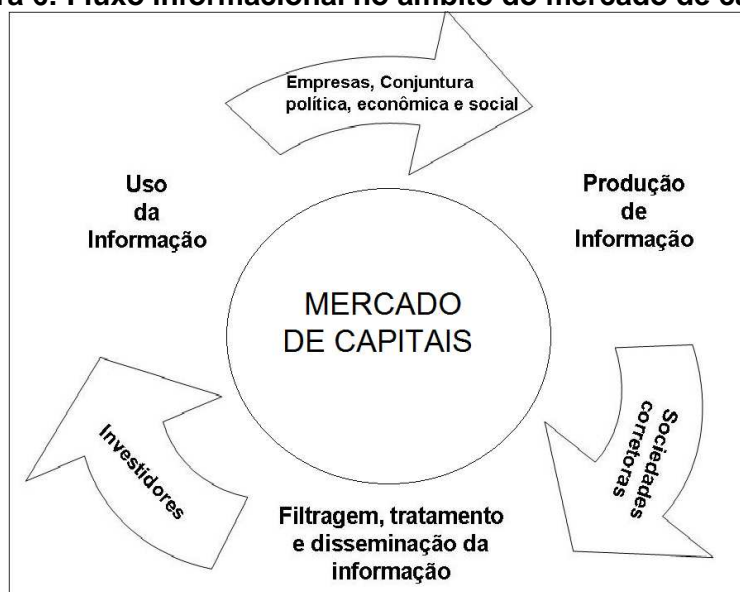
As Sociedades Corretoras possuem como principal atribuição a de atuar realizando o papel de intermediador. Por intermediação entende-se o processo de execução das operações de compra e venda de ações para os investidores. Entretanto, embora atue com a intermediação, as Sociedades Corretoras realizam muitas vezes o papel de educadoras, uma vez que muitos investidores não possuem conhecimento algum sobre as formas de atuação nesse mercado, o que faz com

que muitos profissionais sejam levados a orientar sobre desde o que seja uma ação, até como se realizam de fato, as operações. Destaca-se, ainda, que as equipes que ali atuam são as responsáveis pelos processos de análise em todas as arenas que possam influenciar de algum modo as ações. Portanto, atuam como mediadores da informação, já que buscam em diversas fontes tais informações e as repassam para os investidores, ainda que em forma de recomendações.

Para que o processo de tomada de decisão do investidor seja eficaz é fundamental que exista uma fonte que possibilite a obtenção de informações diretas, claras, relevantes e, sobretudo, de origem confiável sobre o mercado de modo geral, ou especificamente sobre as empresas nas quais investe ou pretende investir. Nessa perspectiva, pode-se afirmar que as sociedades corretoras de valores mobiliários atuam como mediadoras da informação entre o investidor e o mercado. Além de se constituir em uma fonte de recomendações sobre as melhores opções, tais instituições disponibilizam sistemas mediante os quais os próprios investidores podem coletar informações para que eles próprios possam construir conhecimento e executar efetivamente a análise para realizar investimentos (LOPES; VALENTIM, 2013).

Considerando-se o fluxo de informação existente no processo de mediação da informação no mercado de capitais, Lopes e Valentim (2013) destacam, na Figura 5, a forma como ocorre a produção, recuperação, tratamento, disseminação e uso da informação, bem como os agentes envolvidos nesse processo.

Figura 6: Fluxo informacional no âmbito do mercado de capitais



Fonte adaptada de: Lopes e Valentim – 2013 – p.162

Analisando-se a Figura 6, é possível observar que ocorre a produção de informação em diversas fontes, mais basicamente em fontes conjunturais destacadas pelos campos político e econômico em âmbito micro e macro. Ainda, existe a produção de informações por parte das empresas advindas de resultados, perspectivas, e que são rotineiramente disponibilizadas no ambiente *web* das empresas e em jornais e revistas de grande circulação, sendo relatórios contábeis, financeiros e relatórios sobre perspectivas. Essa produção é gerada e disseminada, e, posteriormente, é coletada pelas sociedades corretoras, analisadas e transformadas, em muitos casos, em outros relatórios que servirão como base para a indicação de compra ou venda de ações, assim como, servirão como base para a análise de investidores.

Buscando o aumento da base de acionistas no mercado de capitais, as sociedades corretoras que, em sua maioria, atuam nas capitais de São Paulo e Rio de Janeiro, passaram a realizar parcerias com um profissional que vem ganhando espaço nesse contexto. Trata-se dos agentes autônomos de investimentos, profissionais que após passarem por um processo de certificação estão aptos a atuarem como intermediadores no mercado de capitais. A parceria entre corretora e esses profissionais se dá basicamente pelo fato de que as corretoras são as únicas autorizadas a atuarem como intermediadoras, desse modo, os agentes autônomos precisam de uma estrutura para realizar seu trabalho. Sendo assim, muitos agentes autônomos abrem escritórios de investimentos e passam a atuar como prepostos de sociedades corretoras.

A Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 497, de 3 de junho de 2011, dispõe sobre a atividade de agentes autônomos e define, em seu Art. 1º, que agente autônomo de investimento é a pessoa natural, registrada na forma desta Instrução, para realizar sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades de:

- I - prospecção e captação de clientes;
 - II - recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e
 - III - prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.
- Parágrafo único. A prestação de informações a que se refere o inciso III inclui as atividades de suporte e orientação inerentes à relação comercial com os clientes, observado o disposto no art. 10.

Art. 2º Os agentes autônomos de investimento podem exercer suas atividades por meio de sociedade ou firma individual constituída exclusivamente para este fim, observados os requisitos desta Instrução.

§ 1º A constituição de pessoa jurídica, na forma do **caput**, não elide as obrigações e responsabilidades estabelecidas nesta Instrução para os agentes autônomos de investimento que a integram nem para os integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários que a tenham contratado.

§ 2º A sociedade constituída na forma do **caput** será registrada na CVM, na forma do art. 4º.

Art. 3º A atividade de agente autônomo de investimento somente pode ser exercida pela pessoa natural registrada na forma desta Instrução que:

I - mantenha contrato escrito com instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para a prestação dos serviços relacionados no art. 1º; ou

II - seja sócio de pessoa jurídica, constituída na forma do art. 2º, que mantenha contrato escrito com instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para a prestação dos serviços relacionados no art. 1º (CVM, 2011, p.1).

Essas empresas atuam no mercado de capitais, juntamente com as sociedades corretoras, sob a forma de uma espécie de parceria comercial. Tanto a estrutura física, quanto tecnológica, bem como as equipes profissionais, são semelhantes a de uma sociedade corretora. Dessa forma, essa parceria busca de certo modo uma equiparação entre as partes quanto ao suporte dado aos investidores, seja no que se refere as operações de compra e venda de ações, bem como quanto às recomendações e sugestões baseadas em análises que servem como subsídios para a tomada de decisão dos investidores. Sendo assim, essas empresas atuam diretamente com os investidores que, por sua vez, são os usuários das informações, sobretudo, as inerentes às empresas nas quais investem.

Essa característica nos remete a ideia da mediação, porquanto esses agentes atuam subsidiando o processo de construção do conhecimento, à medida que realizam a coleta de informações registradas em suportes e que são advindas das empresas e, posteriormente, as transformam em recomendações para que os investidores possam tomar suas decisões.

6 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O tema governança corporativa apresenta características muito particulares no que se refere tanto ao seu arcabouço teórico, quanto a prática de suas pesquisas científicas e acadêmicas. Pesquisas no tema em sua maioria se centram em perspectivas e hipóteses que consideram os resultados relativos ao desempenho econômico do mercado de capitais em função de variáveis de governança corporativa, bem como outros instrumentos gerenciais. Tais perspectivas em sua grande maioria estão focadas no ambiente interno das organizações.

Destaca-se que pesquisas e discussões quanto aos modelos de governança corporativa construídos a partir das informações disponibilizadas e sobre os *stakeholders* que utilizam tais informações, são raras. Outro ponto importante no que diz respeito às pesquisas, se refere ao campo científico que as ampara, sendo que o campo da Ciência da Informação, rico em arcabouço teórico sobre os temas informação e conhecimento possui poucas pesquisas sobre a temática governança corporativa, sendo que tal tema é comumente trabalhado nos campos da Economia, Administração, Direito e Contabilidade.

Desse modo, do ponto de vista da abordagem do problema que motivou o desenvolvimento desse trabalho, essa pesquisa apresenta-se como sendo de caráter qualitativo, porquanto está alicerçada em análises e interpretações que buscaram evidenciar a relação entre o tema e os indivíduos que fazem parte desse contexto objetivando encontrar bases para discussões e soluções de questões sobre a temática proposta. Contudo, com o objetivo de contemplar esta pesquisa com um diagnóstico combinado, se buscou também utilizar o caráter quantitativo.

Em um primeiro momento, a pesquisa buscou averiguar, denotar e analisar as características acerca do tema, os modelos existentes, as bases fundadoras, os fenômenos correlacionados e indivíduos que fazem parte desse contexto, para que com isso fosse possível auferir elementos que contribuam com as propostas iniciais. Ainda, de modo que fosse possível contribuir com o desenvolvimento do tema se utilizou de um modelo de pesquisa com enfoque descritivo e exploratório, visando o levantamento de elementos constitutivos para o título do trabalho, bem como comprovações que fundamentem as hipóteses levantadas.

Portanto, conforme se destacou, esta pesquisa se firmou na investigação descritiva que, conforme destaca Krul (2001, p. 92), “[...] procura descobrir com precisão, a frequência com que um fenômeno ocorre, sua relação e conexão com outros, sua natureza e suas características”.

Ainda, conforme afirma Gil (2002, p.42) a pesquisa descritiva “[...] tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis”.

Em um segundo momento, seguindo o ponto de vista dos objetivos, esse trabalho propôs contemplar uma pesquisa exploratória, buscando verificar os elementos que sustentam as hipóteses iniciais propostas. Considerando-se, ainda, o fato de se tratar de um tema relativamente novo de forma geral, mas embrionário no contexto da Ciência da Informação, a pesquisa exploratória pode contribuir de maneira significativa, devido suas características de aproximação entre o objeto e o pesquisador. Conforme menciona Gil (2002), a pesquisa exploratória é capaz de proporcionar uma maior aproximação com o problema observado, considerando que leva o pesquisador a realizar um ‘levantamento bibliográfico’, ‘entrevistas’ e ‘análises’ que possibilitam uma melhor compreensão do tema. Estas pesquisas “[...] são desenvolvidas com o objetivo de proporcionar visão geral, de tipo aproximativo, acerca de determinado fato. Este tipo de pesquisa é realizado especialmente quando o tema escolhido é pouco explorado [...]” (GIL, 2012, p. 27).

Desse modo, esta pesquisa se apresenta como descritivo-exploratória, explorando assim os conceitos de Krul (2001) ao afirmar em relação a esse tipo de investigação que

[...] são para familiarizar-se com o fenômeno ou obter nova percepção do mesmo e descobrir novas ideias. Realiza-se descrições precisas da situação e quer descobrir as relações existentes entre os elementos que compõem a mesma (KRUL, 2001, p.93).

Com o intuito de delimitar o escopo da pesquisa, foi realizado a seleção de seu universo, o qual deveria ser capaz de contemplar os objetivos propostos pela mesma, reunindo um conjunto de “casos” pertinentes a análise que seria realizada. Hill e Hill (2005) esclarecem que

[...] os casos podem ser pessoas singulares, famílias, empresas, conselhos, ou qualquer outro tipo de entidade para o qual o investigador pretende retirar conclusões a partir da informação fornecida. Ao conjunto total de casos sobre os quais se pretende

retirar conclusões dá-se o nome de População ou Universo (HILL; HILL, 2005, p.41).

Portanto, como universo de pesquisa, buscou-se reunir um escopo que fosse capaz de contemplar os indivíduos, investidores de mercado de capitais, que pudessem contribuir com os resultados almejados, quais sejam, as evidências quanto ao comportamento que leva a construção de conhecimento em determinado tipo de investidor.

Visando alcançar esses indivíduos, se realizou um levantamento sobre as Sociedades Corretoras de Valores cadastradas na Bolsa de Valores BM&FBOVESPA, denominadas no âmbito desta pesquisa de corretoras. Acessando o *website* da BM&FBOVESPA foi possível efetuar esse levantamento, que demonstrou uma lista com 87 (oitenta e sete) corretoras cadastradas. A partir deste número foi realizado um recorte a fim de selecionar uma amostra do universo.

O recorte foi feito com base em alguns elementos relacionados a temática governança corporativa, levando em consideração a aproximação entre tal temática e os resultados a serem alcançados. Dessa forma, definimos que fariam parte do recorte, as corretoras que iniciaram seus trabalhos à partir do ano 2001, ano de lançamento do Novo Mercado, que conforme mencionado na Seção 4, se trata do mais alto segmento de listagem que contempla elementos de governança corporativa. Portanto, o recorte compreendeu o período de 2001 a 2014.

Este recorte levou ao levantamento de 5 (cinco) corretoras, sendo que apenas 2 (duas) delas apresentavam características comerciais e geográficas que poderiam nos conferir maior grau de resultados, considerando a amplitude de atuação. As demais possuem apenas um escritório em São Paulo, além de apresentarem perfil menos comercial tipicamente de varejo, demonstrando possuírem foco maior em investidores institucionais.

Assim, as duas corretoras identificadas foram contatadas como possível universo da pesquisa. A primeira corretora se recusou a participar da pesquisa, e a segunda, em sua matriz, não se manifestou em participar. Contudo, identificamos no levantamento inicial que esta segunda corretora é uma empresa que possui parcerias com escritórios de agentes autônomos em todo o país. Tais escritórios, embora tenham seus clientes vinculados ao escritório matriz, possuem autonomia, e por estas razões concluímos que estes escritórios seriam possíveis participantes da pesquisa, mediante o recorte realizado e, assim, procedemos ao contato com eles.

Realizou-se contato com escritórios dos estados do Acre, Goiás, Bahia, Espírito Santo, Paraná, Minas Gerais, Rio de Janeiro e São Paulo (interior e capital). Apenas um escritório aceitou participar da pesquisa, sendo este um dos escritórios localizados na cidade de São Paulo.

A abordagem inicial ocorreu por telefone, com o diretor da empresa, para o qual foram enviados o *link* para acesso ao questionário (Apêndice A), assim como uma carta de apresentação (Apêndice B) da pesquisa. Posteriormente, o diretor informou que seria possível contar com a participação do escritório, informando ainda que a base de clientes da empresa, para os quais enviaria o questionário, contava com 1.000 (um mil) clientes ativos cadastrados. Desse modo, se se firmou como universo para esta pesquisa, o referido escritório de investimentos.

Como sujeitos de pesquisa optou-se pelos investidores pessoa física/individuais, indistintamente, desde que devidamente cadastrados na corretora escolhida como universo de pesquisa e que estivessem ativos, ou seja, realizando operações de compra e venda.

Embora se tenha delimitado o universo a uma única corretora, constatamos que o número de investidores cadastrados nesse universo é relativamente grande, chegando a 1.000 (um mil) investidores. Porém tal fato dificulta o levantamento total de informações sobre a percepção de todos quanto ao tema investigado, isso devido à dificuldade verificada para alcance no que se refere ao contato com todos esses indivíduos, já que muitos, segundo informações do diretor da corretora, não acessam *e-mail* e o contato por telefone com todos seria impossível em função de tempo e recursos financeiros. Segundo informações do diretor, ainda, poder-se-ia contar com uma reação negativa frente à pesquisa por parte dos clientes (uma recusa em participar), pois segundo ele, um grande complicador nesse caso, pode ser o desempenho fraco do mercado de capitais no momento da coleta de dados, fator que influencia o comportamento de investidores que, em geral, buscam se afastar do mercado nessas situações. Considerando-se essa limitação, optou-se por recorrer ao sistema de amostragem.

Para Marconi e Lakatos (2007, p. 225), a amostra

Ocorre quando a pesquisa não é censitária, isto é, não abrange a totalidade dos componentes do universo, surgindo a necessidade de investigar apenas uma parte dessa população [...] O conceito de amostra é ser uma porção ou parcela, convenientemente selecionada do universo (população); é um subconjunto do universo.

Para Gil (2010, p.109) a escolha da técnica de amostragem é

[...] uma etapa importante do método científico de pesquisa. Quando a amostra é rigorosamente selecionada, os resultados obtidos no levantamento tendem a aproximar-se bastante dos que seriam obtidos caso fosse possível pesquisar todos os elementos do universo.

No contexto do universo escolhido, destacam-se algumas características que não nos permite a aplicação de um método de amostragem probabilística, visto que não se pôde contar efetivamente com o retorno de todos os contatos realizados junto aos investidores pertencentes do universo selecionado. Nesse sentido, para a obtenção de uma amostra razoavelmente representativa do universo, considerou-se a utilização do método não probabilístico por meio da amostragem por conveniência, que segundo Hill e Hill (2005, p. 48) é o método pelo qual “[...] os casos escolhidos são os casos facilmente disponíveis”.

A amostragem não probabilística é também conhecida como amostra acidental, que segundo Krul (2001, p. 163)

[...] é formada por aqueles elementos que vão aparecendo, que são possíveis de se obter até que a amostra alcance determinado tamanho [...] Ela é de utilidade em estudos exploratórios de um problema, quando ainda não se tem definidas as variáveis a serem estudadas.

A amostragem não probabilística ocorre quando a probabilidade de alguns ou de todos os elementos da população de pertencer à amostra é desconhecida (MASSUKADO-NAKATANI, 2009).

Pode-se afirmar que normalmente as amostras não probabilísticas são utilizadas em pesquisa quando há uma restrição no que se refere ao caráter operacional ao uso da amostragem probabilística, como, por exemplo, o fato de a população ser muito grande ou de não se ter acesso a todos seus elementos (GONÇALVES, 2009).

Optou-se também pela utilização da técnica de amostragem por acessibilidade, considerando a dificuldade de se ter acesso a todos os indivíduos pertencentes ao universo selecionado, uma vez que, de acordo com Costa Neto (1977, p. 43) “[...] nem sempre é possível se ter acesso a toda a população objeto de estudo, sendo assim é preciso dar segmento a pesquisa utilizando-se a parte da população que é acessível na ocasião da pesquisa”.

6.1 Procedimentos de Coleta de Dados

No que tange ao instrumento de coleta de dados optou-se pelo questionário (Apêndice A). Embora esta tese não tenha caráter de comparabilidade entre os principais participantes do mercado, 'investidor estrangeiro', 'investidor institucional' e 'investidor pessoa física', também conhecido como 'investidor individual', como também em seus objetivos e hipóteses, essa comparação invariavelmente apareceu, considerando-se que uma das fundamentações desta pesquisa é a de que os investidores pessoa física/individual possuem maiores limitações de acesso e maior dificuldade de interpretação das informações. Desse modo, observou-se que esta pesquisa carecia de fundamento para o estabelecimento dos instrumentos de coleta de dados, isso porque se julgou necessário justificar tal fundamentação e a construção do formato do questionário.

É salutar destacar, para fins explicativos, que esta pesquisa tem como objetivo principal verificar se o investidor pessoa física/individual conhece e/ou utiliza os elementos de governança corporativa para a tomada de decisão no âmbito do mercado de capitais, considerando os elementos de disseminação de informações. Sendo assim, não seria oportuno elaborar um questionário cuja linguagem fosse com viés explicativo, uma vez que se defende a ideia de que as empresas fornecem informações de forma indistinta em seus canais midiáticos, ou seja, não fazem distinção de público, apenas disponibilizam as informações sem a preocupação com o nível de conhecimento dos usuários. Desse modo, a linguagem apresentada é extremamente técnica.

Contudo, para comprovar essa afirmação, realizou-se uma pesquisa nos departamentos de relações com os investidores existentes nos *websites* das empresas que fazem parte do Índice de Governança Corporativa Novo Mercado (IGC NM) (Anexo A). Para tanto, foi realizado uma busca nessas áreas dos *websites*, com o objetivo de observar se existe uma distinção quanto ao tipo de investidor quando da disponibilização de informações. Foram investigados 132 (cento e trinta e dois) *websites*, sendo que em nenhum foi observado o indicativo de tal distinção.

Sendo assim, posteriormente, elaborou-se o questionário, e para que houvesse maior facilidade de acesso e uso optou-se pelo formato de questionário *online* elaborado com a ferramenta 'Google Docs'.

O questionário é composto por 25 (vinte e cinco) questões fechadas divididas em 5 (cinco) seções, sendo que a seção 1 (um) tratava de assuntos sobre o perfil do investidor, as 3 (três) seções seguintes foram elaboradas considerando-se os elementos essenciais das práticas de governança corporativa, quais sejam a transparência, a equidade e a prestação de contas, estruturadas com base na metodologia de categorização, a ser argumentada na próxima seção. A última seção se consistiu de questões adicionais que serviram como indicativo de necessidade ou não de construção de conhecimento sobre o tema sob a ótica dos respondentes.

O questionário foi elaborado com 24 (vinte e quatro) questões fechadas com apenas uma alternativa correta. Somente a questão 8 (oito), consistia de múltiplas opções que poderiam ser acionadas.

O *link* para acesso ao questionário utilizado foi enviado por *e-mail* ao diretor do escritório de investimentos, que nos informou, posteriormente, que havia enviado para uma base de 1.000 (um mil) clientes. O *link* ficou disponível 22 (vinte e dois) dias para o recebimento de respostas. Foram recebidos 51 (cinquenta e um) questionários respondidos (Anexo B), ou seja, 5 % do universo pesquisado.

6.2 Procedimentos de Análise dos Dados

Após o encerramento do recebimento dos questionários, procedeu-se a análise dos dados coletados. Como procedimento de análise qualitativa, optou-se pelo método de ‘Análise de Conteúdo’ proposto por Bardin (1977), que considera a comparação entre o modo como uma mesma “mensagem” possui significados diferentes para “receptores distintos” ou, ainda, “[...] em situações diferentes com os mesmos receptores”.

Considerou-se, também, a utilização, segundo a autora supracitada, da abordagem da técnica ‘Análise Categórica’, a qual é definida como:

Um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando obter, por procedimentos, sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) destas mensagens (BARDIN, 1977, p. 34).

Quanto aos procedimentos para Análise de Conteúdo é necessário que se organize as diferentes fases da análise em torno de 3 (três) etapas, conforme define

Bardin (1977). A primeira, em que se realiza uma pré-análise que consiste na sistematização dos conceitos iniciais, para que posteriormente se realize a exploração do material objetivando o direcionamento do trabalho e, por fim, o tratamento dos resultados, a “inferência e a interpretação”.

Após a realização da pré-análise, realizou-se a classificação e a escolha das categorias que subsidiariam a realização do recorte do material de análise, considerando-se, conforme descreve Bardin (1977), a demarcação dos "núcleos de sentido", ou seja, das unidades que irão compor o *corpus* significativo para a pesquisa.

Como sugere, ainda, Bardin (1977) para uma eficiente categorização é necessário estar atento aos seguintes critérios: a) *exclusão mútua*: um elemento não pode existir em mais de uma classe; b) *homogeneidade*: uma única característica deve governar uma classe, ou seja, em uma categoria, somente uma característica pode servir como requisito para abrigar ou não determinado registro; c) *pertinência*: uma categoria para ser considerada pertinente necessita estar em sintonia com o material de análise e com a teoria que fundamenta a pesquisa; d) *objetividade e fidelidade*: se devem aplicar os mesmos critérios de análise para cada parte de cada material; e e) *produtividade*: um processo de categorização é tido como produtivo quando fornece resultados férteis no que tange aos índices de inferência.

Respeitando os critérios estabelecidos pela autora, após a análise do referencial teórico e da avaliação da estrutura da pesquisa, buscou-se delinear a investigação com base em 4 (quatro) categorias: 1) Perfil do investidor; 2) Transparência; 3) Equidade; 4) Prestação de Contas. Destaca-se que tais categorias tiveram como alicerce fundador os conceitos utilizados pela boa governança corporativa, amplamente conhecidos como ‘princípios da governança corporativa’.

Posteriormente, passou-se para a fase de exploração, ou análise, do material, que consiste na administração sistemática verificadas na fase da pré-análise e categorização. É o cumprimento das etapas preestabelecidas no projeto, ou seja, é a partir da análise das respostas dadas pelos participantes da pesquisa que se constitui o *corpus* para a análise, visando à extração dos elementos necessários que juntamente com o resgate referencial teórico, formaram o conteúdo em suas respectivas categorias.

Após as fases de pré-análise e exploração/análise do material, passou-se para a fase de interpretação e proposta para as possíveis inferências. Conforme

explica Bardin (1977), de posse dos dados significativos, o investigador poderá propor inferências e interpretações considerando os objetivos previstos. Ainda, de acordo com Bardin (1977), a Análise de Conteúdo possibilita uma leitura não aderente em que o leitor tem a oportunidade de se distanciar dos textos analisados e captar informações suplementares. Frente tal afirmativa, buscou-se, para fins de melhor compreensão e captação de possíveis informações suplementares, organizar a construção textual em um único *corpus* de categorização, exploração e inferências.

Após o emprego do método de categorização orientado por Bardin (1977), buscou-se a aplicação da análise quantitativa com o tratamento dos questionários pelo *software* estatístico *Statistical Package for Social Sciences* (SPSS) utilizando-se a análise de Significância Estatística como base fundadora para análise do comportamento das variáveis.

7 ANÁLISE E APRESENTAÇÃO DE RESULTADOS

Nessa seção serão apresentados os resultados com base nos métodos utilizados. Tais métodos foram inicialmente idealizados após o emprego de um pré-teste, cujo objetivo foi servir como norteador para os esforços da pesquisa final. Entretanto, seguindo as sugestões da banca, optamos pela modificação quase que completa dos sujeitos de pesquisa, que inicialmente previa a análise do perfil de investidores institucionais, individuais e estrangeiros. Portanto, os resultados aqui apresentados com base na pesquisa apenas com investidores individuais seguem o formato adequado em comum acordo entre membros da banca de qualificação, orientadora e pesquisadora.

Desse modo, a apresentação da análise conta de 3 (três) subseções, sendo que a primeira tratou dos elementos empregados com base no método de categorização de Bardin (1977). Posteriormente são apresentados os resultados auferidos mediante a Análise de Regressão cujos resultados foram alcançados após tratamento dos questionários pelo *software* estatístico SPSS. Finalmente, são apresentadas as análises e inferências finais, destacando-se com base nas duas categorias de análises realizadas, uma proposta de emprego de um modelo conceitual como base para indicativo de provável solução para as lacunas informacionais averiguadas no decorrer da realização desta pesquisa.

7.1 Análise de Conteúdo

A apresentação dos resultados qualitativos foi sistematizada de acordo com as categorias utilizadas no questionário apoiados no método de Análise de Conteúdo de Bardin (1977), quais sejam: perfil do investidor; transparência; equidade e prestação de contas. As questões referentes a seção 5 (cinco) 'questões adicionais' não fizeram parte da categorização, pois se objetivou com esse levantamento obter subsídios para a sugestão de propostas as quais serão apresentadas ao final das análises, na subseção 6.3. Ressalta-se que se optou, conforme explicitado na seção anterior, pela construção textual em um único *corpus* ao evidenciar-se os critérios de categorização, exploração/análise, e, finalmente, inferência, utilizando-se gráficos para melhor visualização dos resultados.

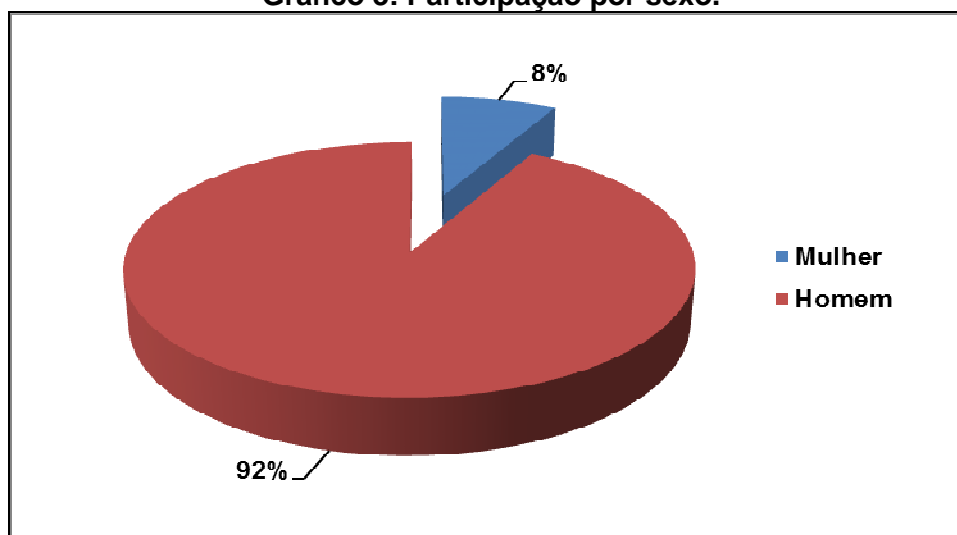
7.1.1 Categoria: perfil dos respondentes

O primeiro bloco de questões buscou o levantamento do perfil dos respondentes, para que posteriormente fosse possível confrontar analiticamente, se tais informações sobre idade, sexo, perfil de investimento, uso da Internet, poderiam ser determinantes no processo de utilização de informações sobre governança corporativa.

Há estudos que indicam que o comportamento individual de disposição ou aversão ao risco e conseqüente tomada de decisão de compra e venda de ações leva em conta fatores relativos ao perfil, o que pode exercer forte influência sobre os investidores. De acordo com Lampenius e Zickar (2005, p.131 *apud* SILVA *et al.*, 2008), em geral o foco recai sobre características como gênero, idade, estado civil, profissão, renda, escolaridade e conhecimento sobre finanças.

Desse modo, buscando avaliar se isso se aplica ao contexto da governança corporativa assim como há indícios de que ocorre na compra e venda de ações em se considerando outras variáveis, a primeira questão da categoria 1 (um) solicitava ao respondente que indicasse o seu sexo, sendo que, conforme apresentado no gráfico abaixo, esse resultado apontou que 47 (92%) dos entrevistados são homens e 4 (8%) são mulheres.

Gráfico 3: Participação por sexo.



Fonte: Elaborado pela autora.

No ano de 2013, segundo dados da BM&FBOVESPA (2013c), as mulheres representaram em torno de 25% do total de investimentos realizados nesse

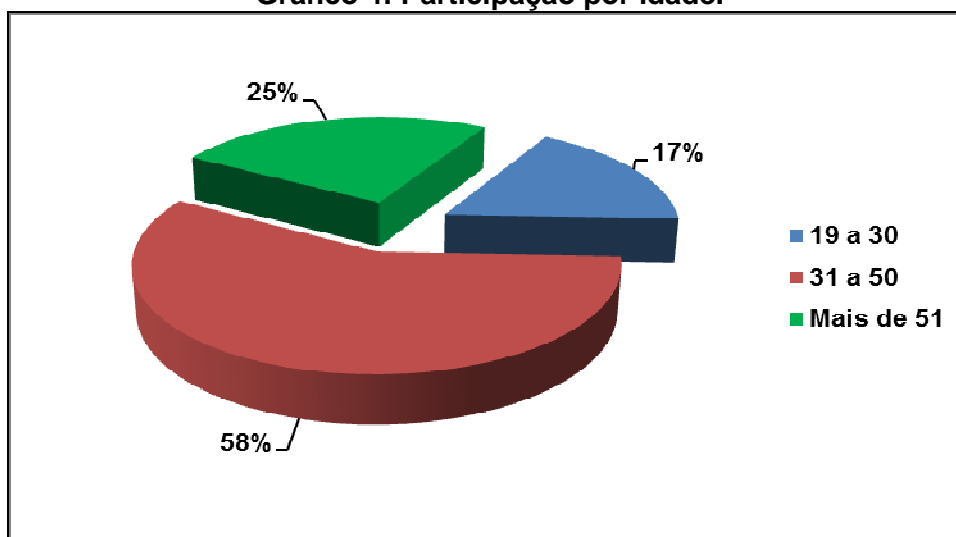
mercado, sendo que em 2002 esse percentual não passava de 18%. Ainda, segundo dados divulgados pelo *site* Terra Economia (2014) “[...] nos últimos 11 anos, elas aumentaram sua atuação na Bolsa de Valores em 42%: em 2002, detinham 17,63% das ações e, em março deste ano, alcançaram 25,11%”.

Segundo pesquisa da *Merrill Lynch Investment Managers* (MLIM) “*When it comes to investing, gender a strong influence on behavior*” divulgado em 2005, as mulheres não são propensas a realizar investimentos, caso não seja possível realizar uma prévia avaliação, os homens já se comportam seguindo os movimentos do mercado, o que os leva a tomarem decisões sem a necessidade de uma avaliação mais aprofundada e, ainda, que as mulheres cometem menos erros por serem mais pacientes nesse tipo de investimento.

Durante os anos de experiência vivenciados por esta pesquisadora como profissional nesse mercado, foi possível observar que esse percentual é, de fato, uma realidade e que baseada nessa experiência, foi possível observar, ainda, que as mulheres possuem um horizonte de longo prazo, com perspectivas mais duradouras e conservadoras, sendo que os homens já buscam um retorno mais rápido, o que talvez justifique essa diferença no percentual. Essa diferença quanto ao horizonte para investimento pode ser uma resposta para a menor participação de mulheres, considerando que essas, em geral, buscam investir em opções que consideram mais seguras, como poupança e algumas opções de fundos de investimentos. Desse modo, esse resultado amostral pode ser uma confirmação de estudos já realizados quanto ao comportamento observado no mercado de capitais em se considerando o gênero.

A questão seguinte solicitava ao respondente que indicasse sua faixa etária. Conforme apresentado no Gráfico 4, dos 51 respondentes, 9 (nove) representando 17%, correspondem a faixa etária que vai de 19 a 30 anos, sendo que 30 (trinta) respondentes, relativos a 58% do total, declararam fazer parte da faixa que compreende 31 a 50 anos e 12 (doze) pessoas, referentes a 25%, declararam ter mais de 51 anos.

Gráfico 4: Participação por idade.



Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com dados divulgados pelo *site* Infomoney (2013), a BM&FBOVESPA encerrou o ano com algo em torno de 600 mil investidores, sendo que 28,58% estavam concentrados na faixa etária entre 26 e 35 anos. Na sequência, apareciam os investidores entre 36 e 45 anos que representaram 22,64% do total de investidores e aqueles entre 46 e 55 anos representando 18,71%.

Observa-se, portanto, que o resultado da amostra apresentada nesse trabalho pode indicar, de acordo ainda com os dados divulgados pela BM&FBOVESPA, que o percentual de participantes mais jovens nesse mercado ainda é maior do que o de investidores com idade acima de 55 anos. Esses dados, contudo, são característicos de investidores brasileiros que, de um modo geral, são mais avessos a riscos que indivíduos de outros países. Em pesquisa com cerca de 1.000 (um mil) investidores americanos com idade entre 20 e 75 anos, Grable (2000, p.628) detectou que, nos EUA pessoas mais velhas possuem maior índice de tolerância aos riscos do que pessoas mais jovens, destacando que “[...] *specifically, older individuals were found to be, on average, more risk tolerant in relation to financial issues than younger persons*”.

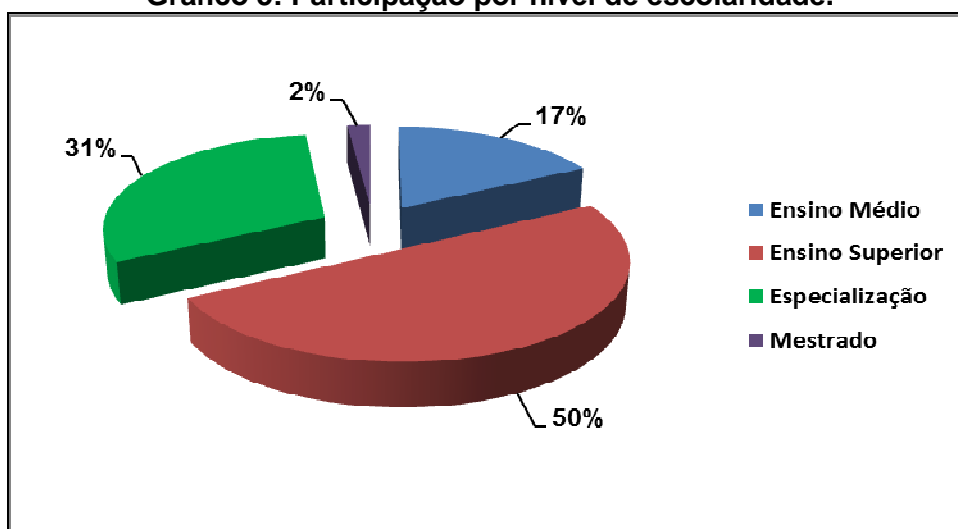
Destaca-se que, no Brasil diferentemente de outros países, investir em ações já é considerado, por si só, um investimento de risco, sendo que tradicionalmente se opta pelo investimento em poupança. De acordo com Abreu (2013) o brasileiro não possui conhecimento sobre princípios básicos de investimentos e acaba optando por investir em opções menos arriscadas. Segundo a autora, foi possível constatar em pesquisa realizada pelo Instituto de Pesquisas Rosenfield e encomendado pela

BM&FBOVESPA, que a conta poupança é o investimento mais usado pela população, com 44,4% do total de recursos aplicados, seguida pela conta corrente, com 37%. Depois aparecem os imóveis, com 3,7%, e os títulos de capitalização com 3,3%. As ações ficam com apenas 1% das menções de opções para se investir.

Esses dados revelam que o brasileiro, em geral, possui aversão ao risco e, de acordo com o resultado da amostra coletada para essa tese, essa aversão a um mercado considerado mais volátil e variável pode ser ainda maior em pessoas com idade mais avançada em detrimento de pessoas mais jovens, diferentemente do averiguado em países como EUA cujo interesse por esse tipo de investimentos é forte há décadas. Lembrando que, o mercado de capitais brasileiro apresentou desenvolvimento significativo nos últimos 15 (quinze) anos apenas, desse modo, os indivíduos com 60 (sessenta) anos atualmente, possuem uma cultura de investimento em poupança que dificilmente seria modificada em apenas uma década.

Na sequência, a terceira questão da primeira categoria solicitava para o respondente indicar qual o seu nível de escolaridade. O conjunto de respondentes indicou que 9 (nove) possuem ensino médio, o que corresponde a 17% dos investigados. Declararam possuir ensino superior 26 (vinte e seis) respondentes, indicando 50% do total. Indivíduos com pós-graduação nível de especialização, representaram 31% dos investigados, somando 16 e, apenas um indicou possuir pós-graduação nível de mestrado.

Gráfico 5: Participação por nível de escolaridade.



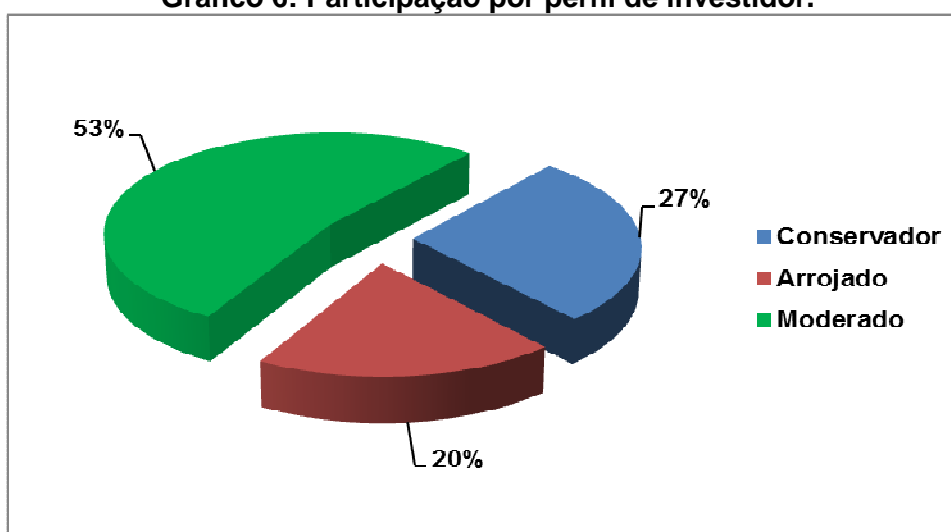
Fonte: Elaborado pela autora.

Pesquisa realizada por Grable (2000) com cerca de 1000 (um mil) investidores evidenciou que indivíduos com maior nível de formação estão mais propensos a realizarem investimentos mais arriscados, e que esses indivíduos apresentam maior índice de busca por informações de cunho fundamentalista que os demais.

Pesquisas como essa podem revelar o que já é possível observar no dia a dia comportamental desses indivíduos no mercado, considerando que investidores com maior nível de formação tendem a desenvolver maior interesse por maior quantidade de informações, enquanto que os demais esperam que as corretoras lhes forneçam informações para a tomada de decisão. Essa diferença pode ser um indicativo da real necessidade do mercado se preparar em termos educacionais de um modo geral, pois é por meio da educação para o mercado que essas lacunas podem ser dirimidas.

Posteriormente, a quarta questão da primeira categoria pedia ao respondente que indicasse qual é o seu perfil de investidor. Conforme apresentado no Gráfico 6 Entre os respondentes, 14 (quatorze) representando 27% do total se declararam conservadores, enquanto que 27 (vinte e sete) indivíduos correspondentes a 53% afirmaram ter perfil moderado. Por último, 10 (dez) respondentes alegaram possuir perfil arrojado para investimentos em mercado de capitais.

Gráfico 6: Participação por perfil de investidor.



Fonte: Elaborado pela autora.

Avaliando questionários de análise de perfil do investidor aplicados por bancos especializados em investimentos, a revista Isto É Dinheiro (2010) destacou

que tais avaliações indicaram que os brasileiros se acham muito mais arrojados do que realmente são e que ainda buscam aplicações mais conservadoras, como a renda fixa. Segundo a matéria, os questionários mostraram que os perfis moderados que indicam tolerância média ao risco, ou os arrojados que indicam alta tolerância, aparecem mais que os chamados conservadores que indicam baixa tolerância ao risco. “No Banco do Brasil, 53% dos clientes foram classificados como moderados e 35%, arrojados. Os conservadores somam apenas 12%. Cenário parecido se repete no Santander e no Bradesco”.

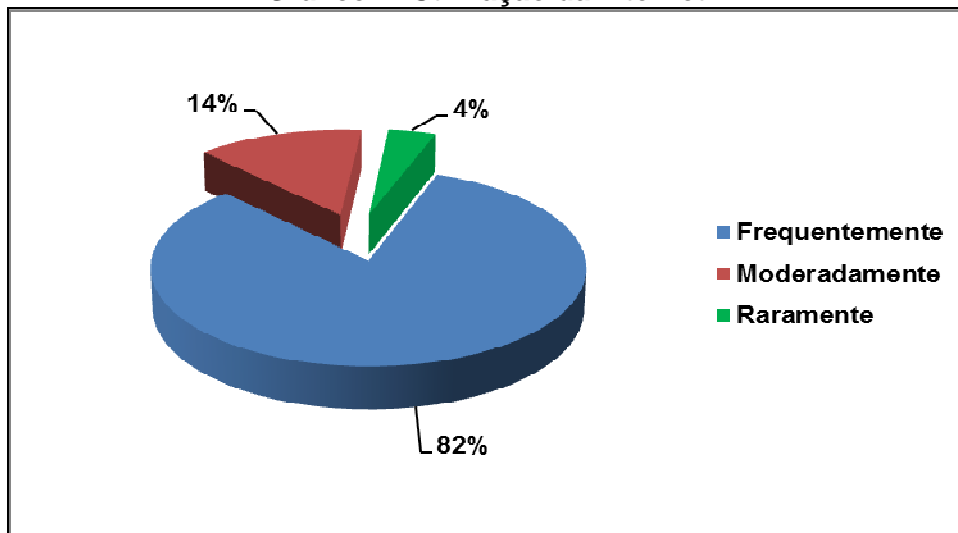
Os perfis identificados na pesquisa supracitada, assim como os levantados na amostra coletada por esta tese evidenciam que há indicativos de que no Brasil o perfil de investidores apresenta uma tendência maior ao conservadorismo. Esse indicativo por estar relacionado ao nível de maturidade do mercado de capitais brasileiro, considerando ser esse um mercado ainda em fase de desenvolvimento. Ainda que a Bolsa de Valores possua listadas as maiores empresas brasileiras, os investidores locais, sobretudo pessoa física/individual, ainda entendem tratar-se de um mercado de alto risco e, portanto, busca se manter no perfil moderado.

Com base em experiência vivenciada, pode-se afirmar que o perfil moderado compreende os investidores que preferem comprar ações de empresas que possuem uma marca mais solidificada, que esteja em um setor mais promissor, e que obtenha bons resultados financeiros, contudo, se permitem aventurar-se eventualmente adquirindo ações de empresas que, muito embora, não tenham as mesmas características, apontem tendência de crescimento. Outra característica do investidor moderado é a de não permanecer por muito tempo com a mesma carteira de ações, característica predominante nos perfis conservadores, em que em muitos casos, o investidor permanece por anos com uma mesma ação em custódia. O moderado permanece pelo tempo considerado suficiente para auferir lucros, ainda que não sejam tão altos, buscando não se desfazer tão rapidamente das ações como fazem os investidores arrojados, que tem como principal característica a compra e venda realizada no mesmo dia, o chamado *day trade*.

A questão seguinte da primeira categoria buscou averiguar o comportamento do investidor frente ao uso da Internet e, conforme expresso no Gráfico 7, do total de respondentes, 42 (quarenta e dois) declararam utilizar a Internet frequentemente, expressando 82% do total de participantes. A utilização de forma moderada foi

indicada por 7 (sete) respondentes, 14% do total, seguido de 2 (dois) participantes que alegaram raramente utilizar a Internet.

Gráfico 7: Utilização da Internet.



Fonte: Elaborado pela autora.

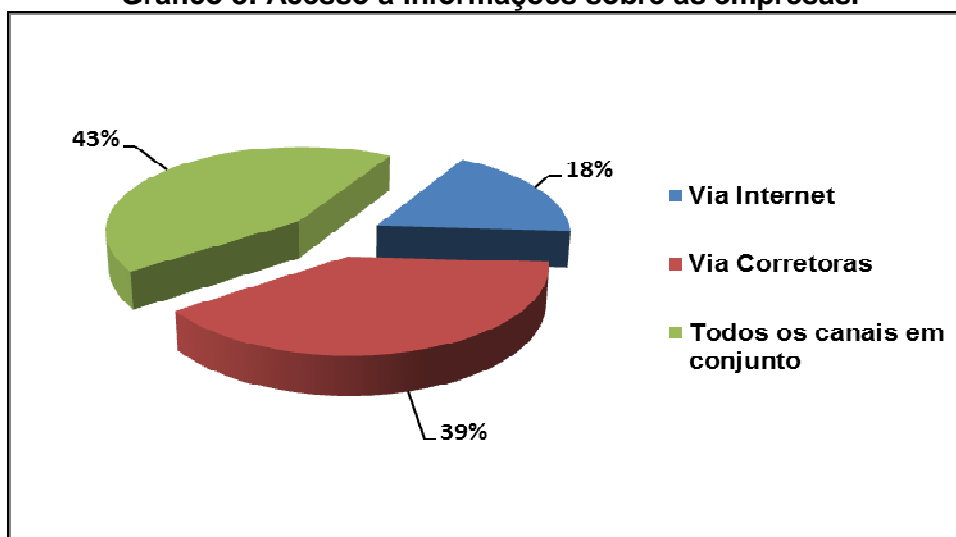
De acordo com pesquisa feita pelo Instituto Brasileiro de Opinião Pública e Estatística (IBOPE) (2013), o número de pessoas com acesso à Internet no Brasil passou de 100 (cem) milhões. Conforme dados da pesquisa, o total de pessoas com acesso à Internet no Brasil no primeiro trimestre de 2013 chegou a 102,3 milhões. O crescimento foi de 9% sobre os 94,2 milhões divulgados pelo IBOPE no terceiro trimestre de 2012. Esse resultado demonstra a crescente busca do brasileiro pelo uso da Internet. O avanço das funcionalidades das redes sociais, das facilidades verificadas tanto no comércio virtual, quanto no meio financeiro, vem fazendo com que os brasileiros aumentem a cada dia o percentual de usuários da rede mundial de computadores.

De acordo com a Federação Brasileira dos Bancos (FEBRABAN) (2013, p.1), nesse mesmo período foi averiguado em pesquisa, que o uso do *Internet Banking*, ferramenta para transações financeiras via *web*, cresceu ainda mais que o número de usuários da Internet no Brasil. Parte das transações realizadas pelos meios virtuais com Internet e *smartphones* ultrapassaram as realizadas pelos meios tradicionais, como as agências. “Tal perda na participação acontece de maneira mais acelerada em transações com movimentação financeira, dada maior disponibilidade dos demais canais”.

O resultado averiguado na amostra coletada para essa tese corrobora com dados das demais pesquisas, que apontam crescimento do uso da Internet para vários fins. Ainda que sejam arrojados ou conservadores, jovens ou idosos, 82% indicaram utilizar com frequência essa ferramenta. Destaca-se que o uso da Internet facilita o acesso às informações sobre as empresas, sobre economia, mercado de um modo geral. Tal acesso permite ao usuário uma maior interação com a conjuntura que pode também servir como base para coleta de informações que irão compor o conjunto que poderá fomentar a construção de conhecimento nesses indivíduos. Ainda que esses respondentes não estejam utilizando a Internet para fins de operacionalização com foco no mercado, qualquer informação adquirida do contexto mercadológico e financeiro poderá ser útil nesse contexto. Desse modo, esse percentual pode ser um indicativo de desenvolvimento das tecnologias de comunicação, sobretudo a Internet, e do interesse do Brasileiro pelo uso das mesmas.

Dando sequência, a questão de número 8 (oito) da primeira categoria, objetivou-se averiguar se em relação às empresas nas quais o respondente costuma investir, há o acesso de informações preferencialmente via quais canais disponibilizados. Conforme dados apresentados no Gráfico 8, 9 (nove) respondentes alegaram acessar as informações sobre as empresas com mais frequência via Internet, correspondendo a 18% do total. O acesso de informações sobre as empresas com maior frequência via corretoras foi indicado por 20 (vinte) indivíduos, correspondendo a 39%, seguido de 22 (vinte e dois) respondentes que mencionaram acessar tais informações utilizando todos os canais em conjunto, contemplando 43% do total. Os canais em conjunto compreendem a Internet, as corretoras, além de jornais e revistas.

Gráfico 8: Acesso a informações sobre as empresas.



Fonte: Elaborado pela autora.

Os dados desta amostra revelam o uso de forma acentuada das sociedades corretoras como fonte de acesso e apropriação de informações. Ainda que tenha sido revelado nesta amostra o uso em conjunto de todas as fontes, incluindo-se a Internet, jornais e revistas, o percentual de indivíduos que buscam informações por meio desses ambientes estruturados, as corretoras, é substancial. Esse resultado amostral pode estar atrelado aos benefícios do uso do sistema *home broker*, que se trata de um sistema em que é possível realizar operações financeiras, especificamente compra e venda de ações. Tal sistema possui características específicas de cada corretora no que se refere às funcionalidades, contudo, independentemente da corretora, todas conectam o usuário ao sistema de operações da BM&FBOVESPA.

De acordo com Fortuna (2005), o sistema *home broker* foi criado em 1999 com o objetivo de possibilitar ao investidor a realização de operações de compra e venda de ações utilizando a Internet. Tal iniciativa possuía, também, o objetivo de atrair o pequeno investidor, vislumbrando o aumento do uso da rede mundial de computadores por grande parte da população.

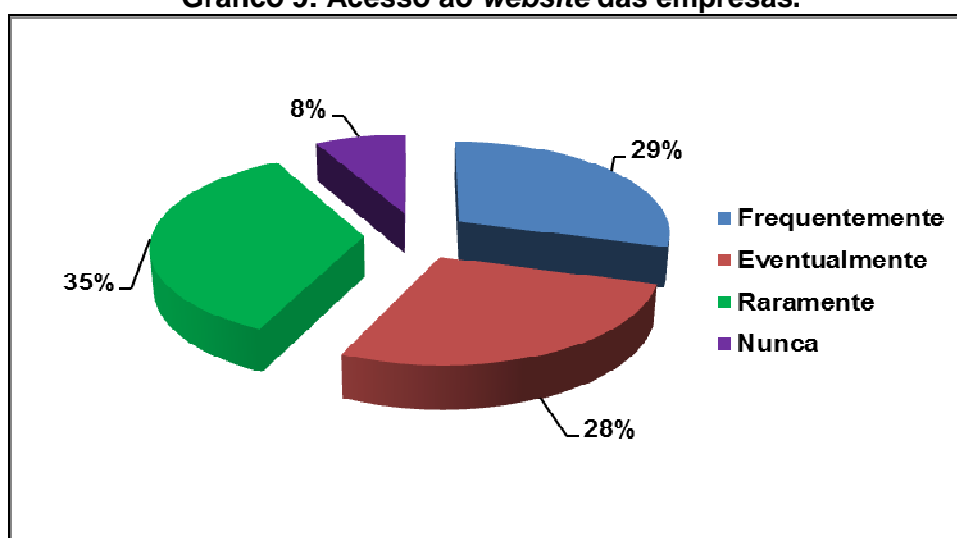
Não obstante, observou-se que as corretoras passaram a atrair o olhar dos investidores não apenas com a realização de compra e venda de ações, mas, dando mais possibilidades ao usuário, como o acesso a relatórios e análises que podem servir como fonte rica de informações. Essa possibilidade de acesso a informações via corretoras, mas em um ambiente virtual atrai o interesse de investidores, sobretudo, o pequeno investidor que necessita de mais fontes de informações. Essa

afirmativa corrobora com Levine (1997) que esclarece que a busca por informações de forma rápida e eficiente se torna custosa para o investidor que atua sozinho no processo de construção de conhecimento estratégico.

Desse modo, a amostra coletada para a elaboração dessa tese pode ser um indicativo de que os investidores buscam informações nas sociedades corretoras e utilizam esse ambiente por considerarem mais estruturados que os *sites* das próprias empresas, considerando, possivelmente, que nos ambientes das corretoras há um conjunto de informações amplas, sobre várias empresas, além do contato com relatórios e também com analistas. Tal comparação pode ser fundamentada ao observou-se na primeira questão da categoria seguinte, 'transparência', a análise realizada sobre a impressão dos investidores a respeito da linguagem utilizada nos ambientes *web* das empresas com capital aberto.

No que se refere ao uso do ambiente *web* das empresas nas quais investem, os respondentes foram indagados na questão seguinte sobre se ocorre esse acesso e com qual frequência. Alegaram acessar frequentemente o *website* das empresas para a coleta de informações, conforme Gráfico 9, 15 (quinze) indivíduos, representando 29% do total. Na sequência, 14 (quatorze) respondentes afirmaram acessar eventualmente esses ambientes, perfazendo um total de 28%. Alegaram acessar raramente, 18 (dezoito) respondentes, somando 35% do total, seguido por 4 (quatro) pessoas que disseram nunca acessar o *website* das empresas, representando 8% do total.

Gráfico 9: Acesso ao *website* das empresas.



Fonte: Elaborado pela autora.

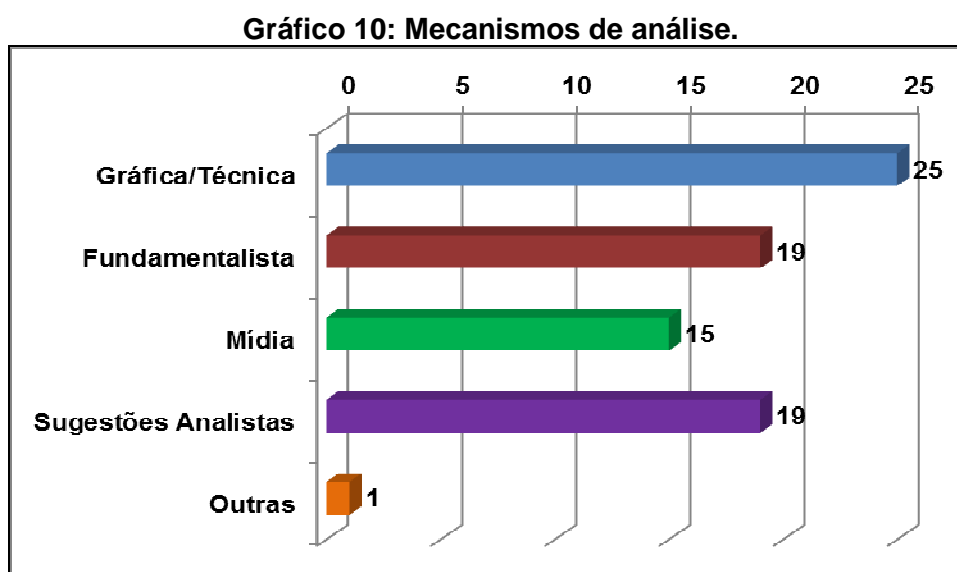
Tarefa prioritária dentro da área de Relações com Investidores (RI), a manutenção do ambiente no *website* da empresa é reconhecida como fundamental na relação desta com o mercado, considerando ser esse ambiente o suporte que armazena informações relevantes, ao passo que também é tido como o principal canal de acesso a tais informações. Pontua-se, conforme explorado no referencial teórico em seção dedicada a área de relações com investidores no *website* das empresas, que se trata de um canal que representa a imagem da empresa perante o mercado, bem como, traz para a empresa as percepções do mercado. Nesse sentido, destaca-se a importância do ambiente *web* como suporte informacional, porquanto representa a conexão entre a empresa e seus públicos de interesse.

A manutenção da área de RI no *website* se constitui em uma importante ferramenta de comunicação dirigida entre as empresas e os investidores. O aumento substancial no nível de utilização da Internet pelos brasileiros pode vir a ser um fator favorável ao aumento no acesso desses ambientes. Para a empresa, os benefícios de se manter esse ambiente com critérios que elevem a sua utilização, tais como linguagem clara e transparência, são inúmeros. Conforme destaca Gonzalez (2012) manter esse ambiente reduz sensivelmente custos como o de disseminação da informação, a redução de emissão de documentos em formato impresso, além de oferecer acesso global às informações sobre a empresa de forma transparente ao passo que facilita a disponibilização de dados em vários formatos.

O resultado apresentado na amostra coletada para esta pesquisa revelou que a maior parte dos investidores respondentes não acessa as áreas de RI existentes nos *websites* das empresas. Esse resultado pode ser um indicativo de que investidores, sobretudo, pessoa física/individual, ainda que apresentem um elevado índice de acesso à Internet, não se sentem familiarizados com o ambiente oferecido pelas empresas. Fator que poderá ser mais bem explorado na avaliação e inferências realizadas na segunda questão da categoria sobre transparência.

Com o objetivo de finalizar a avaliação quanto ao perfil dos respondentes, buscou-se considerar qual a percepção que os mesmos possuem quanto ao uso de ferramentas de análise. Desse modo, a última questão da primeira categoria solicitou aos participantes que indicassem quais são os mecanismos que utilizam para tomar suas decisões de compra e venda de ações. A utilização da análise gráfica, ou também conhecida como análise técnica, foi indicada como preferencial por 25 (vinte e cinco) respondentes. Afirmaram preferir o uso da análise

fundamentalista, 19 (dezenove) participantes, seguido de 15 (quinze) respostas dadas para o uso de informações quando são disponibilizadas na mídia, 19 (dezenove) indivíduos afirmaram utilizar apenas as sugestões dadas pelos analistas, por desconhecerem as demais ferramentas e, 1 (um) respondente mencionou que se utiliza de outros mecanismos, porém não declarou quais eram. Destaca-se que, foi dada a opção de múltipla escolha aos respondentes, o que apresentou, em muitos casos, o uso de análise técnica e fundamentalista em conjunto.



Tanto a análise gráfica quanto a análise fundamentalista são as metodologias mais utilizadas no mercado para análise das empresas e, possuem como principal diferença o fato de uma possuir foco em perspectivas presentes e o outro em futuras. Contudo, constituem-se como metodologias complementares, segundo grande parte dos analistas A análise técnica, por trabalhar basicamente com o uso de gráficos que traçam tendências de curto prazo com base em movimentos passados, possui como principal característica a agilidade nos apontamentos, fator que é tido por muitos investidores como fundamental para a tomada de decisões rápidas. A análise fundamentalista, por outro lado, privilegia as perspectivas de longo prazo, por utilizar como principal elemento os fundamentos, ou seja, os dados financeiros e contábeis que possibilitam auferir perspectivas de resultados futuros, como, por exemplo, bons resultados para o próximo exercício da empresa.

Os investidores que preferem o uso de análise técnica utilizam informações sobre as séries históricas de preços, volumes e negociação, resumidos na forma de

gráficos para a previsão de futuras tendências dos preços em uma ampla variedade de mercados financeiros, conforme relatam Savin, Weller e Zvingelis (2006). De acordo com Lopes e Valentim (2008) a análise fundamentalista pode ser considerada, em termos informacionais, a mais completa, por possuir como principal característica a prospecção de dados e informações que forneçam indicadores relevantes sobre a situação financeira e patrimonial das empresas. Entre as principais informações utilizadas nessa análise estão, por exemplo, dados sobre a receita do período, nível de endividamento, gestão de custos, depreciação e amortização, capital de giro, alterações da estrutura de capital, passivos, perfil e custo da dívida, entre outros.

O conjunto de dados coletados na amostra utilizada indicou um percentual de uso de todas as possibilidades de forma equivalente, ou seja, o uso conjunto de todas as formas de análise. No que diz respeito ao uso de recomendações de analistas, com base em experiência vivenciada, pode-se afirmar que há, até mesmo nessa opção, a junção das duas principais metodologias de análise acima explicitadas, uma vez que em geral analistas de mercado buscam utilizar as duas em conjunto, considerando que há uma ação de complementariedade, porquanto uma aponta perspectivas no curto prazo e a outra, para médio e longo prazo. Em suma, essa amostra pode indicar que os investidores, de fato, utilizam tais ferramentas de forma conjunta.

7.1.2 Categoria: transparência

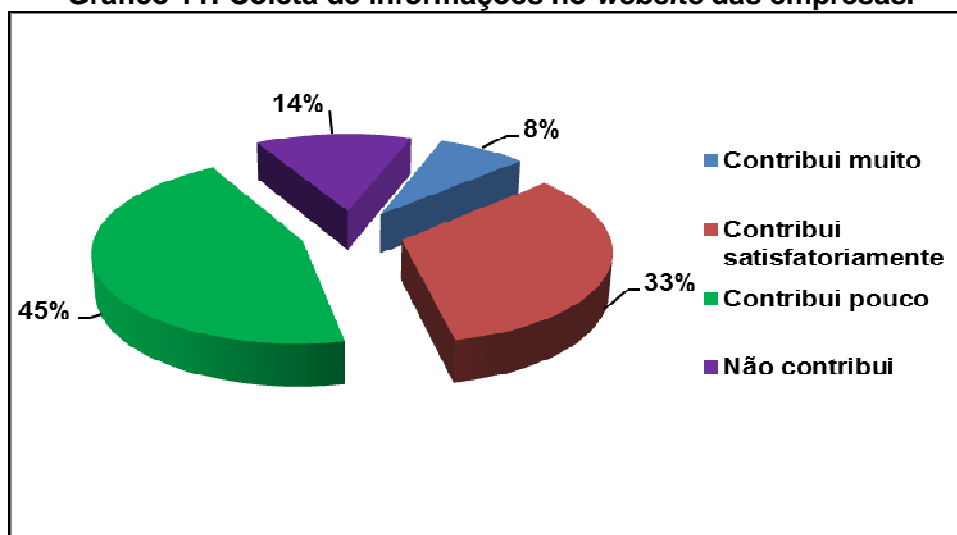
A segunda categoria buscou averiguar o conhecimento dos respondentes quanto aos critérios de transparência, um dos principais elementos que envolve o conceito de boas práticas de governança corporativa. Tal elemento reflete de forma preponderante na forma como a informação é divulgada, na tempestividade com que a empresa divulga tais informações, na linguagem utilizada, na preocupação quanto ao maior número possível de investidores informados e, sobretudo, na coesão entre princípios assumidos e práticas efetivamente exercidas no tocante a disseminação de informações.

Nesse sentido, a primeira questão apresentada buscou considerar se os respondentes, ao acessarem a área de RI nos *websites* das empresas com capital aberto, acreditam que este ambiente propicia a coleta de informações que, por sua

vez, podem contribuir para a tomada de decisão, ou seja, se o ambiente existente no *website* da empresa exclusivo para disseminação de informações relevantes cumpre com esse papel tão fortemente ligado ao conceito de transparência.

A amostra de investidores evidenciou que 4 (quatro) respondentes declararam que esse ambiente contribui muito com a coleta de informações relevantes, representando 8% do total. O número de respondentes que consideram que esse ambiente contribui satisfatoriamente foi de 17 (dezesete) investidores, 33%. Foram 23 (vinte e três), 45%, o total de respondentes que alegaram que esse ambiente contribui pouco com a coleta de informações e, por último, 7 (sete) indivíduos, 14%, alegaram que não contribui em nada.

Gráfico 11: Coleta de informações no *website* das empresas.



Fonte: Elaborado pela autora.

O percentual de respondentes que mencionou ser esse um ambiente que contribui pouco com a coleta de informações relevantes sobre as empresas é elevado. Embora seja relativo ao sentimento expresso por uma amostra, pode ser um indicativo de que parte dos investidores pessoa física/individual possuem certo grau de dificuldade na utilização desse ambiente. Essa dificuldade pode ser devida, em parte, ao formato apresentado por esses ambientes, bem como a linguagem utilizada na apresentação das informações. Tal constatação poderá ser mais bem explicitada na apresentação da próxima questão.

Destaca-se que, esse mecanismo de comunicação tem como principais características a agilidade e interatividade, considerando que não há a necessidade de intervenção de um representante da empresa para a coleta de informações por

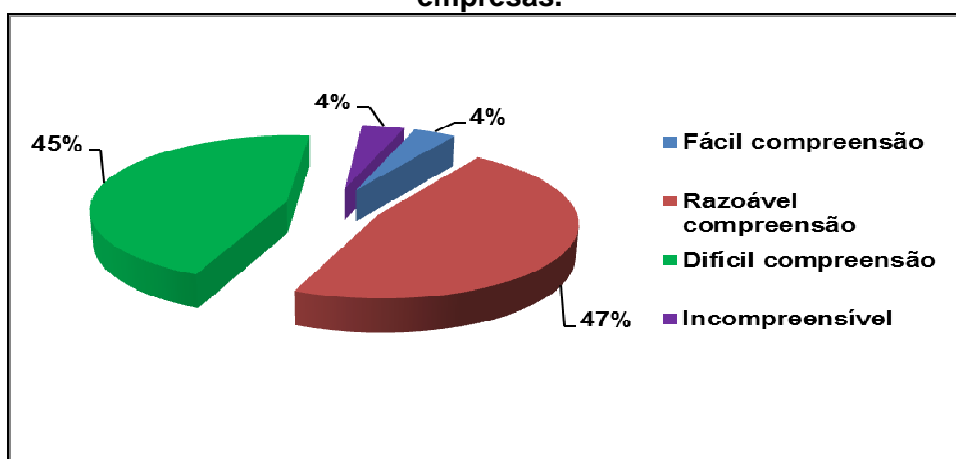
parte dos usuários. Contudo, esse ambiente deve conter elementos que estejam pautados em critérios de disseminação que sejam fortemente democráticos. Conforme destaca o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI) (2007):

O uso de *websites* requer critérios bastante rigorosos de qualidade. O conteúdo das informações financeiras é requisito fundamental e deve ter suficiente profundidade. [...] O *website* precisa conter informações da companhia, como relatórios anuais, demonstrações financeiras trimestrais e *press releases*; deve trazer também informações de terceiros, como oscilações do mercado, preços de ações, opinião de analistas, informações setoriais e principais indicadores. O material deve ser organizado em menus de fácil acesso, atendendo também às necessidades dos investidores menos experientes nesse tipo de navegação (IBRI, 2007, p.31).

Ainda tratando dos critérios relativos aos *websites* das empresas, os respondentes foram questionados se as informações divulgadas nos *websites* das empresas com capital aberto, especialmente as informações financeiras, estão estruturadas em uma linguagem de fácil, razoável ou difícil compreensão ou ainda incompreensível.

Os resultados da amostra apresentados no Gráfico 11, indicaram que apenas 2 (dois) respondentes, equivalente a 4% do total, consideram que tais informações apresentam linguagem de fácil compreensão. Consideraram como sendo de razoável compreensão, 24 (vinte e quatro) respondentes, ou 47%. Ainda, 23 (vinte e três) respondentes, declararam que esse ambiente possui linguagem de difícil compreensão, representando 45% do total, seguido de 2 (dois) indivíduos, 4%, que alegaram ser esse um ambiente que apresenta informações de forma incompreensível.

Gráfico 12: Nível de compreensão quanto às informações disponíveis no *website* das empresas.



Fonte: Elaborado pela autora.

A área de RI disponibilizada nos *websites* das empresas com capital aberto se configura, conforme mencionado na questão anterior, como a principal fonte de comunicação entre investidores e a empresa, isso porque esse ambiente é responsável por armazenar tudo o que possa expressar a imagem da empresa perante o mercado por meio das informações relevantes ali dispostas.

O *website* de Relações com Investidores é considerado o principal veículo de comunicação com o mercado. [...] Hoje é importante que toda e qualquer ação ou atitude que aconteça na empresa, seja rapidamente divulgada pelo *website*, principal instrumento de relacionamento com o mercado (GONZALEZ, 2012, p.132).

O conjunto de informações que devem ser divulgados é amplo e rico, contendo, entre outros, os relatórios anuais e trimestrais, relatórios de sustentabilidade, balanço social, comunicados ao mercado, destaques operacionais, desempenho das ações da empresa no mercado e suas perspectivas futuras. Desse modo, é fundamental que tais informações sejam disponibilizadas de forma clara e com linguagem que permita que todos os públicos de interesse possam compreendê-las. Naturalmente, não são todos os indivíduos que possuem condições para assimilar um conteúdo essencialmente contábil, entretanto, a linguagem utilizada pode favorecer a compreensão do que for essencial em tais conjuntos de informações. Conforme reforça o IBRI (2007, p.31) em seu Guia de Relações com Investidores, “[...] o material deve ser organizado em menus de fácil acesso, atendendo também às necessidades dos investidores menos experientes nesse tipo de navegação [...]”.

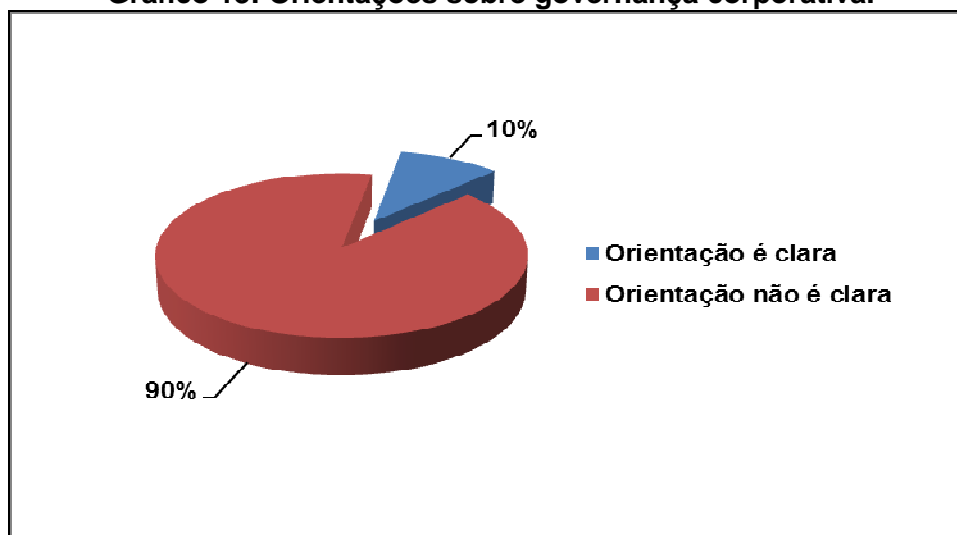
Ainda sobre essa afirmação, Gonzalez (2012) argumenta que a área de RI deve atuar com uma postura de transparência no que se refere à disponibilização de informações no seu *website*, construindo o desejo de informar a todos os públicos. Segundo este autor, o sucesso de uma política de bom relacionamento entre as partes está fundamentado no desejo de informar de forma clara.

O resultado da amostra coletada para esta pesquisa pode ser uma forte indicação de que os investidores possuem severas dificuldades no processo de apreensão de informações que estão disponibilizadas nesse ambiente. Quando uma informação nos parece ser de difícil compreensão, ela não nos será favorável no processo de construção de conhecimento. Ainda que seja uma informação considerada de razoável compreensão, ela não será capaz de cumprir em sua

totalidade com o propósito de construção de conhecimento. Nesse sentido, afirma-se que, a informação deve possuir linguagem familiar, deve estar disposta em um ambiente, cujo acesso seja favorecido, contemplando critérios de coesão, transparência, tempestividade e rigor democrático, para que possa cumprir seu papel de subsidiar o processo de tomada de decisão.

A questão seguinte dessa categoria buscou investigar se o respondente considera que os *websites* das empresas o orientam sobre como utilizar os mecanismos de governança corporativa no processo de tomada de decisão de compra e venda das ações. Apenas 5 (cinco), 10%, dos respondentes alegaram que as empresas disponibilizam a estrutura de governança corporativa e a orientação é clara sobre a utilização desses mecanismos como método de avaliação. Em contrapartida, 46 (quarenta e seis) respondentes, somando 90% das respostas dadas, alegaram que as empresas disponibilizam a estrutura de governança corporativa, mas a orientação não é clara em relação a utilização desses mecanismos como método de avaliação.

Gráfico 13: Orientações sobre governança corporativa.



Fonte: Elaborado pela autora.

Para fins de elucidação, resgata-se nesse momento o conceito sobre governança corporativa, segundo a concepção do IBGC (2009, p.19), “[...] o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle”. O conceito de sistema através do qual uma empresa é gerida nos remete a noção de procedimentos, estratégias, instrumentos, métodos, técnicas.

Desse modo, entende-se que, o sistema de governança corporativa dispõe de métodos, técnicas, instrumentos, entre outros, que podem não somente ser parte de um conjunto sistemático interno, mas também um conjunto de princípios que podem ser utilizados por partes interessadas, especialmente, os investidores.

A política de disseminação de informações das empresas considera, em geral, as demandas dos usuários, contudo, ainda que seja disponibilizado um volume considerável de informações essas são de cunho operacional, técnico e estratégico. Divulga-se os resultados, as perspectivas, os relatórios trimestrais e anuais, os balanços social, demonstrações financeiras, entre outras. Contudo, quando a empresa utiliza um campo do *website* em que indica que ali contém informações sobre governança corporativa, essas se limitam a apresentar os componentes dessa estrutura, mas não utilizam uma apresentação que ofereça possibilidade de compreensão de tais informações como sendo instrumentos, métodos, técnicas que podem ser utilizadas como método de análise.

As empresas que buscam a aproximação de interesses e que mantem o desejo de atender as necessidades informacionais dos investidores necessitam ir além do cumprimento das exigências legais em termos de disseminação de informações. Organizar a disseminação regular de informações sobre os elementos de governança corporativa como ferramenta para avaliação pode ser considerado como uma ação de prestação de informações voluntária, estratégia que certamente se constitui como um diferencial para a empresa perante os investidores.

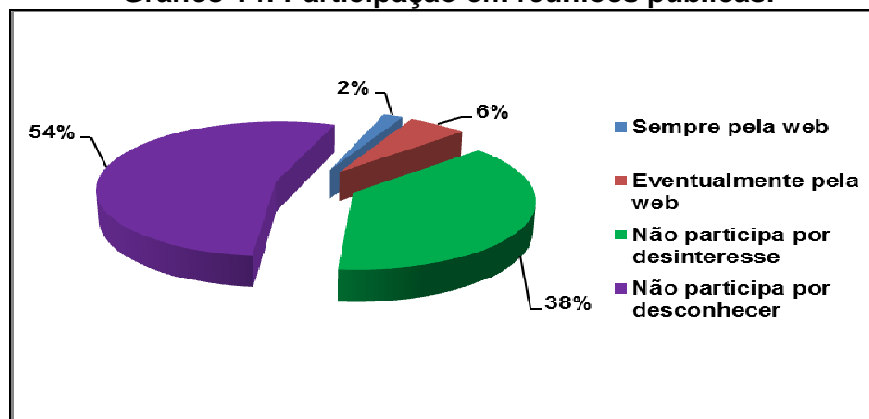
Em pesquisa realizada no *website* das empresas pertencentes ao Índice de Governança Corporativa (IGC) da BM&FBOVESPA feita no mês de janeiro de 2014 para esta tese, foi possível averiguar que ao acessar os *websites* das empresas na área específica para investidores, uma das primeiras opções de navegação é 'governança corporativa'. Ao acessar esse ícone, o que se vê é um padrão na quase totalidade das empresas, com a disposição dos itens:

- Visão geral;
- Estrutura societária;
- Política de disseminação;
- Estatuto social;
- Conselho de administração;
- Diretorias executivas;
- Código de ética e conduta.

Tais itens sofrem variação de nomenclatura e, em algumas empresas, pode haver menos ou mais informações. De modo geral, foi possível averiguar que ao acessar tais ícones o usuário encontra apenas informações sobre esses itens acima elencados, não havendo orientação sobre o que é e para que servem tais informações. Ao acessar o ícone 'visão geral', por exemplo, o que se vê é uma justificativa da importância da governança corporativa, mas não, do que se trata essa ferramenta. No ícone 'estrutura societária' há a explicitação do percentual de participação de cada acionista e, assim, segue em todos os demais ícones. Argumenta-se que cada empresa apresenta essas mesmas informações, cada qual com sua linguagem e estrutura arquitetônica para o ambiente virtual, contudo, nenhuma se dedica a orientar o investidor quanto ao uso de tais informações. Elas são apenas dispostas, com caráter exclusivo de prestação de informações de cunho obrigatório. Desse modo, considera-se que um acionista leigo sobre o tema governança corporativa encontraria, naturalmente, dificuldades para interpretar tais informações.

A questão seguinte dessa categoria buscou investigar junto aos respondentes se há a participação nas reuniões públicas realizadas pelas empresas que, por sua vez, possuem o objetivo principal de divulgar informações relevantes. O resultado indicou que 1 (um) respondente alegou que participa sempre por meio do ambiente *web*, 3 (três), equivalente a 6% participa eventualmente pela *web*. Os respondentes que alegaram não participar nunca por não terem interesse somou 19 (dezenove), ou 38%, seguido de 28 (vinte e oito), equivalente a 54% dos investidores, indicaram não participarem por não terem conhecimento sobre tais reuniões. Nenhum participante respondeu que participa dessas reuniões presencialmente.

Gráfico 14: Participação em reuniões públicas.



Fonte: Elaborado pela autora.

Obrigatória, ao menos uma vez ao ano, para as companhias listadas nos segmentos especiais Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, a reunião pública deve ser entendida como uma oportunidade de relacionamento com analistas e, especialmente, com investidores que buscam conhecer melhor a empresa, bem como, se inteirar quanto as suas perspectivas futuras.

Como define a BM&FBOVESPA (2011), durante as reuniões públicas é feita uma apresentação detalhada, objetiva e impecável dos resultados da empresa, abrangendo:

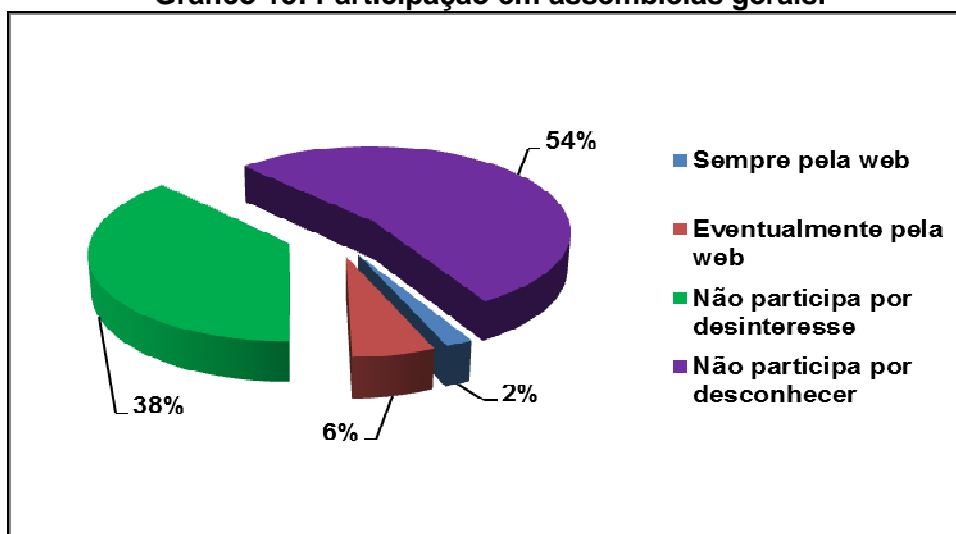
- Principais iniciativas nas diversas áreas;
- Lançamento de produtos;
- Mudanças de estratégia;
- Tendências setoriais;
- Questões regulatórias e de legislação;
- Dados sobre governança corporativa, responsabilidade social e ambiental, investimentos, política de distribuição de dividendos;
- Demais aspectos conjunturais e institucionais que tenham impactado no desempenho, bem como em suas perspectivas (BM&FBOVESPA, 2011, p.8).

A reunião pública é um contato indispensável entre empresa e investidores, além de ser um importante elemento de governança corporativa, contudo, conforme demonstra a amostra analisada, é possível que o mercado esteja desenvolvendo tais eventos sem que a presença do pequeno investidor seja estimulada. A importância desse evento não deve ser expressa tão somente com a organização e reunião de temas a serem abordados, mas também com o cuidado com que se divulga tais eventos, promovendo o acesso a todos os *stakeholders*. O Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM) aprovou em julho de 2007 o Pronunciamento de Orientação sobre o tema “Apresentações Públicas Periódicas”, é nesse documento que,

As “Apresentações Públicas Periódicas” são aquelas realizadas no âmbito de um cronograma prévio e específico determinado pelas companhias abertas, exclusivamente com o objetivo de divulgar e esclarecer o mercado acerca de suas informações periódicas, fora do contexto de uma oferta pública. Representam uma das formas mais eficientes das empresas prestarem informações e esclarecerem o mercado sobre sua performance passada e, principalmente, sobre suas perspectivas, bem como para receberem informações sobre as principais demandas dos seus públicos estratégicos (*stakeholders*), demonstrando, assim, o seu comprometimento com a transparência e interação com o mercado (CODIM, 2007, p.1).

Ainda, de acordo com o CODIM (2007), a empresa deve se atentar para os cuidados com a divulgação do evento, sendo que deverá ocorrer com 30 (trinta) dias de antecedência informando sobre data, horário e local e de forma ampla, para que todos tenham acesso. Evidencia-se que, essas reuniões servem como suporte aos investidores que possuem como principais meios de comunicação e de redução de possíveis incertezas apenas o *website* e as sociedades corretoras. Desse modo, tem-se que o percentual colhido na amostra equivalente a 92% entre os que não participam por não terem interesse e os que não participam por não terem conhecimento é elevado, e embora não possa estatisticamente ser representativo do universo, pode ser um indicativo de que o mercado, de modo geral, em se tratando de investidores pessoa física/individual se comporta da mesma forma. Um ponto a ser destacado no resultado coletado nesta amostra é que, nenhum respondente alegou que participa dessas reuniões presencialmente. Vale lembrar que os respondentes desta pesquisa são clientes de uma corretora que atuam na cidade de São Paulo, mesma cidade onde grande parte das reuniões dessas empresas são realizadas.

Na sequência, considerando que a realização de Assembleias Gerais é um importante instrumento de governança corporativa e imprescindível para o processo de participação dos acionistas nas deliberações que interferem na empresa, a questão seguinte buscou investigar junto aos respondentes se há a participação dos mesmos nesse importante encontro entre empresa e acionistas. Evidencia-se que 1 (um) respondente, representando 2%, alegou que participa sempre por meio do ambiente *web*. Um total de 3 (três) investidores, equivalente a 6%, participa eventualmente pela *web*. Os respondentes que alegaram não participar nunca por não terem interesse somou 19 (dezenove), ou 38%, seguido de 28 (vinte e oito), equivalente a 54% dos investidores, indicaram não participarem por não terem conhecimento sobre tais reuniões. Nenhum participante respondeu que participa dessas reuniões presencialmente.

Gráfico 15: Participação em assembleias gerais.

Fonte: Elaborado pela autora.

A empresa deve fomentar a participação dos acionistas em Assembleias Ordinárias, considerando ser essa uma reunião entre sócios que busca expor e considerar os interesses nas decisões a serem tomadas. Desse modo, é direito de todo acionista participar das assembleias e sua realização deve ter divulgada não apenas como força de cumprimento de Lei, mas, sobretudo, como forma de incentivar a participação de todos os acionistas, sejam eles grandes ou pequenos.

A assembleia geral ordinária faz parte da estrutura de governança corporativa, considerando especialmente o conceito de tratamento igualitário entre as partes, porquanto é nesse momento que decisões importantes são tomadas, decisões essas que podem definir o futuro da empresa.

Segundo o IBGC (2009) a assembleia geral é uma reunião dos acionistas que deve ser vista como órgão soberano da empresa, ressaltando que entre as suas principais competências destacam-se:

- Aumentar ou reduzir o capital social e reformar o Estatuto/Contrato Social;
- Eleger ou destituir, a qualquer tempo, conselheiros tanto de administração como fiscais;
- Tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras;
- Deliberar sobre transformação, fusão, incorporação, cisão, dissolução e liquidação da sociedade;
- Deliberar sobre a avaliação de bens que venham a integralizar o capital social; e
- Aprovar a remuneração dos administradores (IBGC, 2009, p.22).

Desse modo, se faz necessário ressaltar não somente a importância das assembleias, mas também a forma como elas são divulgadas e o incentivo da

empresa para que os acionistas participem. Do ponto de vista de Gonzalez (2012) ao convocar uma assembleia a empresa deve ter a preocupação de que sua divulgação seja a mais pública possível, devendo, ainda, incentivar firmemente que todos os acionistas participem dela.

Sob essa perspectiva, o IBGC (2009) destaca, ainda, que

A convocação da Assembleia Geral, considerando o local, data e hora, deve ser feita de forma a favorecer a presença do maior número de sócios possível e a oferecer tempo para que se preparem adequadamente para a deliberação. De preferência, a convocação deve ocorrer com, no mínimo, 30 dias de antecedência. Quanto maior a complexidade dos assuntos a serem tratados e a dispersão dos sócios, mais extenso deve ser o prazo (IBGC, 2009, p.23).

Contudo, o resultado observado na amostra coletada indica uma falha nesse processo de divulgação das assembleias, considerando o alto índice de investidores que alegam não ter conhecimento sobre tais eventos. O IBGC (2009) incentiva, ainda, que as empresas tenham instrumentos que possam facilitar o acesso a essas assembleias por parte dos investidores, sobretudo os que residem em locais mais distantes, tais como *webcast*, transmissão *online*, votação eletrônica e voto por procuração. Contudo, até mesmo esses mecanismos podem não estar sendo disponibilizados de modo que todos tenham conhecimento.

Ainda, o IBGC (2009) recomenda que as empresas elaborem manuais visando facilitar e estimular a participação dos sócios nas assembleias. Seguindo essa recomendação, evidencia-se que tal manual, se elaborado, deve ser enviado para os acionistas, ou que se crie formas de comunicar a existência de tal manual para os investidores. Segundo Gonzalez (2012) os manuais devem conter um roteiro bem claro para que seja facilitado o exercício da participação, contendo todos os documentos necessários para que o acionista vote nos itens propostos para a assembleia, devendo também conter explicações sobre como a participação é importante e sobre como essa participação pode ocorrer.

Diante do exposto, é possível afirmar que as empresas devem gerenciar os desafios no que tange a convocação de assembleias, considerando a pouca presença, sobretudo, de investidores pessoa física/individual. Essa adequação exige uma atenção especial à definição de critérios mais adequados para facilitar a participação de uma maior quantidade de investidores, considerando os interesses e necessidades dos mesmos.

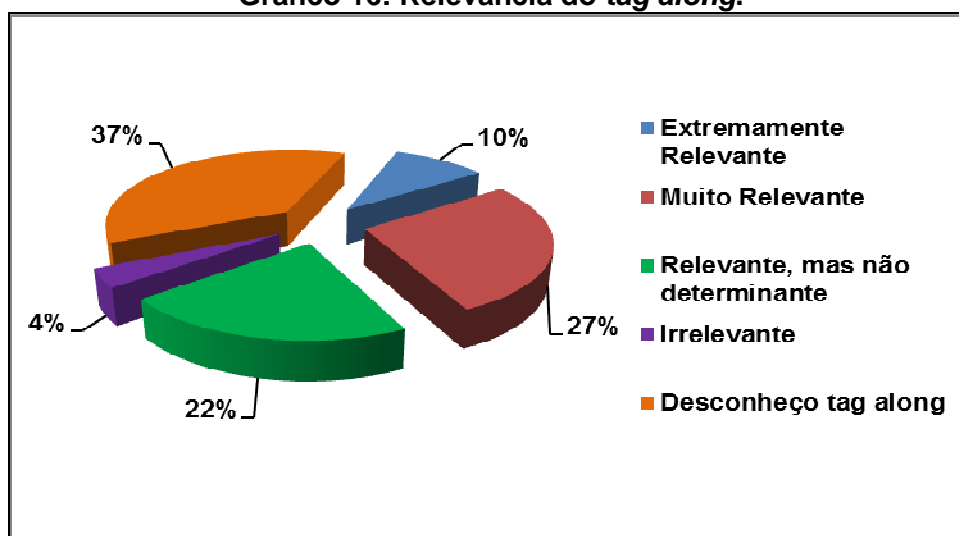
7.1.3 Categoria: equidade

Equidade, considerando os preceitos da governança corporativa, se refere ao tratamento de forma igualitária entre os acionistas minoritários e majoritários. De acordo com Andrade e Rossetti (2004), refere-se a um dos principais valores que dão sustentação à boa governança corporativa, pois prioriza o senso de justiça, o tratamento igualitário entre os acionistas, sobretudo, o respeito aos direitos dos minoritários.

É sobre essa afirmação que a categoria a equidade se firmou, ao buscar identificar se a amostra de investidores considera como importante algum dos critérios abaixo relacionados, quando está realizando o processo de avaliação das empresas para a tomada de decisão de compra de ações.

Nessa perspectiva, a primeira questão dessa categoria investigou se, para os respondentes, a empresa oferecer 100% de *tag along*, é um fator relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação. Extremamente relevante, foi a resposta dada por 5 (cinco), 10% dos respondentes. Consideraram como sendo muito relevante, 14 (quatorze) ou 27% dos participantes. Afirmaram ser relevante, contudo, não determinante para a escolha de uma ação, 11 (onze) respondentes, 22% do total. Consideraram como sendo irrelevante, 2 (dois) investidores, 4%, seguido de 19 (dezenove) representando 37% do total, que alegaram que desconhecem o que seja *tag along*.

Gráfico 16: Relevância do *tag along*.



Fonte: Elaborado pela autora.

A Lei das S.A., em seu Artigo 254-A, assegura que a alienação, direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia somente poderá ocorrer sob a condição de que o acionista comprador realize oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações. Essa estratégia é chamada de *tag along*, e significa que, em caso de venda do controle da empresa, os acionistas que não fazem parte do poder de controle da empresa, no caso, os pequenos acionistas, terão o direito de receber um valor de no mínimo 80% do total pago pelos majoritários na alienação.

Em casos como o das empresas pertencentes ao Novo Mercado, esse percentual é de 100%, assim como já existem empresas que ofereçam esse percentual máximo de *tag along* de forma voluntária, inclusive para detentores de ações preferenciais que são as que não dão direito a voto, ou seja, nesses casos, quando da venda do controle da empresa, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço, o *tag along* de 100%.

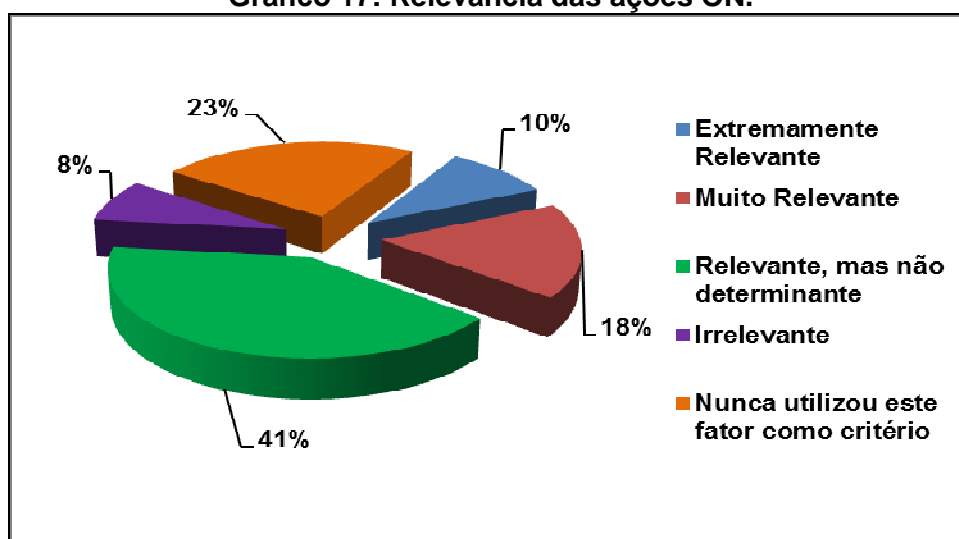
Com o objetivo de apresentar ao mercado as empresas que possuem melhores percentuais de pagamento de *tag along* a BM&FBOVESPA criou o Índice de Ações com *Tag Along* diferenciado (ITAG). Esse índice, cuja composição se encontra no Anexo B, é composto por uma carteira teórica de ações de empresas que oferecem com o *tag along* melhores condições e proteção ao acionista minoritário.

Os acionistas que forem detentores de ações com *tag along* de 100% tem o direito de vender suas ações por um preço justo em caso de venda da empresa e esse direito é algo que possui qualidade essencialmente voltada ao direito de igualdade entre os majoritários e minoritários. Desse modo, é preocupante que investidores desconheçam esse direito, ou, ainda, não o utilizem como ferramenta para escolha de uma ação. Ainda que a amostra coletada não possa servir como representativa do universo, pode-se afirmar que se trata de um indicativo de que os investidores possam estar, de fato, atuando no mercado sem conhecer esse benefício essencial da governança corporativa. O direito a receber seu dinheiro investido de forma equivalente aos demais acionistas em caso de venda da empresa, não deve ser visto como algo irrelevante, ou que não deve ser tido como determinante para a escolha de uma ação. Talvez esse indicativo observado na coleta da amostra esteja revelando o pouco conhecimento dos investidores pessoa

física/individual quanto a elementos fundamentais da governança corporativa que visam proteger esses investidores.

A questão seguinte da categoria equidade buscou averiguar se o fato da empresa possuir apenas ações ON (ordinárias), que assegura o direito de voto, é um fator relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação. O resultado da amostra indicou que 5 (cinco) investidores consideram como sendo extremamente relevante, representando 10% dos respondentes. Consideraram como sendo muito relevante, 9 (nove), um total de 18% dos participantes. No que tange a amostra 21 (vinte e um) participantes afirmaram ser relevante, contudo, não determinante para a escolha de uma ação, correspondendo a 41% do total. Consideraram como sendo irrelevante, 4 (quatro) investidores, 8%. Por último, 12 (doze) indivíduos representando 24% do total, alegaram que nunca utilizaram esse fator como critério para a escolha de uma ação.

Gráfico 17: Relevância das ações ON.



Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com Assaf Neto (1999) as ações ordinárias são aquelas que possuem como característica principal o direito de voto ao seu detentor, em suma, são as que podem comandar a assembleia de acionistas de uma empresa. Os acionistas ordinários podem eleger e destituir membros da diretoria e conselhos, podendo opinar em decisões estratégicas, sobre lucros, entre outras de matérias importantes.

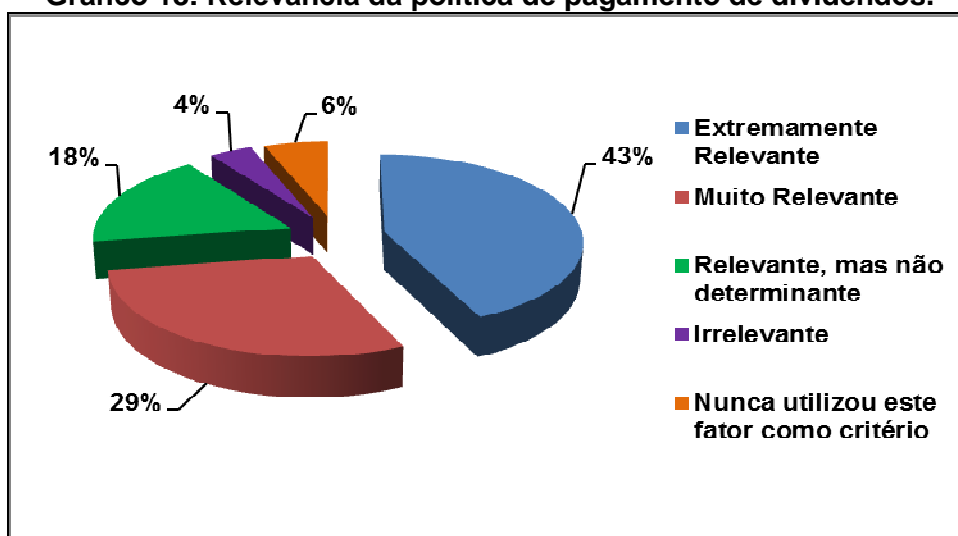
Tamanha a importância desse tipo de ação, por conter características que concedem mais direitos aos pequenos acionistas, o Novo Mercado, mais alto

segmento de listagem da BM&FBOVESPA, possui como uma das regras de listagem a exigência de que a empresa possua apenas ações ordinárias.

Ter direito ao voto deveria ser uma forte expressão da assimetria de interesses, considerando que um acionista minoritário detentor de uma ação ON tem direito a um voto que pode ser importante em determinadas matérias. Contudo, a amostra coletada nesta pesquisa apresentou uma grande quantidade de respondentes que consideram ser essa uma condição relevante, contudo, não determinante para a escolha de uma ação. A nunca utilização desse critério também aparece com percentual alto, o que pode indicar, ainda que com base em uma pequena amostra, o desconhecimento de grande parte dos investidores sobre as principais características desse tipo de ação.

A questão seguinte da categoria equidade questionou os respondentes se o fato de a empresa possuir uma boa política de pagamento de dividendos é um fator que ele considera relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação. Entre os entrevistados, 22 (vinte e dois), representando 43%, alegou ser esse um critério extremamente relevante; 15 (quinze) respondentes declararam ser esse um fator muito relevante, representando 29%. Alegaram ser um fator relevante, mas não determinante para a escolha de uma ação, 9 (nove) indivíduos, 18%. Na sequência, 2 (dois) respondentes declararam ser um fator irrelevante, representando 4% do total, seguido de 3 (três), 6%, que alegaram nunca ter utilizado esse fator como critério para escolha de uma ação.

Gráfico 18: Relevância da política de pagamento de dividendos.



Fonte: Elaborado pela autora.

Dividendos refere-se a parcela do lucro de uma empresa que é distribuída entre os seus acionistas como forma de participação em seus resultados. Cada empresa possui uma forma de administrar esse que também é conhecido no mercado como provento. De acordo com a BM&FBOVESPA (2010)

A participação nos resultados de uma sociedade é feita sob a forma de distribuição de dividendos em dinheiro, em percentual a ser definido pela empresa de acordo com os seus resultados referentes ao período correspondente ao direito. Quando uma empresa obtém lucro, em geral é feito um rateio que destina parte deste lucro para reinvestimentos, parte para reservas e parte para pagamento de dividendos (BM&FBOVESPA, 2010, p.17).

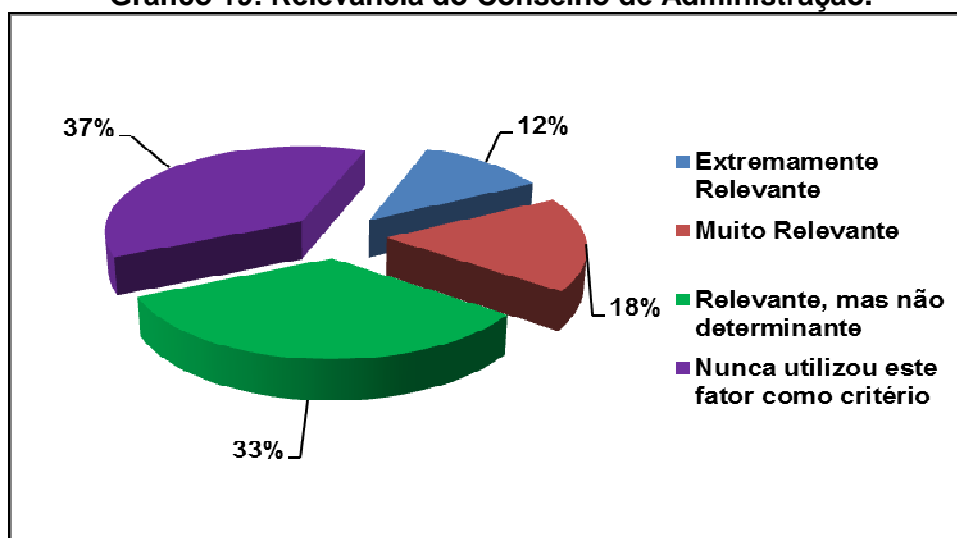
De acordo com o Art. 202 da Nova Lei das S.A. nº 10.303, de 2001, “[...] os acionistas tem direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto [...]”. Essa Lei, entretanto, permitiu que as empresas pudessem alterar seus estatutos em casos em que esse fosse omissivo, por exemplo, desse modo o percentual mínimo de dividendos a ser distribuído poderia ser estabelecido pela empresa desde que em percentagem não inferior a 25%. Desse modo, muitas empresas hoje possuem em seus estatutos norma que obrigue a distribuição de no mínimo 25% dos lucros auferidos no exercício.

O pagamento de dividendos é um provento que atrai muitos investidores, especialmente os mais conservadores que buscam investimentos de longo prazo, pois tal provento é depositado anualmente na conta corrente do acionista, o que atrai o interesse de muitos deles. O resultado obtido na amostra coletada para esta pesquisa revela esses traços, considerando que o percentual de respondentes que alegaram ser esse um fator muito relevante e extremamente relevante foi alto. Embora não seja possível considerar uma extrapolação para o universo, esse pode ser um indicativo de perfil de investidores brasileiros, que buscam na política de pagamento de dividendos uma característica a ser considerada em uma empresa na hora de realizar seus investimentos.

Dando sequência, o questionário buscou, na categoria equidade, avaliar junto aos respondentes se, o fato da empresa possuir critérios para a escolha do Conselho de Administração, indicando independência destes é um fator que consideram relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação. Conforme apresentado no Gráfico 18, entre os respondentes, 6 (seis), 12% do total, alegou ser esse um fator extremamente relevante. Para 9 (nove) indivíduos, 18%, esse é um fator considerado muito relevante. Relevante, mas não determinante para

a escolha de uma ação foi a resposta dada por 17 (dezessete) respondentes, correspondente a 33% do total. Alegaram nunca ter utilizado esse fator como critério para escolha de uma ação, 19 (dezenove) respondentes, respondendo por 37% do total. Nenhum participante declarou ser esse um fator irrelevante.

Gráfico 19: Relevância do Conselho de Administração.



Fonte: Elaborado pela autora.

É de extrema importância compreender e avaliar o papel do conselho de administração enquanto órgão de governança corporativa dentro das empresas, considerando que a ele compete a função de tomada de decisões de controle, ou seja, avaliação de estratégias, homologação e definição de políticas empresariais estão entre as suas atribuições. Desse modo, é fundamental que se avalie os papéis do conselho, bem como sua postura perante os acionistas e mercado, sobretudo, em se tratando do grau de dependência dos membros e política de remuneração. Segundo definição do IBGC (2009)

O Conselho de Administração, órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, e o principal componente do sistema de governança. Seu papel é ser o elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas. O Conselho recebe poderes dos sócios e presta contas a eles (IBGC, 2009, p.29).

Uma das preocupações mais relevantes no tocante aos elementos de governança corporativa, em consenso com os critérios para os conselheiros, reside à remuneração dos mesmos – considerando que há uma preocupação em relação a

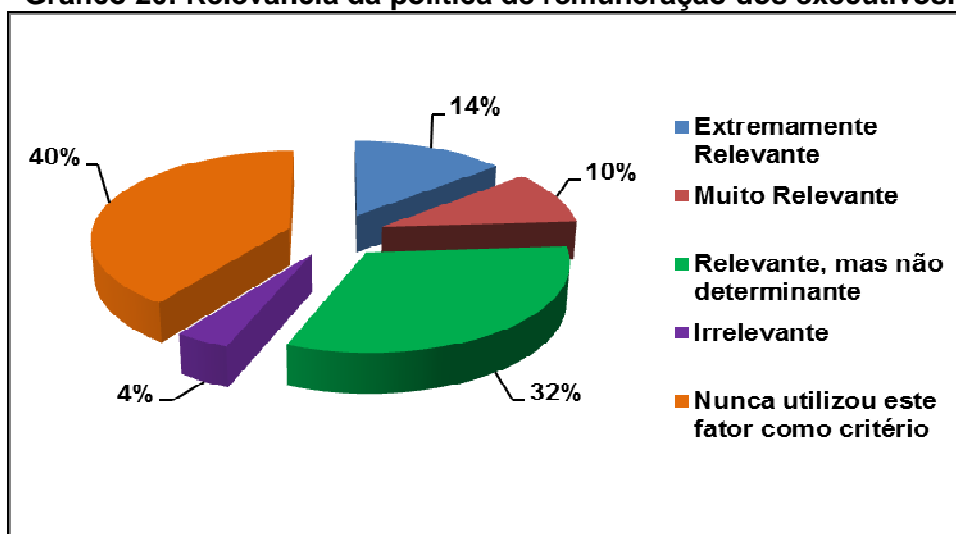
como os conselheiros são remunerados –, fator que pode exercer influência sobre suas decisões, implicando-se aí a possibilidade de decisões tendenciosas.

Com a Instrução nº 480 de dezembro de 2009, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as empresas com capital aberto passaram a divulgar publicamente suas estratégias e políticas de remuneração, com o objetivo de permitir que as demais partes possam analisar como as empresas incentivam e recompensam seus conselheiros.

Em 2012, a *Towers Watson* realizou uma pesquisa com 24 (vinte e quatro) empresas brasileiras e constatou que, a remuneração de membros dos conselhos de administração no Brasil continua sendo, tipicamente, composta apenas por honorários fixos mensais na maioria das empresas pesquisadas. Embora tenha se constatado que todas possuem remuneração fixa, 35% concedem pagamento extra pela participação do membro do conselho em algum comitê da empresa, além do pagamento extra por participação em reuniões de conselho.

A coleta da amostra feita para esta pesquisa revela que grande parte dos investidores desconhece a importância do conselho de administração, não utilizando, portanto, essa determinante para a escolha de uma ação. Embora não seja um resultado representativo para o universo, destaca-se que há indicativo de que no Brasil o baixo ativismo dos investidores pessoa física/individual não lhes permite considerar esse um fato importante, assim como o baixo incentivo das empresas para que esses investidores conheçam melhor a atuação dos conselhos corroboram para que esse resultado seja convertido em realidade no mercado.

A questão seguinte da categoria sobre equidade buscou averiguar junto aos respondentes se para eles o fato de a empresa possuir uma política para a remuneração dos principais executivos que a administram é um fator que eles consideram relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação. Extremamente relevante foi a resposta dada por 7 (sete) respondentes, 14% do total. Para 5 (cinco) respondentes, equivalente a 10% esse é um fator muito relevante; 16 (dezesesseis) investidores, 32%, alegaram ser esse um fator relevante, porém, não determinante para o processo de escolha de uma ação. Consideraram como sendo irrelevante, 2 (dois), 4% dos respondentes. Por último, declararam nunca terem utilizado esse fator como critério para escolha de uma ação, 20 (vinte) investidores, correspondente a 40% do total.

Gráfico 20: Relevância da política de remuneração dos executivos.

Fonte: Elaborado pela autora.

Assim como há uma preocupação quanto à remuneração dos conselheiros, também o mercado passou a observar atentamente às políticas de remuneração dos principais executivos ou *Chief Executive Officer* (CEO), considerando serem esses os responsáveis pela gestão da empresa. As diretorias da empresa são responsáveis pela execução das diretrizes determinadas pelo conselho de administração e sua atuação deve estar alinhada aos interesses da empresa e dos acionistas, atuando de modo que, inclusive, os direitos dos acionistas minoritários sejam preservados.

No que se refere a remuneração, a empresa deve ter um procedimento formal e transparente que possibilite o acompanhamento por todas as partes interessadas de possíveis bônus, prêmios, remuneração variável, concedidos aos diretores. De acordo com o IBGC (2009) as metas e as premissas inerentes à remuneração dos membros da diretoria devem ser mensuráveis, passíveis de serem auditadas e publicadas.

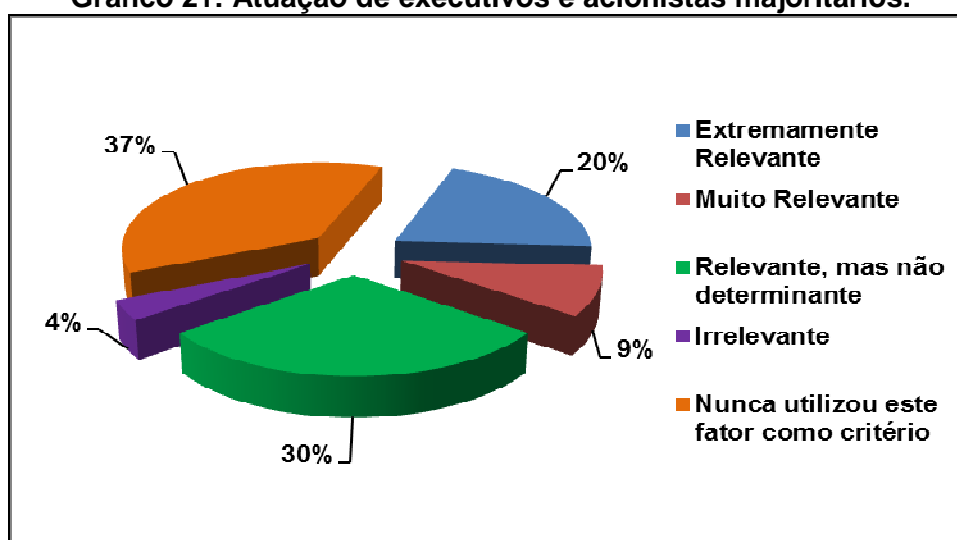
A divulgação deve incluir todo tipo de remuneração recebida pelos diretores, como, por exemplo: a) salários; b) bônus; c) benefícios baseados em valores mobiliários, em especial os baseados em ações; d) gratificações de incentivo; e) pagamentos projetados em benefícios pós emprego, em programas de aposentadoria e de afastamento; e f) outros benefícios diretos e indiretos, de curto, médio e longo prazos (IBGC, 2009, p.57).

O resultado da amostra utilizada para esta tese evidenciou que a maior parte dos respondentes considera ser esse um fator relevante, contudo, não determinante ou que não utiliza esse fator como critério para a escolha de uma ação. Esse

resultado pode indicar uma postura preocupante, considerando-se que todos os esforços realizados por várias entidades e ativistas pela solidificação da boa governança e a forma como a empresa lida com questões relativas a remuneração é um dos indicadores da preocupação com os conceitos da governança. A explicitação da remuneração demonstra transparência e reforça o papel do recebimento por mérito e o comprometimento da empresa com acionistas.

A última questão da categoria equidade buscou avaliar se para o respondente, o fato de a empresa criar mecanismos que eliminem a possibilidade de os executivos e acionistas majoritários tomarem decisões em benefício próprio é um fator que ele considera relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação. Desse modo, 11 (onze), 22% dos respondentes, alegaram que esse é um fator extremamente relevante; 5 (cinco), 10%, afirmaram ser um fator muito relevante. Alegaram ser esse um fator relevante, porém, não determinando para a escolha 16 (dezesseis) indivíduos, 32%. Fator irrelevante foi o que indicaram 2 (dois), 4% dos respondentes e, por último, 20 (vinte) indivíduos, um total de 40%, afirmaram que nunca utilizaram esse fator como critério para tomada de decisão.

Gráfico 21: Atuação de executivos e acionistas majoritários.



Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com Lopes (2010) a análise da estrutura de controle das empresas é de fundamental importância, uma vez que ela influencia diretamente a eficiência do mercado de capitais de acordo com o controle existente nas empresas. Sobre essa argumentação, é importante considerar-se a possibilidade de que agentes que exercem controle e estão rotineiramente ligados aos processos de gestão, possam

agir de forma tendenciosa, auferindo resultados para o poder de controle em detrimento das demais partes. A preocupação quanto ao retorno sobre o capital investido e a forma como os negócios da empresa são conduzidos se constituem em um dos principais pontos de discussão entre acionistas e direção, características da separação entre propriedade e controle, conhecida como Teoria da Agência desenvolvida nos Anos 30, inicialmente por Berle e Means (1932).

O trabalho de Berle e Means divulgado em 1932 com o título "*The modern corporation and private property*", levantou a discussão sobre os problemas relacionados à estrutura de propriedade, evidenciando os impactos causados pela separação entre controle e propriedade, entre os quais os inúmeros problemas encontrados em decorrência da existência de dois papéis dentro da empresa. Entre os principais problemas levantados pela Teoria da Agência está o fato de gestores tomarem decisões contrariamente aos interesses dos acionistas. Baseados em Berle e Means (1932), Jensen e Meckling (1976) deram sequência ao desenvolvimento da Teoria da Agência, por meio da publicação do trabalho "*Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*", que teve como principal ponto de debate o relacionamento entre controle e demais partes interessadas, considerando que o controle dispõe de informações privilegiadas e suas ações podem afetar os interesses das demais partes, especialmente dos pequenos investidores.

A separação de controle e propriedade pode tornar os diretores sujeitos a um modelo de incentivos que assegurem um nível de desempenho desejado, contudo, nem sempre todas as partes são privilegiadas com tais ações. Demais autores levantaram discussões relevantes sobre esse tema, Ross (1973), La Porta *et al.* (2000), entre outros.

Em suma, essa seção não poderá aprofundar este tema, embora seja de grande relevância, uma vez que foi um dos principais pontos que levaram ao desenvolvimento dos modelos de governança corporativa. Essencialmente, a ação nem sempre justa de poder de controle aliados a diretorias é matéria de discussão há décadas e, conforme mencionado anteriormente, foi um dos fundamentos que se buscou com a governança corporativa a proteção dos minoritários.

O resultado da amostra indicou uma equivalência entre as respostas, fator que pode evidenciar que ainda não há consenso e, talvez, certo grau de desconhecimento de parte dos investidores quanto a essa preocupação em se

preservar seus interesses nesse sentido, qual seja, buscando formas de coibir ações que beneficiem alguns interesses em detrimento de outros. Acredita-se que as empresas precisam criar mecanismos que coíbam atitudes que contrariam as necessidades e, até mesmo, os direitos dos acionistas minoritários. Tais mecanismos com rigor fiscalizador devem evitar, por exemplo, conforme destacam Andrade e Rossetti (2004) a sobreposição de controle e da gestão com objetivos de privilegiar interesses próprios, o pagamento excessivo de salários ou de outros benefícios aos controladores e dirigentes, a auto nomeação ou nepotismo para cargos nos conselhos e outros órgãos corporativos e, especialmente, o uso fechado de informações privilegiadas.

7.1.4 Categoria: prestação de contas

Um dos compromissos que devem ser assumidos pela empresa em relação a seus investidores é o de conceder as informações necessárias para avaliação sobre o seu valor patrimonial e de mercado, e isso se dá mediante publicação de um conjunto de informações e de indicadores dos investimentos e das ações realizadas pelas empresas, a chamada prestação de contas.

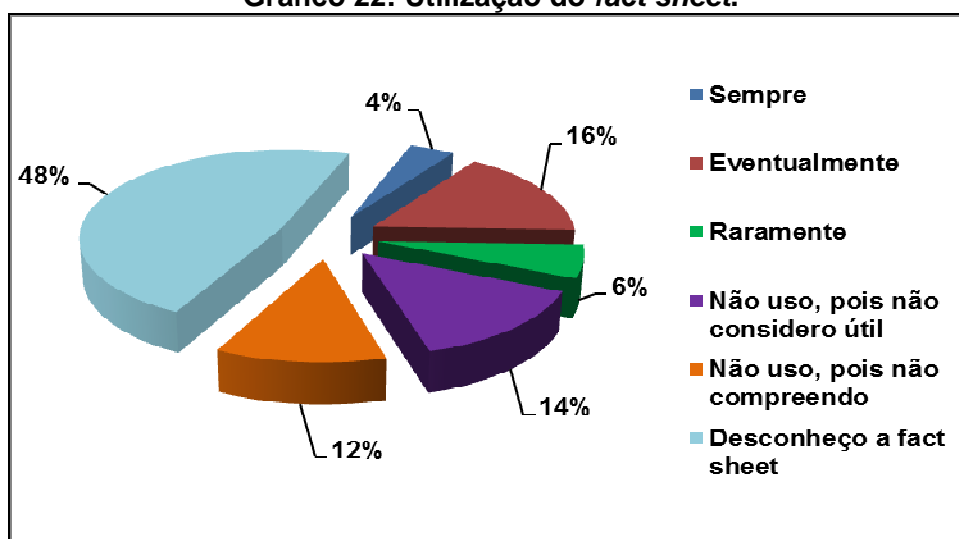
A Instrução CVM nº 358 de janeiro de 2002 apresenta regras de aplicação obrigatória pelas companhias no tocante às políticas de disseminação de informações relevantes. Demais regras se coadunam com tais políticas, como as cláusulas mínimas exigidas pelos 3 (três) segmentos de listagem da BM&FBOVESPA que estabelecem padrões para prestação de contas, além das exigências já existentes instauradas pela Lei das S.A. n. 11.638 de 2007 que alterou os dispositivos da Lei das S.A. nº6.404 de 1976.

Ocorre que a prestação de contas obrigatória para as empresas com capital aberto conta com determinadas ferramentas que podem facilitar a análise das empresas para a tomada de decisão de compra de ações, ou seja, algumas empresas utilizam modelos de relatórios que são destinados à contemplar informações que serão disponibilizadas posteriormente aos públicos de interesse.

Nesse sentido, a primeira questão da categoria prestação de contas, buscou avaliar junto aos respondentes se os mesmos utilizam a *Fact Sheet* da empresa como recurso de avaliação para a tomada de decisão de compra ou venda de ações. O resultado evidenciou que, 2 (dois) respondentes, 4%, sempre utilizam essa

ferramenta; 8 (oito), 16%, alegaram utilizar eventualmente. 3 (três) investidores, 6%, declararam utilizar raramente; 7 (sete), 14%, alegaram não utilizar por não considerarem um recurso útil; 6 (seis), 12%, não utilizam por não compreenderem as informações contidas nessa ferramenta; e 24 (vinte e quatro) respondentes declararam eu desconhecem o que seja a *fact sheet*, representando 48% das respostas.

Gráfico 22: Utilização do *fact sheet*.



Fonte: Elaborado pela autora.

O *Fact Sheet*, em português ‘ficha técnica’, é uma publicação trimestral distribuída pelas empresas logo após a divulgação dos resultados do período. Além de informações relevantes, esse relatório faz uma apresentação do perfil da empresa, das perspectivas quanto às estratégias, como está o organograma societário, entre outras. Esse relatório se diferencia dos demais por contemplar características quali-quantitativas. Isso significa que em sua composição são apresentadas informações qualitativas sobre a empresa, de forma textual devendo buscar uma linguagem que seja de fácil compreensão pelos usuários, além de informações quantitativas, como dados sobre resultados no exercício e perspectivas financeiras para o futuro da empresa.

Entre as principais informações contidas nesse relatório pode-se destacar:

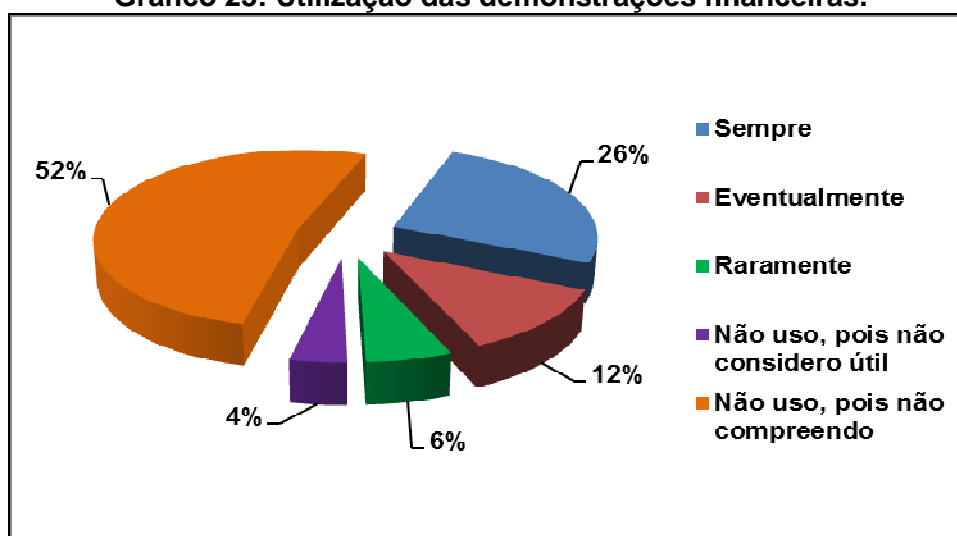
- Dados sobre crescimento do setor;
- Investimentos em infraestrutura;
- Base de clientes;
- Índices de pagamento de dividendos;

- Dados sobre os principais acionistas;
- Resultados financeiros consolidados;
- Dados operacionais;
- Informações sobre responsabilidade social e ambiental.

Desse modo, pode-se afirmar que esse é um relatório completo, mas, assim como indica a amostra analisada, há um indicativo de que os investidores pessoa física/individual não tenham conhecimento sobre esse relatório e que, portanto, mesmo possuindo uma riqueza de informações que poderiam fomentar a construção de conhecimento, este pode não estar sendo utilizado por eles.

Normalmente, as *Fact Sheets* são disponibilizadas em eventos para acionistas, investidores e analistas e, também, distribuídos via *e-mail* por algumas empresas, desde que os interessados façam um cadastro no *website*. Ocorre que, conforme dados coletados na amostra de respondentes sobre a participação em reuniões com investidores, foi possível observar um indicativo da fraca presença de pequenos investidores em tais eventos, desse modo, o acesso a esse material de forma didática é limitado. Tradicionalmente, os grandes investidores tem forte presença nas reuniões das empresas e, portanto, possuem maior acesso. Ainda que tais relatórios sejam disponibilizados via *website*, entende-se que há uma necessidade de se elevar as formas de acesso, considerando sua importância, já que revela elementos essencialmente originados pelos modelos de governança corporativa.

Na sequência, a questão seguinte dessa categoria teve como objetivo averiguar se os respondentes utilizam as demonstrações financeiras divulgadas pela empresa como recurso de avaliação para a tomada de decisão de compra ou venda de ações. Sempre utilizo as demonstrações financeiras foi a resposta dada por 13 (treze) respondentes, somando 26% do total. Alegaram utilizar eventualmente, 6 (seis) pessoas, 12%; 3 (três) respondentes, 6%, afirmaram que raramente utilizam. Um total de 2 (dois) investidores afirmaram nunca utilizar por não considerarem um recurso útil e, por último, 26 (vinte e seis) respondentes declararam que não utilizam esse recurso por não compreenderem as informações nele contidas, correspondendo a 52% do total.

Gráfico 23: Utilização das demonstrações financeiras.

Fonte: Elaborado pela autora.

As demonstrações financeiras são um conjunto de relatórios que possuem como principal característica o fornecimento de informações sobre dados contábeis e financeiros relativos a determinado exercício ou período da empresa. Trata-se, portanto, de um conjunto de informações sobre situações ocorridas na empresa e que servem para retratar determinado momento e servir como base para planejamentos futuros. Garrison e Noreen (2001) argumentam que as demonstrações financeiras são documentos essencialmente históricos, que informam o que aconteceu em determinado período.

Desse modo, a importância dada a esse conjunto de relatórios se deve ao fato de serem eles os fornecedores de dados e informações que revelam a saúde financeira de uma empresa. Quando essa retratação de uma condição é avaliada, é possível que se trace expectativas futuras, sejam elas positivas ou negativas.

A Lei 11.638 de 2007, Nova Lei das A.S. introduziu diversas alterações na Lei 6.404 de 1976, notadamente no seu Capítulo XV, em seu Art. 176 que trata das demonstrações financeiras das sociedades anônimas. Essa Lei determina que:

Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício:

- I - balanço patrimonial;
- II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;
- III - demonstração do resultado do exercício; e
- IV - demonstração dos fluxos de caixa; e
- V - se companhia aberta, demonstração do valor adicionado.

Ainda, o IBRI (2007) esclarece que

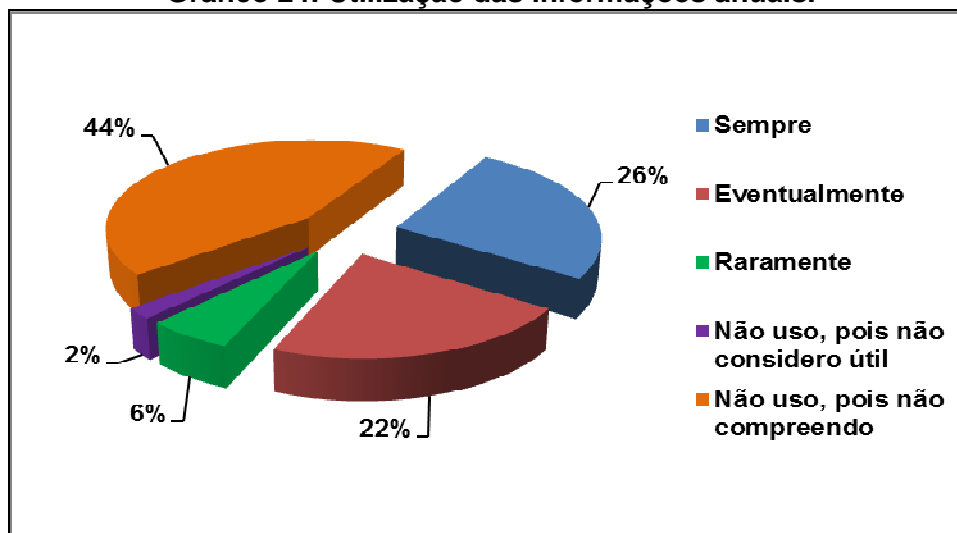
As demonstrações financeiras, acompanhadas do relatório da administração e do parecer do auditor independente, devem ser elaboradas ao final de cada exercício, nos termos da Lei 6.404/76 (art. 176) e da Instrução CVM nº 202 (conforme alterada), e publicadas no Diário Oficial da União (ou do Estado) e em outro jornal de grande circulação da localidade da empresa no prazo máximo de três meses após o encerramento de cada exercício social. Também devem ser encaminhadas para a CVM e para a Bolsa na data de sua publicação ou quando forem colocadas à disposição dos acionistas (o que ocorrer primeiro), via sistema IPE – Informações Periódicas e Eventuais, cujo acesso é concedido pela CVM (IBRI, 2007, p.47-48).

Por representarem de forma estruturada uma determinada situação das empresas, esse conjunto de relatórios é reconhecido como essencial no processo de análise, contudo, por apresentar linguagem pouco qualitativa e eminentemente quantitativa e, ainda, com linguagem financeira e contábil, é tido por muito como algo de difícil interpretação. Observa-se na amostra coletada para esta pesquisa que, os respondentes que alegaram utilizar esse instrumento apareceram com um percentual representativo, de 26%. Contudo, os que alegaram não utilizarem por não compreenderem as informações ali contidas, representaram 52% do total. Assim como nas demais questões, a amostra não probabilística empregada não nos possibilita tecer argumentações extrapolando-as para o universo, contudo, observou-se que talvez seja uma indicação de que há realmente uma dificuldade entre os investidores, sobretudo leigos, quanto a linguagem utilizada nesses relatórios. Desse modo, afirma-se que a complexidade desse conjunto de relatórios pode ser uma determinante na desconsideração desse material como método de análise. Classificar e extrair dados de demonstrações financeiras com o objetivo de interpretá-las é tarefa que exige conhecimento acerca do tema.

A questão seguinte desta categoria investigou junto aos participantes se eles utilizam os Relatórios Financeiros Anuais divulgados pela empresa como recurso de avaliação para a tomada de decisão de compra ou venda de ações. Entre os respondentes, 13 (treze), correspondente a 26%, alegaram que sempre utilizam esses relatórios. Alegaram utilizar tais informações eventualmente, 11 (onze) participantes, 22%. Utilizam raramente tais informações, 3 (três), 6% dos respondentes. Para 1 (um), 2% dos participantes, essas informações não são consideradas úteis. Por último, 22 (vinte e dois) respondentes alegaram que não

utilizam tais relatórios por não compreenderem as informações neles contidas, correspondendo a 44% do total.

Gráfico 24: Utilização das informações anuais.



Fonte: Elaborado pela autora.

As Informações Anuais (IAN) são formulários de divulgação anual que contém informações relativas às empresas com capital aberto. Tais formulários contemplam a evolução dos negócios da empresa, além de contemplarem informações sobre o capital social, informações sobre o setor de atuação com perspectivas futuras, demonstrações contábeis, informações sobre os produtos e serviços oferecidos, clientes, processo de produção, parcerias, entre outras. De acordo com o Nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA, é necessário que se contemple nas informações anuais a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do conselho de administração, diretores e membros do conselho fiscal, bem como a evolução dessas posições. Ainda, o Novo Mercado determina que tais informações sigam um rigor e padrão internacionais.

O formulário IAN contém informações corporativas, operacionais, societárias, entre outras. Este documento deve ser apresentado para a CVM e para a Bolsa no prazo máximo de cinco meses após o encerramento de cada exercício social ou no máximo em um mês, a contar da data da realização da Assembleia Geral Ordinária, caso esta assembleia ocorra antes do prazo máximo estabelecido pelo art. 132 da Lei nº 6.404/76, de quatro meses após o término do exercício social. Sempre que houver alterações de informações societárias que façam parte do formulário, em especial informações sobre a composição dos membros do conselho de administração, sobre

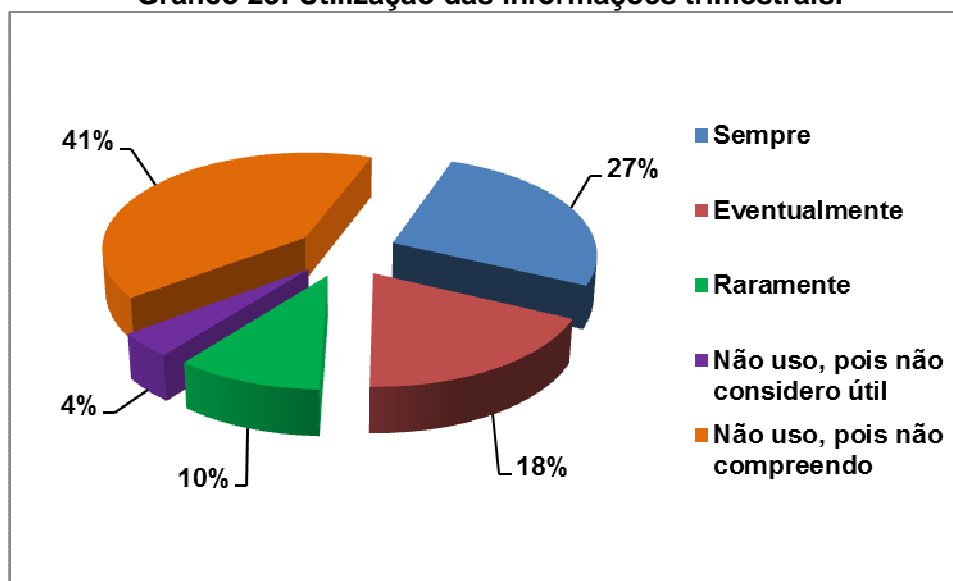
eventuais alterações estatutárias e sobre mudanças na composição acionária, a empresa deverá modificar o formulário e enviá-lo novamente (IBRI, 2007, p.48).

As informações anuais são obrigatórias de acordo com a Lei 11.638 de 2007 e, também, de acordo com regras do segmento de listagem da BM&FBOVESPA ao qual a empresa pertence. Embora seja um relatório anual, conforme Instrução CVM 202, em seu Art. 16, sempre que ocorra algo deliberado em assembleia a empresa terá 30 (trinta) dias para realizar a divulgação.

O alto índice de respondentes que não utilizam esses relatórios por não compreenderem as informações neles contidas, ainda que seja referente a uma amostra e, portanto, não representativa do universo, pode ser esse mais um indicativo de que os usuários de informações relevantes do mercado não possuem conhecimento sobre a linguagem e formatos utilizados nos relatórios obrigatórios. Ainda que as informações anuais sejam divulgadas em relatórios com base qualitativa, contendo apenas alguns dados quantitativos apenas expressando resultados, se trata de um material extenso, cuja linguagem não permite que o usuário o explore em sua totalidade.

A última questão desta categoria visa complementar a questão anterior, considerando se tratar de um relatório similar, contudo, que é divulgado em períodos diferenciados. Nesse sentido, buscou-se avaliar junto aos participantes se há a utilização dos Relatórios divulgados pela empresa contendo os resultados financeiros de cada trimestre, como recurso de avaliação para a tomada de decisão de compra ou venda de ações. Sempre utilizo os relatórios financeiros trimestrais foi a resposta dada por 13 (treze), 27% dos respondentes. Para 9 (nove), 18% dos participantes, há uma utilização eventual dos relatórios financeiros trimestrais; 5 (cinco), 10%, alegaram utilizar raramente tais relatórios. Alegaram nunca utilizar os relatórios financeiros trimestrais, por não considerarem um recurso útil, 2 (dois) respondentes, correspondendo a 4% do total. Por último, 20 (vinte) participantes relativos a 41% do total alegaram que nunca utilizam os relatórios financeiros trimestrais, pois não compreendem as informações contidas nesse tipo de relatório.

Gráfico 25: Utilização das informações trimestrais.



Fonte: Elaborado pela autora.

Assim como as informações anuais, os Informes Trimestrais (ITR) são obrigatórios de acordo com a Lei 11.638 de 2007 e, também, de acordo com regras do segmento de listagem da BM&FBOVESPA ao qual a empresa pertence.

Importante instrumento de avaliação para os investidores, o formulário ITR contém as demonstrações contábeis elaboradas trimestralmente e é acompanhado do Relatório de Revisão Especial, emitido por auditor independente registrado na CVM. Estas demonstrações referem-se aos três primeiros trimestres do exercício social, devendo ser apresentadas para a CVM e para a Bolsa em até quarenta e cinco dias após o término de cada trimestre, ou quando a empresa divulgá-las para acionistas ou terceiros antes deste período (IBRI, 2007, p.49).

A importância das informações trimestrais é enorme, considerando que a cada trimestre os investidores podem ter contato com as informações relativas ao período e, com isso, prever contingências, aguardar resultados positivos ou negativos e, desse modo, tomar suas decisões. Um investidor que avalia o resultado do primeiro trimestre de uma empresa, tem subsídios informacionais para decidir se compra ou permanece com as ações dessa empresa, ou se realiza a venda dessas ações. O resultado foi próximo ao obtido na questão anterior e demonstrou que, para a amostra coletada, tais informações não são utilizadas por falta de conhecimento da linguagem e formato apresentados. Assim como os relatórios anuais, os trimestrais são extensos, por contemplarem todas as informações pertinentes a empresa naquele determinado período e isso pode ser um impeditivo para que os investidores o utilizem.

7.2 Análise de Regressão Linear

Há estudos que indicam que o comportamento individual de disposição ou aversão ao risco e, conseqüente tomada de decisão, de compra e venda de ações levam em conta fatores relativos ao 'perfil do investidor', conforme apresentado na primeira categoria da subseção anterior. Desse modo, uma questão que se coloca no que se refere ao comportamento do investidor é se de alguma forma seu perfil – moderado, conservador ou arrojado - explica em algum nível as variações observadas em seus comportamentos relacionados à busca de informações sobre governança corporativa.

Nesse sentido, encontram-se evidências de toda sorte que demonstram haver uma pluralidade de tipos comportamentais, bem como de atitudes que encorajam novos estudos como forma de melhor compreensão desse importante fenômeno da vida social.

Tais estudos se centram, em geral, nas relações entre o 'perfil do investidor' e a propensão ao risco, entre outras variáveis, entretanto, não foi possível encontrar pesquisas cujo viés destacasse a correlação entre 'perfil do investidor' e tomada de decisão baseada de forma mais específica em governança corporativa.

Com o objetivo de averiguar a possibilidade de haver correlação e, ainda, de haver um grau de significância estatística entre o 'perfil do investidor' e os comportamentos descritos nas questões integrantes do questionário, foi empregado o uso de um modelo de Análise de Regressão. De acordo com Ribeiro e Caten (2000), os modelos de regressão são usados com frequência na análise de dados provenientes de experimentos não planejados, ou seja, de observações de um fenômeno não controlado, por exemplo.

Desse modo, procedeu-se a Análise de Regressão Linear que poderia apontar para a influência do 'perfil do investidor' nas variáveis testadas. A Análise de Regressão Linear é uma técnica estatística, que possui como principal objetivo analisar a relação entre uma variável dependente e uma ou mais variáveis independentes.

O método de regressão linear simples estima uma equação matemática, ou mesmo um modelo, em que dado o valor de uma variável independente é possível prever o valor ou influência da mesma em uma ou mais variáveis dependentes. Menciona-se relação linear simples, pois se supõe uma tendência linear entre as

variáveis, e simples por ser uma única variável independente (RIBEIRO; CATEN, 2000).

Foi determinado como variável independente para essa análise o 'perfil do investidor', sendo que essa composição se deu com base na questão 4 (quatro) da categoria 'perfil do investidor'. Tal questão buscou verificar junto aos respondentes qual o perfil que os mesmos atribuem a si no que se refere ao seu posicionamento no mercado de capitais, quais sejam, 'moderado', 'arrojado' e 'conservador'. Destaca-se, portanto, que as análises apresentadas evidenciam se a variação em 'perfil do investidor', quais sejam: 'moderado', 'conservador' e 'arrojado', pode explicar em algum nível a variação em cada uma das demais variáveis dependentes descritas abaixo.

Após a definição da variável independente foi testada a influência do 'perfil do investidor' em relação aos seguintes comportamentos, definidos como variáveis dependentes:

- Em relação à utilização da Internet.
- Em relação às empresas nas quais costuma investir considerando o meio de acesso para coleta de informações.
- Em relação aos *websites* das empresas, se há o acesso a esse ambiente pelos investidores.
- Se a área de RI nos *websites* das empresas com capital aberto propicia a coleta de informações que, por sua vez, podem contribuir para a sua tomada de decisão.
- Se as informações divulgadas nos *websites* das empresas com capital aberto, especialmente as informações financeiras, estão estruturadas em uma linguagem de fácil compreensão.
- Se os *websites* das empresas orientam sobre como utilizar os mecanismos de governança corporativa no processo de tomada de decisão de compra e venda das ações.
- Se o investidor participa das reuniões públicas.
- Se o investidor participa de Assembleias.
- Se a empresa oferecer 100% de *tag along*, é um fator relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação.

- Se a empresa possuir apenas ações ON que assegura o direito de voto, é um fator relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação.
- Se a empresa possuir uma boa política de pagamento de dividendos é um fator relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação.
- Se a empresa possuir critérios para a escolha do Conselho de Administração é um fator relevante.
- Se a empresa possuir uma política para a remuneração dos principais executivos que a administram é um fator relevante.
- Se a empresa criar mecanismos que eliminem a possibilidade de os executivos e acionistas majoritários tomarem decisões em benefício próprio é um fator relevante.
- Se o investidor utiliza o *Fact Sheet* da empresa como recurso de avaliação para a tomada de decisão de compra ou venda de ações.
- Se o investidor utiliza as demonstrações financeiras divulgadas pela empresa como recurso de avaliação para a tomada de decisão de compra ou venda de ações.
- Se o investidor utiliza os Relatórios divulgados pela empresa contendo os resultados financeiros de cada trimestre, como recurso de avaliação para a tomada de decisão de compra ou venda de ações.
- Se o investidor utiliza os Relatórios Financeiros Anuais divulgados pela empresa como recurso de avaliação para a tomada de decisão de compra ou venda de ações.

Os pressupostos estatísticos para o teste de regressão, como a normalidade da distribuição das variáveis foram testados. Foi avaliado tanto o grau de correlação, quanto a estatística de significância. Os índices de determinação R^2 relativos à análise de correlação demonstraram que estes refletem os resultados apontados pela estatística de significância apresentada nas análises a serem posteriormente apresentadas.

A análise de correlação fornece dados que resumem o grau de relacionamento linear entre variável independente e variáveis dependentes. Desse modo, é possível conhecer se elas têm algum relacionamento entre si, isto é, se

valores de uma das variáveis implicam em valores das outras variáveis. Essa relação entre variáveis pode ser resumida através de uma equação indicando o padrão de associação entre elas (VIALI, [201-?]).

Abaixo, a Tabela 3 indica os valores de R2 e apresenta o grau de correlação existente entre a variável independente 'perfil do investidor' e as variáveis dependentes.

Tabela 3: Índices de determinação R2.

Variável Dependente	R2 (r-quadrado)	Padrão de Correlação
Uso da internet	0,018	Nula
Meio de acesso às informações sobre empresas	0,000	Nula
Em relação aos <i>websites</i> das empresas nas quais costuma investir	0,039	Nula
Contribuição do <i>website</i> da empresa na coleta de informações	0,000	Nula
Linguagem utilizada no <i>website</i>	0,000	Nula
Orientação sobre utilização dos instrumentos de governança corporativa	0,001	Nula
Participação em reuniões com investidores.	0,066	Nula
Participação em assembleias	0,010	Nula
<i>Tag along</i> como fator para tomada de decisão	0,005	Nula
Ações ON (ordinárias) como fator para tomada de decisão	0,001	Nula
Política de pagamento de dividendos	0,000	Nula
Escolha do Conselho de Administração	0,021	Nula
Política de remuneração de executivos.	0,004	Nula
Mecanismos que coíbam a tomada de decisão que favoreça executivos e acionistas majoritários	0,032	Nula
Utilização do <i>fact sheet</i>	0,084	Nula
Utilização das demonstrações financeiras	0,005	Nula
Utilização dos relatórios trimestrais	0,003	Nula
Utilização dos relatórios anuais	0,002	Nula

Fonte: Elaborado pela autora.

O grau de correlação ficou condicionado à verificação dos valores das estatísticas de R2, apresentados na Tabela 3, porquanto o coeficiente de correlação é determinado considerando-se que quanto mais próximo os valores destas estatísticas estiverem de '1', maior é o grau de correlação entre as variáveis e quanto mais próximo de '0', menor é o grau de correlação. Desse modo, tem-se que, de acordo com Franzblau (1958):

- | r | 0 a 0,20 = correlação nula.
- | r | 0,20 a 0,40 = correlação fraca.
- | r | 0,40 a 0,60 = correlação moderada.
- | r | 0,60 a 0,80 = correlação forte.
- | r | 0,80, a 0,99 = correlação muito forte.
- | r | 1 = correlação perfeita.

A análise da Tabela 3 com os valores de R2 demonstram que não há poder explicativo para a variável 'perfil do investidor' considerando as variáveis dependentes testadas. Como é possível evidenciar em todos os casos, os valores dos coeficientes de determinação se mostraram muito baixos, denotando um poder de explicação irrisório.

Isso significa que no caso do objetivo desta pesquisa, qual seja, de averiguar a possibilidade de haver correlação entre o 'perfil do investidor' e os comportamentos descritos nas questões integrantes do questionário, obteve-se um resultado negativo, ou seja, nossa hipótese inicial de uma possível relação entre as variáveis foi refutada em virtude de não haver influência estatisticamente significativa entre o 'perfil do investidor' e as variáveis testadas.

Como complemento dessas considerações o nível de significância desses testes é apresentado a seguir. As análises apresentadas dizem respeito aos dados processados pelo software SPSS 13.0 relativos ao grau de significância entre a variável independente e as variáveis dependentes.

Importante destacar que o *índice de significância* escolhido para os testes foi de 95%, o que resulta em um nível máximo de erro de 5%, ou seja, o *índice de significância* não poderia ultrapassar 0,05 para ser considerado significativo segundo os parâmetros utilizados. Os resultados do teste de regressão são apresentados a seguir.

Tabela 4: Variável dependente - em relação à utilização da Internet.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1,414	,221		6,393	,000
1 Perfil de investidor:	-,085	,090	-,134	-,947	,348

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme se pode observar na Tabela 3, evidencia-se o índice de 0,348, desse modo, o 'perfil do investidor' não apresenta grau de significância em relação à variável dependente 'utilização da Internet'. Nessa perspectiva, pode-se afirmar que não há indícios de que o 'perfil do investidor' influencie o uso da Internet no contexto pesquisado, já que não há significância estatística.

Conforme discutido na Análise de Conteúdo com a apresentação do Gráfico 7, o percentual de utilização frequente da Internet averiguado entre os respondentes é alto, chegando a 82% dos participantes. Entretanto, ao avaliar o índice estatístico de significância, tem-se que esse uso frequente da Internet não é um fator influenciador, ou seja, o indivíduo ter conhecimento sobre a Internet, sobre suas funcionalidades e lançar mão desse instrumento no seu dia a dia, não influencia o grau de conhecimento que o mesmo possui sobre governança corporativa.

Esse resultado revela um importante fator, qual seja, o de que embora a Internet seja uma forma rápida e eficiente no processo de busca da informação, ela não vem sendo utilizada como um instrumento para se obter conhecimento sobre o tema aqui investigado. Destaca-se, ainda, que o uso da Internet poderia ser mais bem empregado pelas empresas nesse processo de educação para a governança corporativa, proposta central do modelo conceitual a ser apresentado na subseção 7.3.

Tabela 5: Variável dependente - meio de acesso às informações sobre empresas nas quais costuma investir.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	2,014	,407		4,953	,000
1 Perfil de investidor:	,011	,165	,009	,064	,949

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme se pode observar pela análise da Tabela 5, não há indício de que o perfil do investidor influencie as opções em relação aos meios de acesso para coleta de informações sobre as empresas nas quais o investidor costuma investir, considerando o contexto pesquisado. Os dados da análise revelam que não há significância estatística conforme indicado pelo *índice de significância* de 0,949 apresentado na referida Tabela.

Considerando-se a Análise de Conteúdo, verificou-se o fato de que 43% dos participantes alegaram utilizarem um conjunto de distintos canais para a coleta de informações sobre as empresas, compreendendo nesse conjunto a Internet, jornais e revistas assim como as sociedades corretoras. Considerou-se, ainda, que 39% dos entrevistados afirmaram ter preferência pelas sociedades corretoras. Desse modo, ainda que tenha sido revelado nesta amostra o uso em conjunto de todas as fontes representado pelos 43%, o percentual de indivíduos que buscam informações por meio desses ambientes estruturados, as corretoras, é substancial.

Dessa maneira, considera-se que, ainda que não haja correlação e tampouco significância estatística que possa revelar uma relação entre o 'perfil do investidor' e a escolha dos canais, grande parte desses indivíduos possuem preferência por determinados canais. A escolha pela sociedade corretora é igual entre os perfis e acredita-se que essa realidade se deve ao fato desses ambientes serem estruturados em termos tecnológicos, considerando-se ainda a disponibilização de relatórios setoriais e específicos sobre as empresas, além de uma equipe disponível provedora de informações sobre o mercado.

Embora não haja pesquisa que possa confirmar essa afirmativa, acredita-se que as informações disponibilizadas aos investidores pelas corretoras sejam apresentadas com viés analítico considerando elementos relativos ao modo de operar e informações específicas sobre ferramentas do mercado de capitais. Além disso, são disseminadas informações sobre setores e empresas, considerando-se aqui, as baseadas em análises fundamentalista e gráfica. Contudo, destaca-se que esses ambientes não enfocam os elementos sobre governança corporativa de modo específico.

Tabela 6: Variável dependente - em relação aos *websites* das empresas nas quais costuma investir.

Model	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	T	Sig.
-------	-----------------------------	---------------------------	---	------

	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	3,230	,540		5,986	,000
Perfil de investidor:	-,309	,219	-,197	-1,408	,166

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme se pode observar pela análise da Tabela 6, não há indício de que o 'perfil do investidor' esteja correlacionado ou influencie as opções em relação ao acesso aos *websites* das empresas nas quais o indivíduo costuma investir. Não há significância estatística conforme o índice de 0,166 apresentado na Tabela 5. Observou-se, no entanto, que diferentemente da análise em relação ao meio de acesso de informações sobre as empresas, o *índice de significância* se apresentou consideravelmente menor. Embora não seja considerado significativo para os parâmetros utilizados, se aproximou mais do nível máximo de erro de 5%.

O questionário aplicado revelou que a somatória dos entrevistados que alegaram acessar raramente o *website* das empresas, e dos entrevistados que alegaram acessar eventualmente totalizou 63% do total. Após a Análise de Conteúdo aplicada, foi possível considerar que esse resultado pode ser um indicativo de que investidores, sobretudo, pessoa física/individual, ainda que apresentem um elevado índice de acesso à Internet, não se sentem familiarizados com o ambiente oferecido pelas empresas.

Embora a Análise de Regressão tenha revelado a não existência de influência do 'perfil do investidor' no uso do *website* das empresas, é importante que seja destacado uma realidade preocupante, qual seja, a de que esses indivíduos não acessam esse ambiente. Considera-se preocupante, por um lado, pelo fato de que esses ambientes se constituem em rica fonte de informações sobre governança corporativa. Por outro lado, a preocupação se dá em função do fato de que as empresas não apresentam formato que facilite tanto a apropriação de informação, quanto o aprendizado sobre os modelos de governança. Essa afirmativa é confirmada tanto na análise qualitativa (Gráfico 13), quanto na análise quantitativa (Tabela 9).

Tabela 7: Variável dependente - contribuição do *website* da empresa na coleta de informações.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		

1	(Constant)	1,927	,464		4,154	,000
	Perfil de investidor:	-,011	,188	-,008	-,056	,955

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme apresentado na Tabela 6, não há indício de que o 'perfil do investidor' esteja correlacionado ou influencie as opções em relação ao contentamento quanto à busca de informações disponíveis nos *websites* das empresas. Não há significância estatística conforme o *índice de significância* de 0,955.

Mesmo não havendo relação significativa entre o perfil do investidor e a consideração quanto à contribuição positiva ou negativa das empresas no processo de coleta de informação, o questionário aplicado revelou que 45% do total de respondentes alegaram que esse ambiente contribui pouco com a coleta de informações. Desse modo, considera-se que, independentemente do perfil há uma dificuldade em se compreender as informações ali contidas.

De forma complementar, destaca-se que a Análise de Conteúdo apresentou como resultado a consideração de que esse ambiente deve conter elementos que estejam pautados em critérios de disseminação que sejam fortemente democráticos, entretanto, a realidade averiguada é distante desse ideal. No que tange ao perfil não ser fator determinante para esse sentimento dos investidores quanto a esses ambientes, reforça a consideração de que essa dificuldade possa ser devida, em parte, ao formato apresentado por esses ambientes, bem como a linguagem utilizada na apresentação das informações, fatores que serão considerados na análise da Tabela 8.

Tabela 8: Variável dependente - linguagem utilizada no *website*.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	1,691	,328		5,151	,000
	Perfil de investidor:	-,011	,133	-,011	-,080	,937

Fonte: Elaborado pela autora.

A análise da Tabela 8 demonstra uma similaridade em relação à questão anterior que diz respeito ao contentamento quanto às informações disponíveis no ambiente *web* das empresas. O *índice de significância* é bastante elevado 0,937,

evidenciando não haver influência significativa estatisticamente entre o ‘perfil do investidor’ e a estruturação da informação.

O índice alto parece confirmar, no entanto, a opinião de descontentamento dos investidores quanto às informações disseminadas, independentemente do perfil. A questão que tratou sobre esse critério, apresentada no Gráfico 12, revelou que a somatória dos entrevistados que alegaram que os formatos apresentados nesse ambiente são incompreensíveis, com os que alegaram ser de difícil compreensão totalizou 92%. Esse percentual é demasiado elevado, considerando-se que diz respeito aos documentos que servem como base para análise.

Resgatando o que foi apresentado na Análise de Conteúdo relativa ao Gráfico 12, destaca-se a afirmativa apresentada pelo IBRI (2007, p.31) em seu *Guia de Relações com Investidores*, considerando-se os documentos disponibilizados pelas empresas, ao considerar que “[...] o material deve ser organizado em menus de fácil acesso, atendendo também às necessidades dos investidores menos experientes nesse tipo de navegação [...]”.

Desse modo, o conjunto compreendido pelas duas análises realizadas, revelou que os investidores arrojados, moderados e conservadores, consideram que o formato apresentado pelas empresas no ambiente *web* não favorece a compreensão das informações. Esse fato compromete sobremaneira o processo de apropriação das informações e, conseqüentemente, a construção de conhecimento.

Tabela 9: Variável dependente - orientação sobre utilização dos instrumentos de governança corporativa.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1,922	,135		14,209	,000
Perfil de investidor:	-,010	,055	-,025	-,175	,861

Fonte: Elaborado pela autora.

Mais uma confirmação de que o ‘perfil do investidor’ não influencia a opinião dos investidores quanto à coleta de informações, neste caso as relacionadas à governança corporativa. Como se pode observar na Tabela 9, o *índice de significância* se mostrou bastante elevado, 0,861, evidenciando não ser significativa a relação entre as variáveis ‘perfil do investidor’ e orientação das empresas no *website* quanto a utilização dos instrumentos da governança corporativa.

O resultado do questionário aplicado evidenciou que 90% dos entrevistados alegaram que as empresas disponibilizam a estrutura de governança corporativa, mas a orientação não é clara em relação à utilização desses mecanismos como método de avaliação. Desse modo, resgata-se as inferências realizadas na Análise de Conteúdo referente ao Gráfico 13, em que se destacou que o sistema de governança corporativa dispõe de métodos, técnicas, instrumentos, entre outros, que podem não somente ser parte de um conjunto sistemático interno, mas também um conjunto de princípios que podem ser utilizados por partes interessadas, especialmente, os investidores.

A Análise de Regressão evidenciou não haver influência entre o ‘perfil do investidor’ e essa questão. Somando-se a isso, a análise qualitativa revelou que a quase totalidade dos entrevistados alegaram deficiência quanto à indicação sobre os mecanismos de governança. O conjunto de análises indica um cenário em que as empresas informam sobre sua estrutura de governança, porém, não apresentam informações satisfatórias sobre as características e benefícios de tais mecanismos de governança. O investidor conservador, moderado ou arrojado ao acessar esse ambiente não encontrará informações que propiciem a construção de conhecimento sobre o tema e, portanto, não poderá conhecer e utilizar tais ferramentas.

Tabela 10: Variável dependente - participação em reuniões com investidores.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1,213	,290		4,188	,000
1 Perfil de investidor:	,217	,117	,257	1,846	,071

Fonte: Elaborado pela autora.

O *índice de significância* apresentado na Tabela 10 evidencia uma maior proximidade em relação à influência do perfil do investidor e a percepção quanto às reuniões com investidores. Embora não inferior a 0,05 observou-se um nível de significância bem próximo, ou seja, 0,07. Contudo, ainda que próximo, estatisticamente o ‘perfil do investidor’ não representa influencia na participação de tais reuniões.

Analisando-se o resultado do questionário aplicado, tem-se que 54% dos investidores pesquisados indicaram não participarem de tais reuniões por não terem conhecimento sobre elas. Importante destacar que cada investidor, de acordo com seu perfil, possui tanto um horizonte para investimentos, quanto um objetivo para os resultados, fatores que são definidos por informações relevantes sobre as empresas. Ainda que tais informações sejam divulgadas regularmente seguindo critérios legais, a participação em reuniões configura-se como uma forma de aproximação entre empresa e acionistas minoritários, uma vez que a presença física inexistente no dia a dia dos fazeres empresariais é possibilitada nesses eventos.

Resgatando a definição da BM&FBOVESPA (2011), durante as reuniões públicas é feita uma apresentação detalhada, objetiva e impecável dos resultados da empresa, abrangendo:

- Principais iniciativas nas diversas áreas;
- Lançamento de produtos;
- Mudanças de estratégia;
- Tendências setoriais;
- Questões regulatórias e de legislação;
- Dados sobre governança corporativa, responsabilidade social e ambiental, investimentos, política de distribuição de dividendos;
- Demais aspectos conjunturais e institucionais que tenham impactado no desempenho, bem como em suas perspectivas (BM&FBOVESPA, 2011, p.8).

Desse modo, independentemente do perfil, destaca-se a importância da participação do investidor nesses eventos. Contudo, o conjunto de análises revelou que ela não ocorre, e essa realidade revelada na Análise de Regressão, independe do 'perfil dos investidores'.

Tabela 11: Variável dependente - participação em assembleias.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1,527	,294		5,190	,000
Perfil de investidor:	,085	,120	,101	,712	,480

Fonte: Elaborado pela autora.

A Tabela 11 apresenta para essa variável um *índice de significância* de 0,480, o que revela não haver influência estatística entre o 'perfil do investidor' e sua participação nas assembleias das empresas. Considerando-se, ainda, o resultado do questionário, observa-se que 38% não participa por não ter interesse e 54% por

desconhecer tais eventos, totalizando 92% de indivíduos que não participam das assembleias.

Resgatando os conceitos apresentados na subseção 4.2.3 que tratou sobre o ativismo dos investidores pessoa física, destaca-se que estes atuam no mercado de capitais com o objetivo de obterem lucros sobre seus investimentos. Essa é a premissa básica quando se trata da consideração quanto à opção de se investir nesse mercado. Independente do perfil, cada agente atua de modo que consiga obter lucros, contudo, há ainda o fraco ativismo de investidores pessoa física nesse contexto. Essa realidade é expressa especialmente na participação desses investidores em assuntos internos das empresas, porquanto muitos deles sequer conhecem de forma mais aprofunda o negócio, os produtos e o mercado em que a empresa na qual possuem seu dinheiro investido atuam.

Destaca-se que é nas assembleias que decisões importantes sobre a empresa são tomadas e, por isso mesmo, se revela a importância da participação dos acionistas, independentemente de tratar-se de acionista majoritário ou minoritário.

Os resultados da Análise de Regressão revelaram dados complementares à análise qualitativa, considerando-se que 92% dos entrevistados não participam de assembleias, independentemente da justificativa apontada no questionário, e que isso independe do perfil desses investidores.

Tabela 12: Variável dependente - *tag along* como fator para tomada de decisão.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	2,422	,697		3,476	,001
Perfil de investidor:	,138	,283	,070	,488	,627

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme se observa na Tabela 12, evidencia-se que também não há significância estatística em relação à opinião quanto ao uso do *tag along* ser ou não uma ferramenta de análise relevante para o investidor, independentemente de seu perfil. O *índice de significância* foi considerável, 0,627, demonstrando não há relação significativa entre perfil e utilização dessa ferramenta como método de análise para escolha da empresa.

O percentual de respondentes participantes desta pesquisa que alegaram desconhecer o *tag along* foi de 37% do total. Esse percentual é um indicativo de que grande parte dos investidores não tem conhecimento sobre um critério de governança corporativa que lhes confere um direito muito importante. Esse critério estabelece que o acionista minoritário possa receber um percentual que pode chegar a 100% do valor da ação em casos de venda da empresa, por exemplo. Conforme explicitado na análise realizada com base nos dados do Gráfico 16, é preocupante que investidores desconheçam esse direito, ou, ainda, não o utilizem como ferramenta para escolha de uma ação.

Ao considerar-se o conjunto de análises, observa-se que independentemente do 'perfil do investidor' o *tag along* é relegado como mecanismo de análise. O *índice de significância* estatística apresentado revela esse cenário, vindo a coadunar-se com os resultados obtidos na análise qualitativa. Em suma, tem-se que, grande parte dos investidores desconhece ou não utiliza essa importante ferramenta de governança, e que esse fato independe de dele ter perfil arrojado, moderado ou conservador.

Tabela 13: Variável dependente - ações ON (ordinárias) como fator para tomada de decisão.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	4,648	,557		8,348	,000
Perfil de investidor:	-,043	,226	-,027	-,188	,852

Fonte: Elaborado pela autora.

As ações ordinárias, também conhecidas como ON possuem como principal característica conceder direito a voto aos acionistas, conforme já elucidado na análise do Gráfico 17. Ainda considerando essa análise, obteve-se como resultado que, 41% do total de entrevistados alegaram ser esse um fator não determinante para a escolha de uma ação, além disso, 24% alegaram que nunca utilizam esse critério como método de análise. O direito ao voto é parte importante dos elementos de governança corporativa, haja vista que essa participação de acionistas minoritários poderia ser fundamental na tomada de importantes decisões na empresa.

De forma complementar, a Análise de Regressão destacou que não há significância estatística que evidencie haver influência entre o 'perfil do investidor' e a escolha por empresas que possuam ações ordinárias. O elevado *índice de significância* apresentado, de 0,852, comprova essa afirmativa.

O cenário, portanto, apresenta um indicativo de que grande parte dos investidores desconsidera esse fator quando toma suas decisões de compra e que isso independe de seu perfil. Ainda que haja entre os investidores mais conservadores uma propensão à escolha de empresas que lhes confirmam maior segurança, os resultados apresentados indicam que o fator de essas empresas terem ações ordinárias não é considerado.

Tabela 14: Variável dependente - política de pagamento de dividendos.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	3,882	,459		8,466	,000
1 Perfil de investidor:	,000	,186	,000	,000	1,000

Fonte: Elaborado pela autora.

Embora a política de pagamento de dividendos tenha sido declarada com maior percentual como sendo muito relevante no processo de análise das empresas, não se encontrou evidências de que haja interferência do 'perfil do investidor' em relação a tais políticas como sendo um fator relevante para a escolha da empresa da qual se deseja investir.

O alto *índice de significância* apresentado na Tabela 14, de 1,000, confirma não haver influência entre o 'perfil do investidor' e a tomada de decisão baseada no pagamento de dividendos. Grande parte dos investidores reconhece esse fator como muito importante, uma vez que é mais popular e muito utilizado por sociedades corretoras como uma maneira de atrair a atenção de investidores, considerando-se que ocorre o pagamento de um valor, muitas vezes substancial, na conta corrente dos acionistas.

Nesse sentido, pode-se afirmar, com base nas duas análises realizadas, que grande parte dos investidores entende ser esse um fator muito relevante no processo de tomada de decisão e que isso independe do perfil. Tanto investidores arrojados, quanto moderados ou, ainda, os conservadores, entendem ser o pagamento de dividendos uma importante fonte de avaliação.

Tabela 15: Variável dependente - escolha do Conselho de Administração.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	5,374	,483		11,115	,000
1 Perfil de investidor:	-,202	,196	-,145	-1,029	,308

Fonte: Elaborado pela autora.

Os critérios sobre escolha da composição do conselho de administração é reconhecido como um dos fatores chave da boa governança corporativa. Retomando as inferências realizadas na Análise de Conteúdo (Gráfico 19), observou-se que um percentual de 37% dos entrevistados alegou nunca ter utilizado esse fator como critério de avaliação. Assim, observa-se o indicativo de que no Brasil o baixo ativismo dos investidores pessoa física/individual não lhes permite considerar esse um fato importante, assim como o baixo incentivo das empresas para que esses investidores conheçam melhor a atuação dos conselhos corroboram para que esse resultado seja convertido em realidade no mercado.

Complementando essas inferências, analisando-se os dados da Tabela 15 é possível observar que não há indicativos de que o 'perfil do investidor' influencie na visão quanto à importância desse elemento. O *índice de significância* foi 0,308, indicativo de que não há significância estatística entre o 'perfil do investidor' e a utilização desse fator como elemento de análise.

Tabela 16: Variável dependente - política de remuneração de executivos.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	5,497	,559		9,828	,000
1 Perfil de investidor:	-,102	,228	-,065	-,448	,656

Fonte: Elaborado pela autora.

Com base no resultado do questionário foi possível observar que os investidores relegam informações sobre a política de remuneração dos executivos, considerando que parte não considera uma informação útil para a tomada de decisão e outra parte nunca utilizou tais informações. Somando essas duas respostas, tem-se um percentual de 72%. Considera-se esse um percentual

elevado, porquanto revela a desconsideração de parte fundamental na condução dos negócios das empresas, uma vez que são os principais executivos os responsáveis pelas decisões estratégicas.

O *Índice de significância* averiguado com base na Análise de Regressão foi de 0,656, conforme indicado na Tabela 16. Esse resultado indica que não há relação significativa entre o 'perfil do investidor' e a consideração sobre a importância dessas informações. Nesse sentido, destaca-se que grande parte dos investidores desconsidera a política de remuneração dos principais executivos das empresas nas quais investem, e que isso independe do perfil desse investidor.

Tabela 17: Variável dependente - mecanismos que coíbam a tomada de decisão que favoreça executivos e acionistas majoritários.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	5,316	,518		10,260	,000
1 Perfil de investidor:	-,266	,212	-,178	-1,255	,215

Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com o *Índice de significância*, que foi de 0,215, é possível observar que o 'perfil dos investidores' não influencia no grau de conhecimento ou uso de informações por parte das empresas, de modo que esses mecanismos coíbam a tomada de decisão de executivos e acionistas majoritários, considerando-se ações tendenciosas por parte dos mesmos. Analisando-se os resultados do questionário, tem-se que, um total de 40% dos investigados afirmou que nunca utilizaram esse fator como critério para a tomada de decisão.

Resgatando-se as inferências realizadas na Análise de Conteúdo quanto aos resultados apresentados no Gráfico 21, destaca-se que Lopes (2010) considera que a análise da estrutura de controle das empresas é de fundamental importância, uma vez que ela influencia diretamente a eficiência do mercado de capitais, de acordo com o controle existente nas empresas.

Desse modo, considera-se de suma importância que os investidores, de um modo geral, tenham em mente que os principais executivos atuam de forma mais próxima aos acionistas majoritários, além dos conselheiros e não dos pequenos acionistas. Conhecer e acompanhar os mecanismos criados pelas empresas para coibir qualquer tipo de atitude tendenciosa deve ser vista como uma prática

permanente dos pequenos acionistas, com o objetivo de preservar seus direitos. Contudo, o resultado dessa pesquisa revelou que não há esse acompanhamento e que isso independe do 'perfil do investidor', conforme dados da análise de significância estatística.

Tabela 18: Variável dependente - utilização do *fact sheet*.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	3,927	,716		5,482	,000
1 Perfil de investidor:	-,615	,292	-,291	-2,104	,041

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme se observa na Tabela 17 o *índice de significância* 0,041, o 'perfil do investidor', nesse caso, exerce influência na utilização do *fact sheet* como recurso para a tomada de decisão de compra e venda de ações. Esse resultado referente a amostra coletada para esta pesquisa, pode ser um indicativo de que o *fact sheet* se apresenta como um instrumento pouco conhecido, fato revelado no resultado dos questionários que mostrou que 48% dos respondentes não conhecem esse mecanismo.

Esse relatório que possui qualidades qualitativas e quantitativas, por conter elementos de complexidade, e por ser um relatório relativamente novo no mercado possui como principais usuários os analistas e, portanto, não usual entre os investidores pessoa física/individual. Desse modo, uma possível explicação para esse resultado seja o fato de que 53% dos entrevistados sejam formados por investidores de perfil moderado. Somando-se os perfis moderado e conservador, tem-se um percentual de 80%.

Trata-se de dois perfis que tendem a seguir mais as recomendações de analistas e a utilizarem-se menos da análise individual de relatórios qualitativos de maior complexidade. Desse modo, o resultado apresentado revela que 80% dos entrevistados sequer conhecem essa ferramenta e que esse resultado é influenciado pelo perfil dos mesmos.

Tabela 19: Variável dependente - utilização das demonstrações financeiras.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	4,554	,519		8,774	,000
1 Perfil de investidor:	-,101	,212	-,069	-,477	,636

Fonte: Elaborado pela autora.

A Tabela 19 apresenta, de acordo com o *índice de significância* 0,636, que não há grau de significância estatística entre o perfil dos investidores e o uso das demonstrações financeiras como método de avaliação. Mediante análise dos questionários foi possível observar-se que há o conhecimento sobre a existência de tal documento, contudo, há a dificuldade de interpretação dos dados ali contidos. Essa afirmativa decorre do fato de que 52% dos investigados declararam que não utilizam esse recurso por não compreenderem as informações nele contidas.

Conforme destacado na análise do Gráfico 23, as demonstrações financeiras são um conjunto de relatórios que possuem como principal característica o fornecimento de informações sobre dados contábeis e financeiros relativos a determinado exercício ou período da empresa. Desse modo, o cenário apresentado por essa pesquisa revela que os benefícios concedidos pelas demonstrações financeiras, enquanto instrumento de análise, não vem sendo aproveitados por grande parte dos investidores por dificuldades de interpretação das informações. Destaca-se, finalmente, que essa visão quanto as demonstrações financeiras independe do perfil desses investidores.

Tabela 20: Variável dependente - utilização dos relatórios anuais.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	4,321	,545		7,935	,000
1 Perfil de investidor:	-,061	,222	-,039	-,274	,785

Fonte: Elaborado pela autora.

A Tabela 20 apresenta, de acordo com o *índice de significância* 0,785, que neste caso também não há influência do 'perfil do investidor' na utilização dos relatórios anuais. Considerando-se a análise do questionário, tem-se que, os

investidores que alegaram nunca utilizarem esses documentos por não compreenderem as informações ali contidas representaram 44%.

Retomando-se as inferências empregadas na análise do Gráfico 25, se resgata que tais formulários contemplam a evolução dos negócios da empresa, além de contemplarem informações anuais relativas ao capital social, informações sobre o setor de atuação com perspectivas futuras, demonstrações contábeis, informações sobre os produtos e serviços oferecidos, clientes, processo de produção, parcerias, entre outras.

Com o resultado das duas análises, observa-se que grande parte dos investidores não utiliza esse documento como fonte de apropriação de informações, ainda que sejam informações muito relevantes sobre as empresas. Ainda, considerando-se o resultado da análise quantitativa, o cenário confirma que esse comportamento independe do 'perfil do investidor'.

Tabela 21: Variável dependente - utilização dos relatórios trimestrais.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	4,406	,582		7,572	,000
1 Perfil de investidor:	-,095	,237	-,059	-,403	,689

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme dados apresentados pela Tabela 21, o *índice de significância* estatística 0,689 revelou que não há indícios de influência do 'perfil do investidor' na utilização dos relatórios trimestrais. Analisando-se o resultado do questionário, tem-se que 41% dos entrevistados alegaram nunca utilizarem tais documentos por não compreenderem as informações neles contidas.

Com base nas inferências empregadas na análise do Gráfico 24, destaca-se que um investidor que avalia o resultado do primeiro trimestre de uma empresa, tem subsídios informacionais para decidir se compra ou permanece com as ações dessa empresa, ou se realiza a venda dessas ações. Contudo, conclui-se, com base nos resultados das duas análises, que tais documentos não são utilizados por grande parte dos investidores, e que isso ocorre por uma dificuldade na interpretação das informações. Ainda, se verifica que essa dificuldade na utilização desses documentos é a mesma entre os três perfis de investidores.

De forma a concluir a categoria de análise quantitativa, destaca-se que, os dados estatísticos evidenciaram, com exceção da variável utilização do *fact sheet*, que o perfil do investidor não influencia nos comportamentos pesquisados, ou seja, os comportamentos apresentados nas análises descritivas independem do 'perfil do investidor'.

Importante destacar que a Análise de Regressão foi elaborada como um complemento analítico na busca de possíveis novas evidências, entretanto, em nada interferem nas demais análises feitas com base em estatística descritiva, por meio da Análise de Conteúdo. Trata-se de análise complementar, com vistas ao atendimento de possíveis dúvidas quanto às influências do perfil dos participantes quanto ao conhecimento sobre as ferramentas de governança corporativa.

Importante esclarecer, ainda, que não houve a intenção de se constituir um modelo de regressão múltipla, considerando que os comportamentos analisados são considerados como sendo estanques, respondendo individualmente aos objetivos da pesquisa.

Essas informações evidenciam de certa forma que as respostas às questões são consistentes. Esclarecemos que o conjunto de respondentes se trata de uma amostra não probabilística e, portanto, não nos permite firmar expansões conclusivas para todo o universo, dada também a quantidade de respondentes. Entretanto nos fornece indicativos de que os investidores se comportem dessa maneira.

Evidencia-se, por fim, a existência de comportamentos declarados desvinculados do 'perfil de investidor' dos respondentes, ou seja, as informações disponibilizadas bem como os recursos tecnológicos que servem como meio de disponibilização dessas informações contemplam qualquer tipo de investidor afetando-os da mesma forma indiscriminadamente. Isso aumenta substancialmente a importância desses recursos utilizados pelas empresas para se exporem ao mercado em busca do atendimento a critérios, por meio de ferramentas que fomentem a construção de conhecimento em todos os perfis de investidores.

7.3 Inferências Gerais e Proposta de Modelo Conceitual

Durante o desenvolvimento do conjunto que formou as bases para esta tese, quais sejam, levantamento referencial bibliográfico, aplicação de pesquisa aplicada

mediante questionário e cruzamento de informações em bases estatísticas, chegou-se a resultados que puderam nos conceder um breve panorama indicativo do real conhecimento que parte dos investidores possuem sobre elementos fundamentais da governança corporativa. Importante destacar que, quanto ao levantamento empírico, esta pesquisa obteve uma amostra relativamente pequena em se tratando do universo utilizado, contudo, com base em experiência vivenciada por esta pesquisadora durante anos atuando no mercado de capitais e se relacionando de forma muito próxima com investidores, cujos perfis são semelhantes aos pesquisados, pode-se afirmar que esta pesquisa pode ser um indicativo de que os investidores pessoa física/individual não possuem conhecimento satisfatório sobre os elementos da governança corporativa.

No que se refere a amostra coletada, foi possível observar que questões importantíssimas como, compreensão de informações disponibilizadas no *website* das empresas; formato apresentado no *website* das empresas que não favorece a construção de conhecimento; desconhecimento de ferramentas eminentemente do campo da governança corporativa que foram criadas, essencialmente, para permitir que acionistas minoritários tenham o mesmo acesso que os demais, como, por exemplo, relatórios contábeis, demonstrações financeiras, *fact sheet*, que mecanismos de acesso e preservação dos interesses dos pequenos investidores são desconhecidos pelos mesmos, como o *tag along*; destaque para benefícios que não são utilizados como forma de avaliação das empresas, como as ações que ON que dão direito a voto. Em suma, foi possível observar que os principais mecanismos de ação da governança corporativa são desconhecidos ou pouco utilizados.

Destaca-se que na análise quantitativa mediante regressão linear, se constatou que o perfil dos participantes em nada compromete as relações apresentadas nas demais categorias de resultados, ou seja, há um forte indício de que os investidores pessoa física/individual, independentemente do perfil, moderado, conservador ou arrojado, não utilizam a governança corporativa como ferramenta para tomada de decisão. Ainda que a amostra não nos permita expandir os resultados para todo o universo, há que se considerar que existe a possibilidade de que os investidores, de modo geral, estejam na verdade vivenciando uma falha no processo de disseminação de informações, ou seja, há uma falta de aprendizado, ou melhor, de mecanismos que fomentem o aprendizado desses indivíduos.

Urge analisar, ainda, que foi aplicado ao final do questionário uma categoria de questões adicionais cujo objetivo era investigar, juntos aos respondentes, qual o grau de conhecimento sobre o tema Governança Corporativa cada um atribuía a si próprio. Desse modo, 16 (dezesesseis) respondentes alegaram que possuem conhecimento satisfatório sobre o tema. Na visão de 32 (trinta e dois) respondentes, eles não possuem conhecimento sobre o tema, mas consideram necessário buscar informações sobre. Apenas 3 (três) alegaram não conhecerem, contudo, não consideram necessário esse aprendizado. A segunda questão buscou levantar juntos aos participantes, se caso considerassem necessário conhecer mais sobre Governança Corporativa, por meio de qual meio eles acreditam que poderiam obter mais informações para aplicá-las em suas decisões de investimento. Para essa segunda questão, 18 (dezoito) respondentes afirmaram que seria via *site* das próprias empresas nas quais investem, representando um total de 46%, sendo que 15 (quinze) indivíduos afirmaram que o melhor ambiente seria no contexto das sociedades corretoras das quais são clientes, somando um total de 38%. Do total, apenas 4 (quatro) declararam que o melhor ambiente seria o da BM&FBOVESPA e 2 (dois) declararam 'outros', contudo, não indicaram quais seriam esses 'outros'.

Nesse sentido, após avaliação das duas análises e, posteriormente, as questões adicionais se pode observar que grande parte dos investidores não possui conhecimento adequado sobre governança corporativa, especialmente sobre os benefícios de que tratam e que são concedidos por esse mecanismo de gestão. Considerando que a governança corporativa teve como base fundadora os conflitos entre as partes, já que quando da sua criação era sabido que os acionistas minoritários possuíam desvantagens frente aos majoritários especialmente no acesso às informações, entende-se ser fundamental que os minoritários possuam um maior entendimento sobre governança corporativa e que saibam de que forma podem utilizar tal mecanismo durante o processo de tomada de decisão.

Se a governança corporativa pode ser entendida como o conjunto de mecanismos que visa aumentar a segurança dos investidores, especialmente os minoritários, e se a transparência na disseminação de informações é um dos pilares básicos das boas práticas de governança corporativa, é imperativo que todas as partes compreendam tais conceitos e saibam utilizar os benefícios oferecidos por eles.

Desse modo, todos os esforços para que essa proteção e aproximação de interesses sejam efetivadas são vistos como inovadores e promissores nesse contexto. É sobre essa afirmação que se assenta a proposta dessa subseção, qual seja, a de fornecer uma proposta de solução como fator que poderá contribuir sobremaneira com as discussões e implementação de novos métodos de aprendizado e aproximação de todas as partes envolvidas com os negócios de empresas que possuem capital aberto e estão vinculadas em um nível de governança corporativa.

Sob este ponto de vista, buscou-se propor uma forma de promover a disseminação sobre os benefícios dos modelos de governança corporativa propiciados à tomada de decisão no âmbito do mercado de capitais. Entende-se que tal disseminação será possível mediante a implantação de mecanismos de aprendizagem sobre governança corporativa voltados aos distintos públicos que possuem interesse nos negócios das empresas com capital aberto. Considerando como base fundadora, também, a visão de Gouws e Shuttleworth (2009) que apresentam em sua pesquisa a proposta de uma “alfabetização em informação financeira” ou “competência em informação financeira”. Nessa perspectiva, buscou-se propor um modelo conceitual de portal do conhecimento aplicado especificamente à governança corporativa, voltado às empresas de capital aberto de forma a subsidiar os investidores no processo de construção de conhecimento sobre essa ferramenta.

A proposta de um modelo conceitual visa contemplar, de forma visualmente esquematizada, elementos referentes ao contexto pesquisado. Dessa forma, o modelo apresentado buscou contemplar a essência das relações dentro do contexto empresarial e que fazem parte dos modelos de governança corporativa, se aplica a ideia do uso da interface *web* como mecanismo de armazenamento do ambiente de aprendizado. Naturalmente, questões relativas a interfaces, armazenamento de dados, acesso, interoperabilidade, entre outros critérios essencialmente técnicos, não serão debatidos neste momento, por se tratar de requisitos inerentes ao processo de aplicação efetiva do modelo.

Nesse sentido, modelo pode ser definido como sendo a

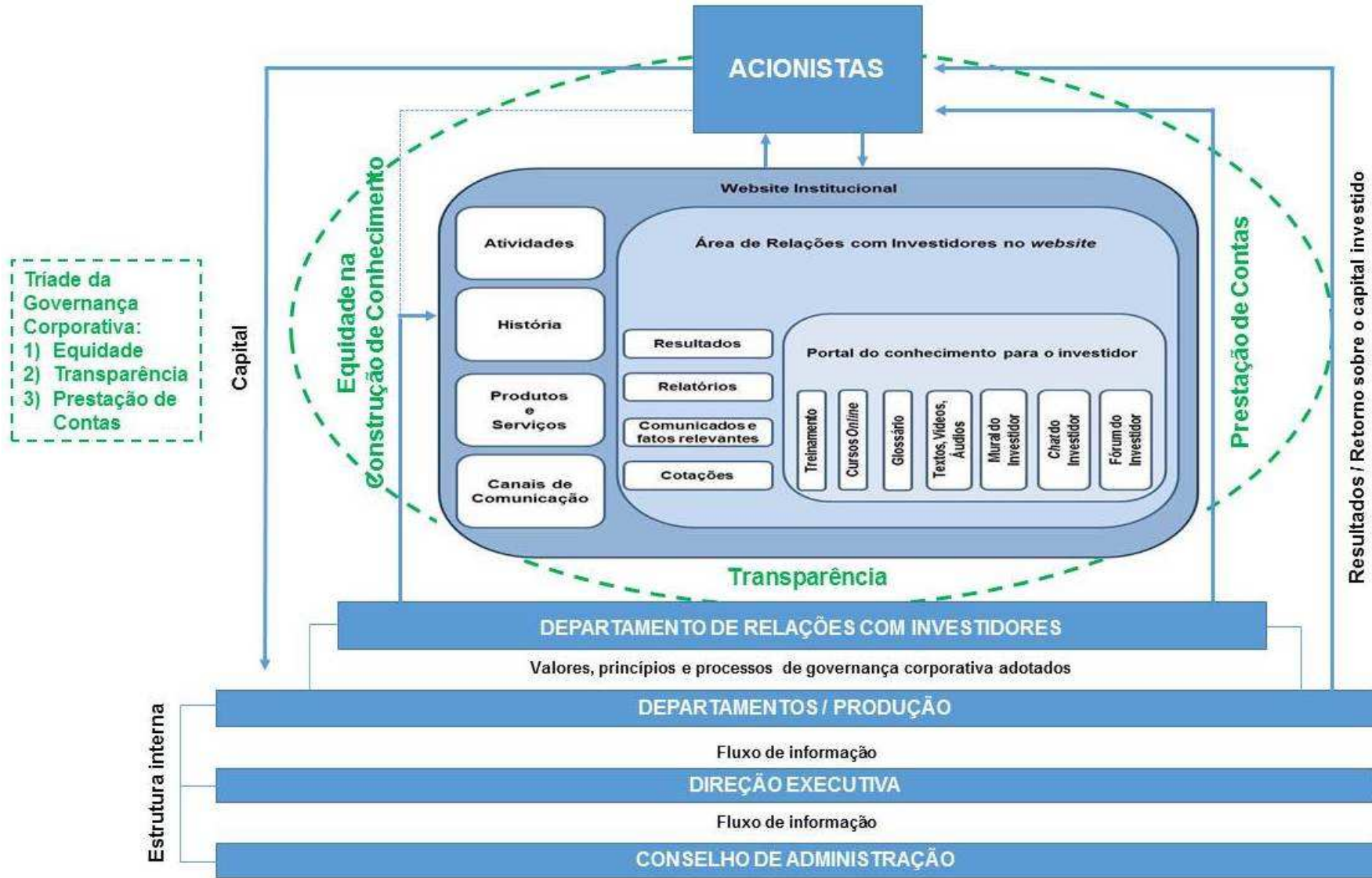
[...] representação abstrata e simplificada de um sistema real, com a qual se pode explicar ou testar o seu comportamento, em seu todo ou em partes. Logo o modelo não é o objeto real, mas algo que o representa, com maior ou menor fidelidade. Faz com que pela sua

observação e manipulação tenhamos nossas necessidades de conhecimento e conceituação sobre um objeto satisfeitas (GOUGO, 1997, p.7).

Segundo Rossatto (2003, p.7) “[...] um modelo é uma abstração de alguma coisa com um propósito definido e com o objetivo de conhecê-la melhor, antes de construí-la ou implementá-la, permitindo lidar com situações complexas”.

Desse modo, esse modelo proposto e apresentado na Figura 7, busca propor uma nova abordagem conceitual, vislumbrando um ambiente que possa se constituir num referencial de consulta para os investidores em um ambiente de aprendizado que poderá dirimir algumas lacunas observadas nesses indivíduos quanto aos elementos da governança corporativa.

Figura 7: Modelo conceitual de portal do conhecimento.



Fonte: Elaborado pela autora.

O modelo conceitual buscou contemplar como suporte a estrutura interna de uma empresa de capital aberto, cujas bases estratégicas, gerenciais e operacionais são definidas pelos conselhos, diretorias e departamentos que se relacionam gerando a produção e fluxo de informação de forma rotineira. A relação existente entre acionistas sob a figura do investidor se dá à medida que esse investe seu capital com a realização da compra de ações e recebe, com isso, remuneração baseada em apreciação do valor das ações e demais proventos como dividendos, por exemplo. A partir do momento que uma empresa adere a um nível de governança corporativa, todo o fluxo de informação existente nesse contexto possui como cerne os valores, princípios e processos de governança efetivamente adotados, levando em consideração o nível no qual a empresa está listada, além de ações adicionais que possam ser instituídas. O modelo leva em conta, ainda, a relação estreita entre as bases fundadoras da boa governança corporativa, quais sejam, a transparência aqui definidas como sendo a principal ação norteadora dos trabalhos do departamento de relações com investidores; a prestação de contas, fator preponderante nas relações entre empresa e acionistas, sobretudo os minoritários; e a equidade, vista aqui também enquanto promotora do conceito de aprendizado. Esses últimos elementos pautados na tríade da governança permeiam o principal canal utilizado pela empresa para disseminação de informação ao mercado, qual seja, o ambiente *web*.

O modelo apresenta, então, a proposta de um ambiente específico para aprendizado, coleta de informações sobre governança corporativa, além de espaço para compartilhamento de conhecimento. Propor-se que esse ambiente seja hospedado dentro do *website* da empresa, conforme apresenta o modelo. O ambiente tradicional já contempla a área de relações com investidores, conforme apresentado. Desse modo, buscou-se apresentar um modelo de portal do conhecimento que pudesse fazer parte desse ambiente, estando disponível no espaço de relações com investidores. O portal teria, entre outras possibilidades a serem trabalhadas, os seguintes mecanismos:

- Treinamentos (com foco no aprendizado sobre governança corporativa);
- Cursos *online* (sobre mercado);
- Glossário (contendo termos específicos sobre as ferramentas de governança);
- Textos, vídeos, áudios;

- Mural do investidor (espaço para compartilhamento de conhecimento);
- Chat do investidor (espaço para investidores se encontrarem e compartilharem conhecimento, trocarem informações);
- Fórum do investidor (espaço para perguntas e publicações diversas).

Em uma observação plena da necessidade de construção do conhecimento sobre o tema Governança Corporativa, se buscou com a proposta deste modelo conceitual a indicação de construção de um ambiente que possa integrar os vários públicos que possuem interesse nos negócios de empresas com capital aberto, e que não possuem mecanismos sistemáticos para conhecerem os instrumentos da governança corporativa como método de avaliação para tomada de decisão. Ao propor um ponto de acesso às informações com viés educacional com o intuito de orientar quanto às funcionalidades do sistema de governança corporativa utilizando uma interface uniforme (interface *web*) que pode ser acessada de qualquer local geográfico, a qualquer momento, utilizando qualquer dispositivo, o portal do conhecimento para o investidor poderá se tornar o veículo principal de comunicação entre empresas e investidores.

A aproximação entre as partes, o clima de confiança, a transparência nas relações e o tratamento igualitário são os principais pontos que movem os modelos de governança corporativa, contudo, a lacuna existente ocorre em grande parte pelo descompasso no nível de conhecimento existente entre as partes. Portanto, ressalta-se que a construção do conhecimento só é possível se existir condições para que os indivíduos possam se apropriar das informações de forma eficiente, e certamente esse ambiente poderá ser um diferencial para o desenvolvimento dos modelos de governança corporativa na busca pela gestão igualitária.

Por fim, espera-se que a ideia de implantação do portal do conhecimento que teve como fundamento os levantamentos referenciais, observações e pesquisa realizada, e tendo com base no modelo apresentado, fique como proposta de estudos futuros, já que essa ferramenta pode representar uma evolução no sentido educacional considerando os públicos que fazem parte desse contexto e que não possuem formas adequadas de construir conhecimento sobre o tema governança corporativa.

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A governança corporativa como elemento da moderna gestão é fundamental para o desenvolvimento de mecanismos que contribuam para a participação efetiva de todas as partes que possuem interesse nas empresas, sobretudo os acionistas minoritários. Atualmente, faz parte da maior parcela de acionistas minoritários os investidores estrangeiros, responsáveis por cerca de 45% dos negócios realizados em bolsa de valores; seguidos dos investidores institucionais representados pelos fundos de pensão, que somam cerca de 32% das operações e, finalmente, os investidores individuais, representados pelos investidores pessoa física/individual que representam em torno de 16 % das negociações.

Entre os principais pontos considerados por esses modelos aplicados às empresas de capital aberto, destaca-se a transparência nos negócios, a equidade no tratamento entre as partes e a prestação de contas responsável, sendo esses considerados os princípios fundadores da boa governança corporativa. Considerando esses princípios, entende-se que todos são envolvidos pela informação que é gerada no âmbito dessas empresas e dizem respeito aos negócios realizados e, especialmente, sobre os resultados dessas empresas. Tais informações são conduzidas seguindo os modelos de governança corporativa no que se refere, sobretudo, a disseminação das mesmas que deve seguir critérios de tempestividade, clareza e acessibilidade.

A partir das pesquisas sobre o tema, do levantamento bibliográfico, bem como dos estudos realizados anteriormente por esta pesquisadora, evidenciou-se que o acesso às informações sobre os objetivos e resultados dos modelos de governança corporativa podem ser importantes subsídios para a redução de incertezas, para a construção sólida de conhecimento e, conseqüentemente, para o aumento de confiança e maior precisão nas ações a serem tomadas nas empresas. Nesse sentido, este trabalho buscou arcabouço científico que possibilitasse identificar o comportamento dos investidores pessoa física/individual mediante a construção de conhecimento sobre governança corporativa.

Determinados campos do conhecimento estão naturalmente vinculados às ciências que são originalmente responsáveis pelos estudos de seus fenômenos. Contudo, em alguns casos, observou-se a necessidade de elementos capazes de fornecerem mais subsídios, como é o caso do tema abordado neste projeto. Os

modelos de governança corporativa envolvem questões intrinsecamente relacionadas à gestão do conhecimento, contudo, observa-se a falta de conceitos específicos que possam amparar este modelo e elevar o grau de eficácia no âmbito de disciplinas tradicionalmente utilizadas no escopo deste tema. Nessa perspectiva, buscou-se no campo da Ciência da Informação tais elementos, visto que foi possível obter respaldo teórico para tal investigação.

Desse modo, buscou-se fundamentar, por meio do referencial teórico, questões fundamentais para a elucidação de problemáticas relativas primeiramente as fontes de captação de recursos existentes e utilizadas pelas empresas, sendo que se objetivou destacar o aumento substancial da utilização da abertura de capital das empresas como fonte alternativa de captação de recursos. Posteriormente, buscou-se apresentar quais são os tipos de participantes desse mercado, considerando os investidores, sendo que foram apresentados como representantes principais os investidores institucionais, estrangeiros e pessoa física/individuais. Na sequência, foram abordados os elementos que fazem parte dos processos de construção de conhecimento no contexto empresarial, bem como as formas de coleta de informações que fazem parte da rotina dos investidores, na busca por subsídios para a construção de conhecimento visando à atuação nesse mercado, além dos mecanismos, suportes e agentes no processo de mediação de informações nesse contexto.

Após as abordagens teóricas e as investigações, notou-se que muito embora as empresas contenham em seus processos de gestão os modelos de governança corporativa, grande parte dos participantes do mercado de capitais não possui o conhecimento necessário sobre tais padrões. Dessa maneira, considera-se ser fundamental que, além de pesquisas realizadas acerca dos padrões de governança, seja também realizada pesquisa sobre as determinantes da construção de conhecimento pelo investidor para o processo de tomada de decisão, proposta desta pesquisa.

Considerando os levantamentos acima expostos, buscou-se fundamentar as hipóteses levantadas para esta pesquisa, quais sejam, H_1 – Existe uma parcela de investidores pessoa física/individual que não utiliza a governança corporativa como instrumento de análise no processo de tomada de decisão; H_2 – O pouco conhecimento por parte dos investidores pessoa física/individual sobre o tema governança corporativa se dá pela falta disseminação adequada de informações

sobre esses instrumentos e seus benefícios no processo de tomada de decisões; H₃ – Existe um relacionamento significativo entre a construção de conhecimento em governança corporativa, desempenho e valor das análises sobre as empresas por parte dos investidores pessoa física/individual. Sendo que para tal fundamentação, aplicou-se uma pesquisa empírica.

O presente estudo se firmou na investigação do tipo descritiva exploratória, e no que se refere à abordagem é de natureza qualitativa e quantitativa. Como universo de pesquisa, utilizou-se a estrutura de uma Sociedade Corretora. Como sujeitos de pesquisa, explorou-se a carteira de investidores existente nessa Sociedade Corretora, correspondentes a uma base de 1.000 (um mil) investidores.

Como procedimento de análise, optou-se primeiramente, pelo método de ‘Análise de Conteúdo’ proposto por Bardin (1977), mais especificamente a técnica ‘Análise Categrial’. Sendo assim, buscou-se delinear a investigação com base em 4 (quatro) categorias: 1) Perfil do investidor, 2) Transparência; 3) Equidade e 4) Prestação de Contas. Posteriormente foram apresentados os resultados quantitativos auferidos após o tratamento dos questionários pelo *software* estatístico SPSS e, finalmente, foram apresentadas as análises e inferências finais. Destaca-se com base nas duas categorias de análises realizadas, uma proposta de emprego de um modelo conceitual como base para indicativo de provável solução para as lacunas informacionais averiguadas no decorrer da realização desta pesquisa.

A tríade transparência, equidade e prestação de contas utilizada como base para o questionário diz respeito fundamentalmente aos critérios fundadores dos elementos que compõem a boa governança corporativa. Desse modo, considera-se que ao conhecer e utilizar tais elementos constantes deste questionário, os sujeitos de pesquisa apresentam o grau de conhecimento que possuem sobre o tema, o que pode propiciar, ainda que sem base para generalizações para todo o universo e tampouco para o mercado de capitais de modo geral, dada a quantidade da amostra coletada, um panorama sobre a forma como um dos principais participantes do mercado de capitais utilizam as informações divulgadas pelas empresas.

Foi possível observar com a aplicação dos questionários, um posicionamento muito característico no perfil dos investidores pessoa física/individual, sobretudo quanto ao grau de conhecimento sobre governança corporativa como ferramenta para análise e tomada de decisões. Observou-se, ainda, que nesse grupo de investidores não há participação em assembleias, bem como o interesse em

considerar ferramentas como *'tag along'* e ações com direito a voto. Essa postura mostra que há conhecimento sobre os mecanismos, mas que o foco desse tipo de investidor não contempla tais análises.

Em suma, foi possível observar uma deficiência em termos de conhecimento e uso dos mecanismos da governança corporativa por parte dos investidores pessoa física/individuais, uma vez que o resultado do questionário aplicado demonstrou que esse grupo não sabe utilizar ou não conhece ferramentas básicas como, políticas de dividendos; funções do conselho de administração; funções e gestão quanto aos principais executivos e, especialmente, quanto aos relatórios que são os principais mecanismos que contém informações sobre os dados financeiros das empresas.

Esse panorama apresentado por esse tipo de investidor reforça a hipótese do desconhecimento e não utilização de mecanismos de governança corporativa por parte dos investidores pessoa física/individual. Considerou-se mais ainda a resposta dada no primeiro bloco, que diz respeito às fontes de informações, sendo que grande parte utiliza informações advindas das Sociedades Corretoras. Essa condição pode estar atrelada simplesmente a uma questão de opção, não dizendo respeito exatamente ao caráter cognitivo, entretanto, reafirma-se que o conhecimento dos mecanismos de governança corporativa por parte dos acionistas individuais traria muitos benefícios, não apenas para esses investidores, mas para as empresas e o mercado de capitais em geral.

Destaca-se que a Análise de Regressão Linear empregada buscou considerar se o perfil dos investidores poderia ter algum tipo de influência no interesse ou utilização de informações sobre governança corporativa como ferramenta para tomada de decisão. Observou-se que não há indícios de correlação possível existente na amostra utilizada, assim como grau de significância nas relações. Desse modo, constatou-se que há na amostra comportamentos declarados desvinculados do perfil de investidor dos respondentes, ou seja, as informações disponibilizadas bem como os recursos tecnológicos que servem como meio de disponibilização dessas informações contemplam qualquer tipo de investidor afetando-os da mesma forma indiscriminadamente.

É nas afirmações resultantes das análises realizadas ao longo desta pesquisa, que se assenta a consideração de que as hipóteses levantadas possam ser sustentadas, porquanto, embora a amostra coletada não nos permita auferir inferências em todo o universo quanto aos resultados, há indicativos fortes da

existência de uma parcela de investidores pessoa física/individual que não utiliza a governança corporativa como instrumento de análise no processo de tomada de decisão. Ainda, foi possível observar e comprovar que o pouco conhecimento por parte dos investidores pessoa física/individual sobre o tema governança corporativa, se dá pela falta disseminação adequada de informações sobre esses instrumentos e seus benefícios no processo de tomada de decisões, considerando que os próprios respondentes alegaram ao final da pesquisa, um alto índice de afirmativas quanto ao desconhecimento dessas ferramentas e desejo de conhecê-las. Finalmente, se considera que existe um relacionamento significativo entre a construção de conhecimento em governança corporativa, desempenho e valor das análises sobre as empresas por parte dos investidores pessoa física/individual.

Quanto à construção e compartilhamento do conhecimento no âmbito da governança corporativa, percebe-se em relação a essa parcela de investidores, que não se dá a importância necessária ao tema, ou que esse aspecto se encontra de certo modo relegado. Evidencia-se, contudo, que os modelos de governança corporativa são empregados pelas empresas, entretanto não são apresentados de modo que todos os participantes do mercado os percebam como componente capaz de agregar valor às suas análises. Nesse sentido, propôs-se a análise e consideração quanto a proposta apresentada sob a forma de um modelo conceitual que pode ser empregada como instrumento efetivo para aprendizado em ambiente estruturado (interface *web*), podendo fornecer, desse modo, subsídios com caráter educativo, para que investidores possam construir conhecimento sobre o tema governança corporativa e seus vários benefícios no processo de análise para tomada de decisão. Como consequência desse aprendizado, o investidor e demais públicos de interesse, terão maiores condições para construir conhecimento com a apropriação de informações relevantes disseminadas pelas empresas.

Finalmente, após as considerações tanto teóricas quanto relativas às análises, observou-se uma necessidade de maiores estudos acerca do comportamento dos investidores diante da informação. Desse modo, esta tese propõe a continuidade de pesquisas, sobretudo no campo da Ciência da Informação, sobre estudos relacionados aos fenômenos existentes nessa íntima relação entre disseminação de informações relevantes e construção de conhecimento, especialmente em se tratando do uso da governança corporativa como ferramenta para tomada de decisão de investidores no mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

ABRAAP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. **Postulados dos fundos de pensão**. São Paulo: ABRAAP, 2013a. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/SitePages/DadosInstitucionais.aspx>>. Acesso em: 20 jul. 2013.

ABRAAP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. **Consolidado Estatístico**. São Paulo: ABRAAP, 2013b. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/Documentos%20Pblicos/ConsolidadoEstatistico_03_2013.pdf> Acesso em: 20 jul. 2013.

ABRASCA - Associação Brasileira de Companhias Abertas. **Manual ABRASCA de controle e divulgação de informações relevantes**. São Paulo: 2007.

ABREU, I. Falta de educação: estudo aponta que brasileiro desconhece princípios básicos de finanças e investimentos. **Revista RI**, Rio de Janeiro, n.172, 2013.

AGGARWAL, R.; KLAPPER, L.; WYSOCKI, P. Portfolio preferences of foreign institutional investors. **Journal of Banking and Finance**, v.29, p.2919-2946, 2005. Disponível em: <<http://web.mit.edu/wysockip/www/papers/AKW2005.pdf>>. Acesso em: 09 set. 2013.

ALMEIDA JÚNIOR, O. F. de. Mediação da informação e múltiplas linguagens. **Tendências da pesquisa brasileira em Ciência da Informação**, Brasília, v.2, n.1, p.89-103, jan./dez. 2009.

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. Mercado de capitais. **Boletim ANBIMA**, São Paulo, n.88, set. 2013. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/bol-mc_088_set2013.pdf>. Acesso em: 07 set. 2013.

ANDRADE, A; ROSSETTI, J.P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ANDRIES, A. M. The importance of capital market in economy. **CES Working Papers**, Romania, v.1, n.2, p.69-75, 2009. Disponível em: <http://ceswp.uaic.ro/articles/CESWP2009_I2_AND.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2013.

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 1999.

BCB – Banco Central do Brasil. **O que são as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários**. Brasília, 2013. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/sctvm.asp>. Acesso em: 12 fev. 2014.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977. 226p.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.

BM&FBOVESPA. **Regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa nível 1**. São Paulo, 2008a. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/RegulamentoNivel1.pdf>>. Acesso em: 02 set. 2013.

BM&FBOVESPA. **Regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa nível 2**. São Paulo, 2008b. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/RegulamentoNivel2.pdf>>. Acesso em: 02 set. 2013.

BM&FBOVESPA. **Regulamento de listagem do novo mercado**. São Paulo, 2008c. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/ptbr/mercados/download/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: 02 set. 2013.

BM&FBOVESPA. **Balanco anual de operações BM&FBOVESPA 2009**. São Paulo, 2010. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/2009/download/Balanco_anual.pdf>. Acesso em: 06 fev. 2013.

BM&FBOVESPA. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta**: utilizando o mercado de capitais para crescer. São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guiaaber.pdf>>. Acesso em: 15 fev. 2013.

BM&FBOVESPA. **Como e por que tornar-se uma CIA aberta**. São Paulo, 2009a. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf>>. Acesso em: 31 jun. 2013.

BM&FBOVESPA. **Introdução ao mercado de capitais**. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>>. Acesso em: 20 fev. 2014.

BM&FBOVESPA. **Guia de relações com investidores**. São Paulo, 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Guia-de-RI.pdf>>. Acesso em: 19 fev. 2014.

BM&FBOVESPA. **Balanco de operações de julho**. São Paulo, 2013a. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/Noticias/2013/download/balanco-julho-13.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2013.

BM&FBOVESPA. **Regras sobre investimentos estrangeiros no país**. São Paulo, 2013b. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/regulamentos-e-normas/investimento-estrangeiro/investimento-estrangeiro.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em 17 jun. 2013.

BM&FBOVESPA. **Mulheres**. São Paulo, 2013c. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/mulheres/download/NoticiaMulheres020608.pdf>>. Acesso em: 17 nov. 2013.

BM&FBOVESPA. **O que faz uma corretora?** São Paulo, 2014. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/corretoras/o-que-faz-uma-corretora.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 12 fev. 2014.

BRASIL Leis e Decretos. **Lei n. 10.303 de 31 de outubro de 2001 - Lei das sociedades por ações.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 03 set. 2013.

BRASIL Leis e Decretos. **Lei n. 11.638 de 2007, Nova Lei das SAs.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm>. Acesso em: 16 jan. 2014.

BOISOT, M. H. **Information space: A framework for learning in organizations, institutions and culture.** London: Routledge, 1995.

BERLE, A.; MEANS, G. The modern corporation and private property. New York: **Macmillan**, 1932.

BUCKLAND, M. K. Information as thing. **Journal of the American Society for Information Science (JASIS)**, v.45, n.5, p.351-360, 1991.

CARVALHO, R. B.; MATTOS, F. A. M. Análise mediacional: uma contribuição da Ciência da Informação para o mercado de capitais. **Informação & Sociedade: Estudos**, João Pessoa, v.18, n.1, p.133-145, jan./abr. 2008.

CASTELLS, M. Innovación, libertad y poder en la era de la información. In: FORO SOCIAL MUNDIAL. **Conferência...** Porto Alegre, 2005. Disponível em: <http://www.wikilearning.com/manuel_castells_en_el_foro_social_mundial_innovacion_libertad_y_poder_en_la_era_de_la_informacion-wkc-3431.htm>. Acesso em: 18 fev. 2013.

CETIC. **Acesso às tecnologias da informação e da comunicação:** pesquisa sobre proporção de domicílios com acesso à Internet. São Paulo. 2013. Disponível em: <<http://www.cetic.br/usuarios/tic/2012/A4.html>>. Acesso em: 11 fev. 2014.

CHOO, C. W. **A organização do conhecimento:** como as organizações usam a informação para criar significado, construir conhecimento e tomar decisões. 2.ed. São Paulo: Editora SENAC, 2003. 425p.

COASE, R. The nature of the firm. **Economica New Series**, v.4, n.16, p.386-405, 1937.

CODIM - Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado. **Pronunciamento de orientação para reuniões públicas.** São Paulo, 2007.

COSTA NETO, P. L. O. **Estatística.** São Paulo: Edgard Blücher, 1977. 264p.

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento conceitual básico**: estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro. Brasília, 2011. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC00_R1.pdf> Acesso em: 28 jan. 2014.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Resolução 2.689 de 2000. **Dispõe sobre aplicações de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais**. Brasília, 2000.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações sobre governança corporativa da CVM**. São Paulo, 2002a. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 03 set. 2013.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução n.387**, 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=/inst/inst387.htm>>. Acesso em 12 fev. 2014.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução n.497**, 2011. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst497.doc>. Acesso em: 12 fev. 2014

DAVENPORT, T. H.; PRUSAK, L. **Ecologia da informação**: por que só a tecnologia não basta para o sucesso na era da informação. São Paulo: Futura, 1998a.

DAVENPORT, T. H.; PRUSAK, L. **Conhecimento empresarial**: como organizações gerenciam o seu capital intelectual. Rio de Janeiro: Campus, 1998b.

ECCLES, R. G. **The value reporting revolution**: Moving beyond the earnings game. New York: Wiley, 2001.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, New York, v.25, n.2, p.383-417, May 1970.

FEBRABAN. **Pesquisa Febraban de tecnologia bancária 2013**: o setor bancário em números. 2013. Disponível em: <<http://www.febraban.org.br/7Rof7SWg6qmyvwJcFwF7I0aSDf9jyV/sitefebraban/Pesquisa%20FEBRABAN%20de%20Tecnologia%20Banc%20E1ria%202013.pdf>> Acesso em: 22 fev. 2014.

FEIGL, D.M.; REZENDE, I. A. C.; FERNANDES, A.L.M.; SANTOS, L.S.R. Uma Investigação sobre o Efeito Contágio nas Empresas Negociadas no Mercado Acionário Brasileiro Auditadas pela Arthur Andersen. **5 Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: USP. 2005. Disponível em: <http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/Feigl-Uma%20Investiga%C3%A7%C3%A3o%20sobre%20o%20Efeito.pdf>. Acesso em 12 jan. 2014.

FOLHA DE SÃO PAULO. Fundos ativistas estão mais ousados, mas menos interessados em ataques. **Folha de São Paulo on line**, São Paulo, 2013. Disponível

em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/09/1338667-fundos-ativistas-mais-ousados-mas-menos-interessados-em-ataques.shtml>>. Acesso em: 09 set. 2013.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005. 848p.

FRANZBLAU, A. **A primer of statistics for non-statisticians**. New York: Harcourt, Brace & World. 1958.

GARCIA, T. M. e S. **Governança corporativa e o conflito e interesses nas sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 2005.

GARRISON, R.H.; NOREEM, E.W. **Contabilidade gerencial**. Rio de Janeiro: LTC, 2001.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2002. 159p.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

GONÇALVES, J. B. **Amostragem**: conceitos básicos. 2009. Disponível em: <<http://www.ebah.com.br/content/ABAAAVCsAA/amostragem>> Acesso em: 13 jan. 2014.

GONZALEZ, R.S. **Governança corporativa**: o poder de transformação das empresas. São Paulo: Trevisan, 2012.

COUGO, P. **Modelagem conceitual e projeto de banco de dados**. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

GOUWS, D.G; SHUTTLEWORTH, C.C. Financial literacy: An interface between financial information and decision-makers in organisations. **Southern African Business Review**, v.13, n.2, 2009.

GRABLE, J. Financial risk tolerance and additional factors that affect risk taking in everyday money matters. **Journal of Business Psychology**, v.14, n.4, p.625-630, 2000.

HILL, M. M.; HILL, A. **Investigação por questionário**. 2.ed. Lisboa: [s.c.p.], 2005.

IASB – International Accounting Standards Board. **Normas internacionais de contabilidade 2001**. São Paulo: IBRACON, 2001.

IBGC; BOOZ, A. H. **Panorama atual da governança corporativa no Brasil**. São Paulo: IBGC, 2003.

IBGC; BOOZ & COMPANY. **Panorama atual da governança corporativa no Brasil**. São Paulo: IBGC, 2009.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores**

práticas de governança corporativa. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2009.

_____. **Propósitos e valores.** 2010. Disponível em:
<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=3>. Acesso em: 15 jan. 2014.

IBGE. **Observações sobre a evolução da mortalidade no Brasil:** o passado, o presente e perspectivas. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em:
 <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/tabuadevida/2009/notastecnicas.pdf>>. Acesso em: 26 ago. 2013.

IBOPE. **Pesquisa sobre acesso à Internet.** 2013. Disponível em:
 <<http://www.ibopecom.br/pt-br/noticias/paginas/numero-de-pessoas-com-acesso-a-Internet-passa-de-100-milhoes.aspx>>. Acesso em: 21 fev. 2013

IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com investidores, BM&fbovespa – Bolsa de Valores de São Paulo. **Guia de relações com investidores.** São Paulo, 2007. Disponível em:
 <http://testes.mediagroup.com.br/download/publicacoes/Guia_de_RI.pdf>. Acesso em: 14 jan. 2014.

INFOMONEY. **Por que tanta aversão ao mercado acionário?** São Paulo. 2013. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/blogs/blog-da-redacao/post/3071109/tem-mais-brasileiros-cadeia-que-bolsa-por-que-tanta-aversao>>. Acesso em 12 fev. 2014.

ISTO É DINHEIRO. **O investidor no espelho.** Disponível em:
 <http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/25525_O+INVESTIDOR+NO+ESPELHO>. Acesso em: 21 fev. 2014.

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

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, p.305-360, Oct. 1976.

KAPPLER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper**, n.2818, Apr. 2002.

KLIASS, P.; SALAMA, P. A globalização no Brasil: responsável ou bode expiatório? **Revista de Economia Política**, v.28, n.3, p.371-391, 2008.

KRUL, A. **Caminhos do investigar:** metodologia, técnica de pesquisa. Ponta Grossa: Fundação Horácio Amaral de Estudos e Pesquisa, 2001.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v.58, p.3-27, Oct. 2000.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. The legal determinants of external finance. **The Journal of Finance**, v.52, n.3, p.31-50, Jan. 1997.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, v.35, p.688-726, Jun. 1997.

LIMA-MARQUES, M.; MACEDO, F. L. O. de. Arquitetura da informação: base para a gestão do conhecimento. In: TARAPANOFF, K. (Org.) **Inteligência, informação e conhecimento em corporações**. Brasília: IBICT; UNESCO, 2006.

LODI, J. B.. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LOPES, E. C.; VALENTIM, M. L. P. Mediação da informação no âmbito do mercado de capitais. **Informação & Informação**, Londrina (PR), v.13, n.esp, p.87-106, 2008.

LOPES, E.C. **Governança corporativa em empresas de capital aberto: uma contribuição da Ciência da Informação para a análise da informação estratégica**. Marília: UNESP, 2010. 153f. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-graduação em Ciência da Informação – Faculdade de Filosofia e Ciências – Universidade Estadual Paulista (UNESP) - Marília, 2010.

LOPES, E. C.; VALENTIM, M. L. P. Gestão da informação e governança corporativa em empresa de capital aberto. In: VALENTIM, M. L. P. (Org.). **Gestão, mediação e uso da informação**. São Paulo: Cultura Acadêmica, 2010a. p.277-300

LOPES, E. C.; VALENTIM, M. L. P. Alineación de la gestión estratégica del conocimiento con los modelos de gobernanza corporativa en empresas de capital abierto. **Ibersid: Revista de Sistemas de Información y Documentación (Zaragoza)**, v.4, p.201-210, 2010b.

MACEDO, F. L. O. de. **Arquitetura da informação: aspectos epistemológicos, científicos e práticos**. 2005. 190f. Dissertação (Mestrado em Ciência da Informação) – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação, Universidade de Brasília, Brasília, 2005.

MASSUKADO-NAKATANI, M. S. **Métodos e técnicas de pesquisa em turismo: Amostragem**. 2009. Disponível em: <<http://fr.slideshare.net/joaomaria/mtodos-e-tcnicas-de-pesquisa-em-turismo-profa-mrcia-shizue-massukadonakatani-aula-22-amostragem-2005200>>. Acesso em: 13 jan. 2014.

ROSENFELD, L.; MORVILLE, P. **Information architecture for the world wide web**. Sebastopol: O'Really, 1998.

SAVIN, G.; WELLER, P.; ZVINGELIS, J. **The predictive power of “head-and-shoulders” price patterns in the U.S. stock market**. 2006. Disponível em: <http://www.biz.uiowa.edu/faculty/gsavin/papers/HSrevision_paw_10%2019%2006.pdf>. Acesso em: 10 out. 2013.

SILVA, E. C. **Governança corporativa nas empresas**: guia prático de orientação para acionistas. São Paulo: Atlas, 2006.

SOUZA, T. M. G. **Governança corporativa e o conflito e interesses nas sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 2005.

STEINBERG, H. **A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas**. São Paulo: Gente, 2003.

MAHONEY, W. F. O valor das relações com investidores. **Revista RI**, Rio de Janeiro, n.131, p.2-16, abr. 2009.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. São Paulo: Atlas, 2002. 134p.

McINERNEY, C. R. Compartilhamento e gestão do conhecimento: profissionais da informação em um ambiente de confiança mútua. In: TARAPANOFF, K. (Org.) **Inteligência, informação e conhecimento em corporações**. Brasília: IBICT; UNESCO, 2006. p.57-72

MCKINSEY & COMPANY; KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de governança corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001. 44p.

MERRILL LYNCH INVESTMENT MANAGERS. **When it comes to investing, gender a strong influence on behavior**. 2005. Disponível em: <<http://www.ml.com/media/47547.pdf>>. Acesso em: 17 fev. 2014.

MONKS, R. A. G.; MINOW, N. **Corporate governance**. 3.ed. Oxford: Blackwell Publishing, 2004.

MORIN, E. **O método 3**: o conhecimento do conhecimento. Porto Alegre: Sulina, 1999.

NONAKA, I.; TAKEUCHI, H. **Criação de conhecimento na empresa**. São Paulo: Campus, 1997.

OECD – Organisation for Economic Co-Operation and Development. **Principles of corporate governance**. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2013.

OECD – Organisation for Economic Co-Operation and Development. **Relatório oficial sobre governança corporativa na América latina**. 2000. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>>. Acesso em: 02 set. 2013.

OLIVEIRA, B. C. de O.; MARTELANC, R. Segmentação de investidores e o processo de *targeting*: um estudo da percepção das áreas de ri de empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v.5, n.2, p.256-281, 2012.

PEREIRA, J. O. *Habemus mercado*. In: BACHA, E. L.; FILHO, L. C. O. (Orgs.). **Mercado de capitais e crescimento econômico**. São Paulo: Contracapa, 2007. p.249-258

PETERSON, R. **Desvendando a mente do investidor**: o domínio da mente sobre o dinheiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2007.

PUNSUVO, F. R.; KAYO, E. K. ; BARROS, L. A. B de C. Ativismo dos fundos de pensão e qualidade da governança corporativa. **Revista Contabilidade Financeira**, São Paulo, v.18, n.45, p.63-72, set./dez. 2007.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. Financial dependence and growth. **The American Economic Review**, v.88, n.3, p.559-586, Jun. 1998.

ROBREDO, J. Redes de informação e de gestão do conhecimento: modelagem e estrutura de informações. In: TARAPANOFF, K. (org.) **Inteligência, informação e conhecimento**. Brasília: IBICT; UNESCO, 2006. p.303-335

RODRIGUEZ, G.M., BRANDÃO, M.M. **Visões da governança corporativa**. São Paulo: Saraiva, 2010.

ROSS, L. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, v.35, p.688-726, Jun. 1997.

ROSSATTO, M. A. **Gestão do conhecimento**: a busca da humanização, transferência, socialização e valorização do intangível. Rio de Janeiro: Interciência, 2003.

SETZER, V. W. Dado, informação, conhecimento e competência. **DataGramZero**: Revista de Ciência da Informação, Rio de Janeiro, n.0, dez. 1999.

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

SILVA, A. L. C. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. Rio de Janeiro: URFJ/COPPEAD, 2002. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ.

SILVA, A. S. Investidor individual: quem é ele afinal? **Revista Capital Aberto**, v.2, n.15, p.6-10, nov. 2004.

SILVA, W.V.; DEL CORSO, J.M.; SILVA, S.M. da; OLIVEIRA, E. Finanças comportamentais: análise do perfil comportamental do investidor e do propenso investidor. **RECADM**, v.7, n.2, p.1-14, 2008.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: USP, 2002. 152p. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia e Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo: USP, 2004. 254f. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia e Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

TERRA ECONOMIA. **Participação feminina na Bovespa cresce 42% em 11 anos**. São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://economia.terra.com.br/operacoes-cambiais/pessoa-fisica/participacao-feminina-na-bovespa-cresce-42-em-11-anos,73b2b10f6eccd310VgnVCM5000009ccceb0aRCRD.html>>. Acesso em: 17 nov. 2013.

TOLEDO FILHO, J. R. de. **Mercado de capitais brasileiro: uma introdução**. São Paulo: Thomson, 2006. 140p.

TOWERS WATSON. **A remuneração de conselhos de administração**. São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.towerswatson.com/pt-BR/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2012/03/A-Remuneracao-de-Conselhos-de-Administracao-e-Fiscal>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

VALENTIM, M. L. P. Comunicação organizacional no processo de inteligência competitiva. Londrina: Infohome, 2003. Disponível em: <http://www.ofaj.com.br/colunas_conteudo_print.php?cod=79>. Acesso em: 05 jan. 2014.

VALENTIM, M. L. P. Gestão da informação e gestão do conhecimento em ambientes organizacionais: conceitos e compreensões. **Tendências da Pesquisa Brasileira em Ciência da Informação**, Brasília, v.1, n.1, p.1-16, 2008.

VALENTIM, M. L. P. Processo de inteligência competitiva organizacional. In: _____ (Org.). **Informação, conhecimento e inteligência organizacional**. Marília: FUNDEPE Editora, 2006. 282p.; p.9-24

VARGHESI, T. **A study of individual investor in the capital market in Kerala**. KERALA, 1999. Tese (Doutorado) – Departament of Applied Economics Cochin - University of Science and Technology Cochin, 1999.

VIALI, L. **Estatística básica: correlação e regressão**. São Paulo: USP. [201-?]. Disponível em:

<http://www.pucrs.br/famat/viali/especializa/eae_fenge/material/apostilas/Corregre.pdf>. Acesso em: 03 mar. 2014.

ZINS, C. Conceptual approaches for defining data, information, and knowledge. **Journal of the American Society for Information Science**, v.58, n.4, p.479-493, 2007.

APÊNDICES

APÊNDICE A QUESTIONÁRIO

Questionário sobre Governança Corporativa

O questionário a seguir foi elaborado contendo informações sobre governança corporativa e tem como objetivo avaliar o nível de conhecimento sobre o tema. Possui apenas questões fechadas e foi estruturado em 5 seções. Ressalta-se que esta pesquisa segue todos os critérios de segurança da informação pautados na ética científica e que a origem do mesmo, bem como informações sobre o respondente serão preservados.

O primeiro bloco consiste em questões gerais, cujo objetivo é avaliar o perfil do participante.

Indique qual o seu sexo:

- Masculino
- Feminino

Indique qual é a sua faixa etária:

- Menos de 18 anos.
- De 19 a 30 anos.
- De 31 a 50 anos
- Mais de 51 anos.

Indique qual é o seu nível de escolaridade:

- Ensino Médio
- Ensino Superior
- Especialização
- Mestrado
- Doutorado

Indique qual é o seu perfil de investidor:

- Sou conservador e prefiro assumir menores riscos.
- Sou moderado e admito assumir alguns riscos, mas sem comprometimento sério dos meus investimentos.
- Sou arrojado e prefiro assumir maiores riscos, objetivando obter maiores retornos.

Em relação à utilização da Internet:

- Utiliza frequentemente.

- Utiliza moderadamente.
- Utiliza raramente.
- Não utiliza.

Em relação às empresas nas quais costuma investir:

- Acessa as informações sobre as empresas com mais frequência via Internet.
- Acessa as informações sobre as empresas com mais frequência via jornais e revistas.
- Acessa as informações sobre as empresas com mais frequência via corretoras.
- Acessa as informações sobre as empresas por todos os canais acima citados em conjunto.

Em relação aos websites das empresas nas quais costuma investir:

- Frequentemente acessa os websites das empresas para coleta de informações.
- Eventualmente acessa os websites das empresas para coleta de informações.
- Raramente acessa os websites das empresas para coleta de informações.
- Nunca acessa os websites das empresas para coleta de informações.

Indique quais são os mecanismos que utiliza para tomar suas decisões de compra e venda de ações (marque quantas opções desejar):

- Análise gráfica, também conhecida como análise técnica.
- Análise fundamentalista para avaliar os dados financeiros das empresas.
- Análise das informações disponibilizadas na mídia no momento em que são divulgadas aproveitando os impactos positivos ou negativos.
- Sugestões de especialistas em ações para fazer minhas escolhas porque não compreendo os mecanismos acima citados.
- Outro:

Segundo bloco: Questões sobre transparência

As questões abaixo relacionadas referem-se ao acesso à área de Relação com Investidores (RI) existentes no websites de empresas com capital aberto que possuem nível de Governança Corporativa.

Ao acessar a área de RI (Relacionamento com investidores) no website das empresas com capital aberto acredita que este ambiente propicia a coleta de informações que, por sua vez, podem contribuir para a sua tomada de decisão?

- Contribui muito.
- Contribui satisfatoriamente.

- Contribui pouco.
- Não contribui.

As informações divulgadas nos websites das empresas com capital aberto, especialmente as informações financeiras, estão estruturadas em uma linguagem:

- De fácil compreensão.
- De razoável compreensão.
- De difícil compreensão.
- Incompreensível.

Os websites das empresas o orientam sobre como utilizar os mecanismos de governança corporativa no processo de tomada de decisão de compra e venda das ações?

- Disponibilizam a estrutura de governança corporativa e a orientação é clara sobre a utilização desses mecanismos como método de avaliação.
- Disponibilizam a estrutura de governança corporativa, mas a orientação não é clara em relação a utilização desses mecanismos como método de avaliação.

As empresas realizam regularmente reuniões com os investidores para a divulgação de informações relevantes. Você participa dessas reuniões?

- Participo sempre presencialmente.
- Participo eventualmente presencialmente.
- Participo sempre por meio do ambiente web.
- Participo eventualmente por meio do ambiente web.
- Não participo, pois não tenho interesse.
- Não participo, pois não tenho conhecimento sobre tais reuniões.

Obrigatoriamente, toda empresa de Sociedade Anônima realiza anualmente a Assembleia Geral Ordinária. Você participa dessas Assembleias?

- Participo sempre presencialmente
- Participo eventualmente presencialmente.
- Participo sempre por meio do ambiente web.
- Participo eventualmente por meio do ambiente web.
- Não participo, pois não tenho interesse.
- Não participo, pois não tenho conhecimento sobre tais reuniões.

Terceiro bloco: Questões sobre Equidade

Equidade refere-se ao tratamento de forma igualitária entre os acionistas, minoritários e majoritários. Identifique se você considera como importante algum dos critérios abaixo relacionados, quando está realizando o processo de avaliação das empresas para a tomada de decisão de compra de ações.

A empresa oferecer 100% de *tag along*, é um fator relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação?

- Extremamente relevante.
- Muito relevante.
- Relevante, mas não é determinante para a escolha de uma ação.
- Irrelevante.
- Desconheço *tag along*.

A empresa possuir apenas ações ON (ordinárias) que assegura o direito de voto é um fator relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação?

- Extremamente relevante.
- Muito relevante.
- Relevante, mas não é determinante para a escolha de uma ação.
- Irrelevante.
- Nunca utilizei esse fator como critério para escolha de uma ação.

A empresa possuir uma boa política de pagamento de dividendos é um fator que você considera relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação?

- Extremamente relevante.
- Muito relevante.
- Relevante, mas não é determinante para a escolha de uma ação.
- Irrelevante
- Nunca utilizei esse fator como critério para escolha de uma ação.

A empresa possuir critérios para a escolha do Conselho de Administração, indicando independência destes é um fator que você considera relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação?

- Extremamente relevante.
- Muito relevante.
- Relevante, mas não é determinante para a escolha de uma ação.
- Irrelevante.
- Nunca utilizei esse fator como critério para escolha de uma ação.

A empresa possuir uma política para a remuneração dos principais executivos que a administram é um fator que você considera relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação?

- Extremamente relevante.
- Muito relevante.
- Relevante, mas não é determinante para a escolha de uma ação.
- Irrelevante.
- Nunca utilizei esse fator como critério para escolha de uma ação.

A empresa criar mecanismos que eliminem a possibilidade de os executivos e acionistas majoritários tomarem decisões em benefício próprio é um fator que você considera relevante no momento da tomada de decisão para compra de uma ação?

- Extremamente relevante.
- Muito relevante.
- Relevante, mas não é determinante para a escolha de uma ação.
- Irrelevante.
- Nunca utilizei esse fator como critério para escolha de uma ação.

Quarto bloco: Questões sobre Prestação de Contas

A prestação de contas obrigatória para as empresas com capital aberto conta com determinadas ferramentas que podem facilitar a análise das empresas para a tomada de decisão de compra de ações. Indique se os instrumentos abaixo mencionados são utilizados durante as suas avaliações:

Utiliza o *Fact Sheet* da empresa como recurso de avaliação para a tomada de decisão de compra ou venda de ações?

- Sempre utilizo o *Fact Sheet*.
- Eventualmente utilizo o *Fact Sheet*.
- Raramente utilizo o *Fact Sheet*.
- Nunca utilizo o *Fact Sheet*, pois não considero um recurso útil.
- Nunca utilizo o *Fact Sheet*, pois não compreendo as informações contidas nesse recurso.
- Desconheço o *Fact Sheet*.

Utiliza as demonstrações financeiras divulgadas pela empresa como recurso de avaliação para a tomada de decisão de compra ou venda de ações?

- Sempre utilizo as demonstrações financeiras.

- Eventualmente utilizo as demonstrações financeiras.
- Raramente utilizo as demonstrações financeiras.
- Nunca utilizo as demonstrações financeiras, pois não considero um recurso útil.
- Nunca utilizo as demonstrações financeiras, pois não compreendo as informações contidas nas demonstrações financeiras.

Utiliza os Relatórios divulgados pela empresa contendo os resultados financeiros de cada trimestre, como recurso de avaliação para a tomada de decisão de compra ou venda de ações?

- Sempre utilizo os relatórios financeiros trimestrais.
- Eventualmente utilizo os relatórios financeiros trimestrais.
- Raramente utilizo o os relatórios financeiros trimestrais.
- Nunca utilizo os relatórios financeiros trimestrais, pois não considero um recurso útil.
- Nunca utilizo os relatórios financeiros trimestrais, pois não compreendo as informações contidas nesse tipo de relatório.

Utiliza os Relatórios Financeiros Anuais divulgados pela empresa como recurso de avaliação para a tomada de decisão de compra ou venda de ações?

- Sempre utilizo os relatórios financeiros anuais.
- Eventualmente utilizo os relatórios financeiros anuais.
- Raramente utilizo o os relatórios financeiros anuais.
- Nunca utilizo os relatórios financeiros anuais, pois não considero um recurso útil.
- Nunca utilizo os relatórios financeiros anuais, pois não compreendo as informações contidas nesse tipo de relatório.

Quinto bloco: Questões Finais

Em relação à Governança Corporativa (GC), considera que:

- Possuo excelente conhecimento sobre GC.
- Possuo conhecimento satisfatório sobre GC.
- Não possuo conhecimento sobre GC, mas considero necessário buscar informações sobre a mesma
- Não possuo conhecimento sobre GC, e considero desnecessário buscar informações sobre a mesma.

Caso considere necessário conhecer mais sobre Governança Corporativa, através de qual meio acredita que poderia obter mais informações para aplicá-las em suas decisões de investimento?

- Através do site das próprias empresas nas quais invisto.
- Através das corretoras que realizam as operações.
- Através da BM&FBOVESPA.
- Outro:

Enviar

APÊNDICE B CARTA DE APRESENTAÇÃO DA PESQUISA



Universidade Estadual Paulista
Faculdade de Filosofia e Ciências
Câmpus de Marília
Programa de Pós-Graduação em Ciência da Informação

Carta de Apresentação

Prezados Senhores,

Venho solicitar a sua valorosa participação em nossa pesquisa intitulada “Construção do conhecimento em governança corporativa: estudo sobre a criação de valor para tomada de decisão de investidores no mercado de capitais” em desenvolvimento pela Doutoranda Elaine Cristina Lopes e sob orientação da Profa. Dra. Marta Lígia Pomim Valentim, no Programa de Pós Graduação em Ciência da Informação (PPGCI), da Universidade Estadual Paulista (UNESP), campus de Marília. Trata-se de pesquisa acadêmica para a obtenção do título de Doutor em Ciência da Informação, bem como para a Coordenação de aperfeiçoamento de pessoal de nível superior (CAPES), agência que financia a execução da pesquisa.

O objetivo principal desse trabalho é realizar uma pesquisa a fim de analisar o panorama atual da governança corporativa, especialmente no que se refere ao comportamento de Investidores Pessoa Física frente a grande quantidade de informações disponibilizadas para análise e tomada de decisão. A participação da empresa para esta pesquisa visa o envio para os seus clientes pessoa física, de um questionário estruturado com perguntas fechadas elaborado pela pesquisadora que segue em formato online.

Asseguramos absoluto sigilo em relação à identificação dos clientes respondentes, bem como da corretora. Esta pesquisa tem por compromisso ético e moral não divulgar o nome da empresa e dos participantes da pesquisa acadêmica, em nenhum momento do trabalho. Os dados obtidos através da pesquisa irão compor um conjunto dados reunidos para elaboração da conclusão tese. Deixamos claro que tal pesquisa irá gerar dados e informações à empresa, após a análise realizada pela pesquisadora. Informamos ainda que, os resultados desta pesquisa serão enviados à empresa para conhecimento.

Certa de contar com a sua colaboração coloco-me à disposição para outros esclarecimentos, através do e-mail lainelopes@hotmail.com ou pelo telefone (14) 98120.5199.

Atenciosamente,

Elaine Cristina Lopes
Doutorado em Ciência da Informação
Programa de Pós Graduação em Ciência da Informação (PPGCI)
UNESP/Marília
(14) 3402.1336
Acesso ao Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4802645825388001>

ANEXOS

ANEXO A
LISTA DE EMPRESAS DO IGC-NM

Nome da Empresa	Código Pregão
ANHANGUERA	AEDU3
BRASILAGRO	AGRO3
ALL AMER LAT	ALLL3
ALIANSCCE	ALSC3
LOJAS MARISA	AMAR3
ARTERIS	ARTR3
AREZZO CO	ARZZ3
AUTOMETAL	AUTM3
BRASIL	BBAS3
BR BROKERS	BBRK3
BBSEGURIDADE	BBSE3
MINERVA	BEEF3
BEMATECH	BEMA3
BHG	BHGR3
BROOKFIELD	BISA3
BR PHARMA	BPHA3
BRF SA	BRFS3
BR INSURANCE	BRIN3
BR MALLS PAR	BRML3
BR PROPERT	BRPR3
BIOSEV	BSEV3
B2W DIGITAL	BTOW3
BMFBOVESPA	BVMF3
CSU CARDSYST	CARD3
CYRE COM-CCP	CCPR3
CCR SA	CCRO3
CCX CARVAO	CCXC3
CIELO	CIEL3
CPFL ENERGIA	CPFE3
CPFL RENOVAV	CPRE3
CR2	CRDE3
CREMER	CREM3
COSAN	CSAN3
COPASA	CSMG3
CETIP	CTIP3
CYRELA REALT	CYRE3
DASA	DASA3
DIRECIONAL	DIRR3

DURATEX	DTEX3
ECORODOVIAS	ECOR3
EMBRAER	EMBR3
ENERGIAS BR	ENBR3
EQUATORIAL	EQTL3
ESTACIO PART	ESTC3
ETERNIT	ETER3
EVEN	EVEN3
EZTEC	EZTC3
FER HERINGER	FHER3
FIBRIA	FIBR3
FLEURY	FLRY3
METALFRIO	FRIO3
GAFISA	GISA3
GRENDENE	GRND3
GENERALSHOPP	GSHP3
HELBOR	HBOR3
CIA HERING	HGTX3
HRT PETROLEO	HRT3
HYPERMARCAS	HYPE3
IDEIASNET	IDNT3
IGUATEMI	IGTA3
IMC HOLDINGS	IMCH3
JBS	JBSS3
JHSF PART	JHSF3
JSL	JSLG3
KROTON	KROT3
LOCAMERICA	LCAM3
METAL LEVE	LEVE3
LIGHT S/A	LIGT3
LINX	LINX3
LE LIS BLANC	LLIS3
LLX LOG	LLXL3
LOG-IN	LOGN3
LOPES BRASIL	LPSB3
LOJAS RENNER	LREN3
LUPATECH	LUPA3
MAGNESITA SA	MAGG3
M.DIASBRANCO	MDIA3
MAGAZ LUIZA	MGLU3
MILLS	MILS3

MMX MINER	MMXM3
MULTIPLUS	MPLU3
MPX ENERGIA	MPXE3
MARFRIG	MRFG3
MRV	MRVE3
IOCHP-MAXION	MYPK3
NATURA	NATU3
ODONTOPREV	ODPV3
OGX PETROLEO	OGXP3
OSX BRASIL	OSXB3
PDG REALT	PDGR3
PROFARMA	PFRM3
PARANAPANEMA	PMAM3
POSITIVO INF	POSI3
PROVIDENCIA	PRVI3
PORTO SEGURO	PSSA3
PORTOBELLO	PTBL3
QGEP PART	QGEP3
QUALICORP	QUAL3
RAIADROGASIL	RADL3
RODOBENSIMOB	RDNI3
LOCALIZA	RENT3
RENAR	RNAR3
INDS ROMI	ROMI3
ROSSI RESID	RSID3
SABESP	SBSP3
SAO CARLOS	SCAR3
SPRINGS	SGPS3
TIME FOR FUN	SHOW3
SLC AGRICOLA	SLCE3
SMILES	SMLE3
SAO MARTINHO	SMTO3
SIERRABRASIL	SSBR3
TRACTEBEL	TBLE3
TECNISA	TCSA3
TECHNOS	TECN3
TEMPO PART	TEMP3
TEREOS	TERI3
TEGMA	TGMA3
TIM PART S/A	TIMP3
TOTVS	TOTS3

TRIUNFO PART	TPIS3
TRISUL	TRIS3
TARPON INV	TRPN3
UNICASA	UCAS3
ULTRAPAR	UGPA3
V-AGRO	VAGR3
VIGOR FOOD	VIGR3
VIVER	VIVR3
LID	VLID3
WEG	WEGE3

ANEXO B

LISTA DE EMPRESAS DO ITAG

Nome da Empresa	Código Pregão
ABC BRASIL	ABCB4
ABRIL EDUCA	ABRE11
ANHANGUERA	AEDU3
BRASILAGRO	AGRO3
ALL AMER LAT	ALLL3
ALIANSCCE	ALSC3
ALUPAR	ALUP11
LOJAS MARISA	AMAR3
ANIMA	ANIM3
ARTERIS	ARTR3
AREZZO CO	ARZZ3
AUTOMETAL	AUTM3
BRASIL	BBAS3
BRADERCO	BBDC3
BRADERCO	BBDC4
BR BROKERS	BBRK3
BBSEGURIDADE	BBSE3
MINERVA	BEEF3
BEMATECH	BEMA3
BHG	BHGR3
BICBANCO	BICB4
BROOKFIELD	BISA3
BR PHARMA	BPHA3
PANAMERICANO	BPNM4
BRADERPAR	BRAP3
BRADERPAR	BRAP4
BRF SA	BRFS3
BR INSURANCE	BRIN3
BRASKEM	BRKM3
BRASKEM	BRKM5
BR MALLS PAR	BRML3
BR PROPERT	BRPR3
BANRISUL	BRSR3
BANRISUL	BRSR6
BIOSEV	BSEV3
B2W DIGITAL	BTOW3
BATTISTELLA	BTTL4

BMFBOVESPA	BVMF3
CAMBUCI	CAMB4
CSU CARDSYST	CARD3
CYRE COM-CCP	CCPR3
CCR SA	CCRO3
CCX CARVAO	CCXC3
CEDRO	CEDO4
CESP	CESP6
GRAZZIOTIN	CGRA3
GRAZZIOTIN	CGRA4
CIELO	CIEL3
CELESC	CLSC4
CPFL ENERGIA	CPFE3
CPFL RENOVAV	CPRE3
CR2	CRDE3
CREMER	CREM3
COSAN	CSAN3
COPASA	CSMG3
CONTAX	CTAX11
CETIP	CTIP3
COTEMINAS	CTNM4
CVC BRASIL	CVCB3
CYRELA REALT	CYRE3
DASA	DASA3
DAYCOVAL	DAYC4
DIRECIONAL	DIRR3
DURATEX	DTEX3
ECORODOVIAS	ECOR3
ELETROPAULO	ELPL4
EMBRAER	EMBR3
ENERGIAS BR	ENBR3
ENEVA	ENEV3
ENERGISA	ENGI4
EQUATORIAL	EQTL3
ESTACIO PART	ESTC3
ETERNIT	ETER3
EVEN	EVEN3
EZTEC	EZTC3
FER HERINGER	FHER3
FIBRIA	FIBR3
FORJA TAURUS	FJTA3

FORJA TAURUS	FJTA4
FLEURY	FLRY3
METALFRIO	FRIO3
GAFISA	GFS3
GERDAU	GGBR3
GERDAU	GGBR4
GERDAU MET	GOAU3
GERDAU MET	GOAU4
GOL	GOLL4
GRENDENE	GRND3
GENERALSHOPP	GSHP3
HELBOR	HBOR3
CIA HERING	HGTX3
HRT PETROLEO	HRT3
HYPERMARCAS	HYPE3
IDEIASNET	IDNT3
INDUSVAL	IDVL4
IGUATEMI	IGTA3
IMC HOLDINGS	IMCH3
INEPAR	INEP3
INEPAR	INEP4
ITAUSA	ITSA4
ITAUUNIBANCO	ITUB4
JBS	JBSS3
JOAO FORTES	JFEN3
JHSF PART	JHSF3
JSL	JSLG3
KEPLER WEBER	KEPL3
KLABIN S/A	KLBN11
KLABIN S/A	KLBN4
KROTON	KROT3
LOJAS AMERIC	LAME3
LOJAS AMERIC	LAME4
LOCAMERICA	LCAM3
METAL LEVE	LEVE3
LIGHT S/A	LIGT3
LINX	LINX3
LE LIS BLANC	LLIS3
LLX LOG	LLXL3
LOG-IN	LOGN3
LOPES BRASIL	LPSB3

LOJAS RENNER	LREN3
MAGNESITA SA	MAGG3
M.DIASBRANCO	MDIA3
MAGAZ LUIZA	MGLU3
MILLS	MILS3
MMX MINER	MMXM3
MULTIPLUS	MPLU3
MARFRIG	MRFG3
MRV	MRVE3
METAL IGUACU	MTIG4
MULTIPLAN	MULT3
IOCHP-MAXION	MYPK3
NATURA	NATU3
NUTRIPLANT	NUTR3
ODONTOPREV	ODPV3
PDG REALT	PDGR3
PROFARMA	PFRM3
PINE	PINE4
PARANAPANEMA	PMAM3
MARCOPOLO	POMO4
POSITIVO INF	POSI3
PARANA	PRBC4
PROVIDENCIA	PRVI3
PORTO SEGURO	PSSA3
PORTOBELLO	PTBL3
PETTENATI	PTNT4
QGEP PART	QGEP3
QUALICORP	QUAL3
RAIADROGASIL	RADL3
RANDON PART	RAPT4
RODOBENSIMOB	RDNI3
LOCALIZA	RENT3
RENAR	RNAR3
RENOVA	RNEW11
INDS ROMI	ROMI3
ROSSI RESID	RSID3
SANTANDER BR	SANB11
SABESP	SBSP3
SAO CARLOS	SCAR3
SER EDUCA	SEER3
SOFISA	SFSA4

SPRINGS	SGPS3
TIME FOR FUN	SHOW3
SLC AGRICOLA	SLCE3
SARAIVA LIVR	SLED4
SMILES	SMLE3
SAO MARTINHO	SMTO3
SENIOR SOL	SNSL3
SIERRABRASIL	SSBR3
SANTOS BRP	STBP11
SUL AMERICA	SULA11
TAESA	TAE11
TRACTEBEL	TBLE3
TECNISA	TCSA3
TECHNOS	TECN3
TEMPO PART	TEMP3
TEREOS	TERI3
TEGMA	TGMA3
TIM PART S/A	TIMP3
TOTVS	TOTS3
TRIUNFO PART	TPIS3
TRISUL	TRIS3
TARPON INV	TRPN3
TUPY	TUPY3
UNICASA	UCAS3
ULTRAPAR	UGPA3
V-AGRO	VAGR3
VIVER	VIVR3
VALID	VLID3
VIAVAREJO	VVAR11
WEG	WEGE3

ANEXO C

REGISTRO DE RESPOSTAS DO QUESTIONÁRIO

The screenshot displays the Google Forms editor interface for a questionnaire titled "QUESTIONARIO TESE". The top navigation bar includes options for "Arquivo", "Editar", "Visualizar", "Inserir", "Respostas (52)", "Ferramentas", and "Ajuda". Below this, there are icons for "Tema...", "Ver respostas", "Não está aceitando respostas", and "Ver formulário publicado".

A red notification banner at the top of the form content area states: "Este formulário foi desativado." Below this, a text box contains the message: "O formulário " Questionário sobre Governança Corporativa" não aceita mais respostas."

Underneath, there is a section for "Configurações de formulário" with a dropdown arrow and a checkbox labeled "Mostrar barra de progresso na parte inferior das páginas de formulário", which is currently unchecked.

The main content area shows "Página 1 de 1" and the title "Questionário sobre Governança Corporativa". The introductory text reads: "O questionário a seguir foi elaborado contendo informações sobre governança corporativa e tem como objetivo avaliar o nível de conhecimento sobre o tema. Possui apenas questões fechadas e foi estruturado em 5 blocos. Ressalta-se que essa pesquisa segue todos os critérios de segurança da informação pautados na ética científica e que a origem do mesmo, bem como informações sobre o respondente serão preservados."