

**UNIVERSIDADE FUMEC
FUMEC – FACULDADE DE CIÊNCIAS EMPRESARIAIS
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO**

FELIPE AUGUSTO LEMOS DE FARIA

**IMAGEM INSTITUCIONAL E GOVERNANÇA
CORPORATIVA: ANÁLISE DA COMPETITIVIDADE E
ATRATIVIDADE DE EMPRESAS SOB A ÓTICA DE
INVESTIDORES**

Belo Horizonte - MG
2016

FELIPE AUGUSTO LEMOS DE FARIA

**IMAGEM INSTITUCIONAL E GOVERNANÇA
CORPORATIVA: ANÁLISE DA COMPETITIVIDADE E
ATRATIVIDADE DE EMPRESAS SOB A ÓTICA DE
INVESTIDORES**

Dissertação apresentada a FUMEC como
requisito parcial à obtenção do título de
Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Dr. Frederico Vidigal
Co-Orientador: Prof. Dr. Henrique
Cordeiro Martins

Área de concentração: Gestão estratégica
de organizações

Linha de pesquisa: Estratégia em
Organizações e Comportamento
Organizacional

Belo Horizonte - MG

2016

F224i Faria, Felipe Augusto Lemos de.
Imagem institucional e governança corporativa: análise da competitividade e atratividade de empresas sob a ótica de investidores. / Felipe Augusto Lemos de Faria. – Belo Horizonte, 2016.

94 f. : il.; 30 cm.

Orientador: Frederico Vidigal.

Co-Orientador: Henrique Cordeiro Martins.

Dissertação (mestrado) – Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Empresariais.

Inclui bibliografia.

1. Governança corporativa – Estudo de casos.
2. Imagem corporativa – Estudo de casos. I. Vidigal, Frederico.
- II. Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Empresariais.
- III. Título.

CDU: 658



**UNIVERSIDADE
FUMEC**
DE MINAS GERAIS PARA O MUNDO

Dissertação intitulada **“Imagem Institucional e Governança Corporativa: análise da competitividade e atratividade de empresas sob a ótica de investidores”** de autoria de Felipe Augusto Lemos de Faria, aprovado pela banca examinadora constituída pelos seguintes professores:

Prof. Dr. Frederico Vidigal – Universidade FUMEC
(Orientador)

Prof. Dr. José Marcos Carvalho de Mesquita – Universidade FUMEC
(Examinador Interno)

Profa. Dra. Caíssa Veloso e Sousa – Faculdade Novos Horizontes
(Examinador Externo)

Profa. Dra. Cristiana Fernandes De Muyllder
Coordenadora do Programa de Doutorado e Mestrado em Administração da Universidade
FUMEC

Belo Horizonte, 01 de março de 2016.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos que colaboraram diretamente na construção deste trabalho. Em especial:

A Deus, maior fonte de inspiração e força.

A todo corpo docente da FUMEC, pelos valiosos ensinamentos ao longo do curso.

Ao professor Dr. Frederico Vidigal, pelos ensinamentos, paciência, boa vontade; principalmente pela dedicação e atenção às dificuldades enfrentadas na condução deste trabalho e pela confiança ao propor novos desafios.

Agradeço ainda aos funcionários da FUMEC, sempre prestativos e solícitos, em especial ao Júlio César.

Aos meus colegas e amigos de curso, principalmente à Karla e à Renata, amigas para vida toda.

A todos os meus amigos que me ajudaram e incentivaram; em especial agradeço à Rosane que sempre buscou me auxiliar nos momentos de dificuldade.

Aos meus familiares, principalmente, ao meu pai, por me incentivar e apoiar em todos os momentos de minha vida. Agradeço ainda ao meu “segundo pai” Iaque, que também esteve sempre presente, me auxiliando e aconselhando.

A minha amada esposa Brena pela compreensão, força e cumplicidade. Sem ela esse sonho não seria realizado.

Por fim, agradeço e dedico esse trabalho aos meus filhos, meus maiores amores, motivos de alegria em minha vida, Rafael e Laís.

RESUMO

A governança corporativa é um tema que vem sendo estudado não só no Brasil, como em todo o mundo, e está se tornando cada vez mais importante para as organizações. Consiste em um sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e 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 ao capital e contribuindo para a sua longevidade. Com objetivo de analisar a imagem institucional de organizações que adotam boas práticas de governança corporativa e sua eventual relação com a decisão de investimento, este estudo justifica-se pela importância de se analisar a temática sob a perspectiva da atratividade de empresas que aderem à governança corporativa, descobrindo eventuais vantagens mercadológicas das que aderiram. Por meio de uma pesquisa quantitativo-descritiva, pautada em dados obtidos por questionários do tipo *Survey*, realizada com investidores dos mercados financeiros de capitais, demonstrou-se nos resultados que eles levam em consideração a boa reputação institucional e a adesão às boas práticas de governança corporativa na tomada de decisão para investir. Observou-se também a relação entre a governança corporativa com a percepção do reforço da estrutura, imagem institucional, bases e competências; a atratividade de recursos; confiança; aperfeiçoamento e transparência da comunicação. Os resultados também demonstraram a importância dada pelos investidores em relação à criação de mecanismos internos e externos que asseguram as decisões corporativas. Bem como, a preocupação com a regulamentação dos princípios e boas práticas de governança corporativa.

Palavras-chave: Governança corporativa Imagem institucional. Decisão de Investir. Reputação. Transparência.

ABSTRACT

The corporative management is a subject that it has been studied not only in Brazil, but also in the entire world, and it is becoming increasingly important for the organizations. It consists of a system by which the organizations are managed, monitored and encouraged, involving the practice and relationships among owners, board of directors, management and control organs. The good corporative management practices convert principles in objective recommendations, aligning interests, with the purpose of preserving and optimizing the value of the organization, facilitating access to the capital and contributing for its longevity. Aiming at analyzing the institutional image of organizations that adopt good corporative management practices and its eventual relation concerning investment decision, this study justifies itself by the importance of analyzing the thematic one under the perspective of the attractiveness of companies that adhered to the good practices of corporative management, discovering potential marketing advantages over those that have not joined. By means of a quantitative-descriptive research, based on data obtained by questionnaires of Survey type, held with bank investors and capital market traders, it was demonstrated in the results that they take into account the institutional reputation and good corporative management practices in decision making to invest. Furthermore, it was also observed the relationship of corporative management with the perception of the reinforcement structure, the institutional image, the bases and competencies, the attractiveness of resources, confidence, improvement and transparency of communication. The results had also demonstrated the importance given by the investors in relation the creation of internal and external mechanisms that assure the corporative decisions, as well as the concern with the regulation of the principles and good practices of corporative management.

Keywords: Corporative Management. Institutional Image. Investment Decision. Reputation. Transparency.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Ponto de vista organizacional da Governança Corporativa.....	21
Figura 2 - Círculo virtuoso proposto para a Governança Corporativa no Brasil.....	22
Figura 3 - Círculo vicioso da Governança Corporativa no Brasil.....	24
Figura 4 - Papel do Conselho de Administração na organização.....	32
Figura 5 - Problema da agência dos gestores e a Governança Corporativa.....	33
Figura 6 - Governança à atratividade e desenvolvimento do mercado: círculo virtuoso de impactos macroeconômicos.....	45
Figura 7 - Formas pelas quais as empresas conseguem atrair capitais.....	47
Figura 8 - Esboço inicial do Modelo Estrutural.....	52
Figura 9 - Apresentação e descrição dos itens dos construtos.....	64
Figura 10 - Nova ilustração do Modelo Estrutural.....	73

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Critérios do acesso aos NDGC.....	38
Quadro 2 - Diferenças entre diversos tipos de imagem.....	43

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Análise descritiva das variáveis de caracterização da amostra.....	59
Tabela 2 -	Relação das siglas por item.....	59
Tabela 3 -	Apresentação e descrição dos itens dos construtos.....	63
Tabela 4 -	Modelo de Mensuração.....	68
Tabela 5 -	Validação do Modelo de Mensuração.....	69
Tabela 6 -	Cargas fatoriais cruzadas.....	70
Tabela 7 -	Modelo Estrutural.....	73
Tabela 8 -	Hipóteses do modelo.....	74
Tabela 9 -	Comparação dos indicadores com o sexo.....	75
Tabela 10 -	Comparação dos indicadores com os perfis de investidor	77

LISTA DE SIGLAS

AC - Alfa de Cronbach

ADR - *American Depositary Receipts*

AVE - Variância Média Extraída

BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

CB-SEM - *Covariance-based Structural Equation Modeling techniques*

CC - Confiabilidade Composta

CMP - Códigos de Melhores Práticas

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DI - Decisão de Investir

GC - Governança Corporativa

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

II - Imagem Institucional

Inner Model - Modelo Estrutural

MEE - Modelagem de Equações Estruturais

NDGC - Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

NDGC - Novo Mercado e os Níveis Diferenciados da Governança Corporativa

Outer Model - Modelo de Mensuração

PLS - *Partial Least Square*

SEC - *Securities and Exchange Commission*

SEM - *Structural Equations Modeling*

VMA - Variância Média Extraída

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	12
1.1 Problematização.....	15
1.2 Objetivos.....	16
1.2.1 Objetivo geral	16
1.2.2 Objetivos específicos.....	17
1.3 Justificativa.....	17
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	19
2.1 Governança Corporativa	19
2.1.1 Separação entre Propriedade e Controle.....	28
2.1.2 Conselho de Administração.....	30
2.1.3 Novo mercado e níveis diferenciados de Governança Corporativa	33
2.1.4 Mercado de capitais	38
2.2 Imagem Institucional	39
2.3 Decisão de Investir	44
3 METODOLOGIA.....	51
3.1 Caracterização da pesquisa.....	51
3.1.1 Modelo proposto de pesquisa.....	52
3.2 Procedimentos empíricos da pesquisa e tratamento dos dados.....	53
3.3 Resultados.....	56
3.3.1 Análise de dados faltantes e <i>Outliers</i>	56
3.4 Normalidade e Linearidade.....	57
3.5 Descrição das variáveis de caracterização da amostra.....	58
3.6 Análise descritiva das variáveis dos construtos.....	59
4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS.....	61

4.1 Análise de itens dos construtos.....	61
4.2 Análise da Modelagem de Equações Estruturais (PLS) e Modelo de Mensuração <i>Outer Model</i>).....	65
4.3 Modelo Estrutural (<i>Inner Model</i>).....	70
4.4 Verificação das hipóteses.....	74
4.5 Comparação dos indicadores com as variáveis de caracterização.....	75
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	78
REFERÊNCIAS	82
APÊNDICE - Roteiro de Entrevista.....	92

1 INTRODUÇÃO

O presente estudo se desenvolveu com o intuito de investigar a relação entre a governança corporativa, a imagem institucional e a decisão de investimento. Por meio de uma pesquisa quantitativo-descritiva, apurou-se a validação decorrente dessa relação no âmbito corporativo.

A governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e 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 ao capital e contribuindo para a sua longevidade (IBGC, 2015).

A governança corporativa é um tema que vem sendo estudado não só no Brasil, como em todo o mundo, e está se tornando cada vez mais importante para as organizações, pois tem sido responsável, na prática, pela redução dos conflitos de interesses até então existentes (BIANCHI *et al.*, 2009). De acordo com a BM&FBOVESPA¹ (2006), governança corporativa é um esforço para alinhar os objetivos dos administradores com os interesses dos acionistas.

Na prática, uma estrutura efetiva de governança corporativa proporciona às organizações um referencial importante para as respostas rápidas do conselho de administração e da diretoria naquelas situações que possam afetar os investimentos feitos pelos acionistas, tanto minoritários, quanto majoritários (ARAÚJO, 2000). Segundo o mesmo autor, mesmo em firmas com bons resultados financeiros e operacionais, a ausência de uma estrutura de GC eficiente implica vulnerabilidade para os acionistas, pois ela não conseguirá dar respostas rápidas às eventuais turbulências e alterações do ambiente.

No Brasil, o debate acerca da governança corporativa intensificou-se nos anos de 1990, à medida que ocorreram mudanças nas relações entre acionistas e administradores; e entre acionistas majoritários e acionistas minoritários, em função da abertura da economia, da reestruturação societária provocada pelas privatizações, e, da entrada de novos sócios nas empresas do setor privado (SILVA, 2004).

¹Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA).

A governança corporativa teve seu despertar no Brasil, impulsionada com a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA) em 1995, o qual passou a se chamar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1999 (CARDOSO, 2012).

No Brasil, o tema é mais recente e teve seu início a partir de 1999 com a criação do IBGC, e também por meio da publicação do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Assim, o tema vem crescendo significativamente (MACIEL; MARQUES; FERNANDEZ; OLIVEIRA; SCHIAVON; PEREIRA; BOFF, 2014).

A consultoria *Mckinsey Company* conduziu e publicou um estudo em junho de 2000, que teve como objetivo de pesquisa saber se os investidores estavam dispostos a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governança. Nesse estudo, foi apurado que 80% dos entrevistados pagariam sim, e que três quartos desses investidores consideram a “adesão as boas práticas de governança corporativa tão importantes quanto o desempenho financeiro da organização” (MCKINSEY, 2002). Baseado no estudo da consultoria, é possível identificar que a maioria dos investidores tende a procurar investir em organizações que demonstram confiança e credibilidade, mesmo que para tal sejam obrigados a pagar um preço maior.

Para Andrade e Rossetti (2006), boas práticas de governança corporativa promovem a confiança e contribuem para que os resultados corporativos sejam menos voláteis, levando à maximização da criação de valor e à harmonização de interesses, favorecendo a canalização de recursos para o mercado de capitais, e, em consequência, produzindo um círculo virtuoso de impactos macroeconômicos.

A discussão sobre a governança corporativa envolve a criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas serão tomadas no melhor interesse dos investidores (SILVEIRA, 2002).

Na visão de Rossetti e Andrade (2012), a partir das últimas décadas do século XX, visualizou-se uma nova fase, caracterizada pela busca de um sistema de decisões equilibrado, que busca dar sustentação à perenidade das corporações e à preservação de seus objetivos tangíveis e intangíveis, tão duramente construídos, décadas após décadas. Os autores relatam ainda que essa nova fase é o de despertar da governança corporativa, que tende a se tornar – com seu aperfeiçoamento, disseminação e prática –, um dos pontos centrais da dinâmica empresarial do século XXI.

De acordo com a OCDE (2003), a boa governança corporativa é essencial para o crescimento econômico liderado pelo setor privado e promoção do bem-estar social, que depende de investimentos crescentes, eficiência do mercado de capitais e desempenho da empresa.

Na visão de Ladeira (2009), no âmbito da teoria econômica tradicional, a governança corporativa surge visando superar o chamado conflito de agência, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O titular da propriedade delega ao agente o poder de decisão sobre ela. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular.

Para que uma organização possa se aprofundar na utilização das boas práticas de governança corporativa e aderir aos níveis diferenciados de governança, é exigido que se cumpram regras específicas. Regras que devem se caracterizar como boas práticas de governança corporativa, como por exemplo: emissão exclusiva de ações ordinárias, percentual mínimo de ações em circulação no mercado, extensão de oferta de compra aos demais acionistas, divulgação de informações trimestrais, entre outras.

Utilizando da contribuição de Nardi e Nakao (2008), pode-se compreender que tais práticas geram benefícios ao mercado acionário como um todo, e podem se destacar como principais benefícios, tanto para os investidores, com maior precisão na precificação das ações, melhora do processo de acompanhamento e fiscalização; bem como para as organizações, com maior segurança quanto aos seus direitos societários e redução do risco, melhora na imagem institucional, maior demanda por suas ações, valorização das ações, menor custo de capital, etc.

Um bom sistema de governança corporativa pode incentivar o mercado de capitais, tornando-se fator importante para o crescimento econômico à medida que fortalece as empresas. Do ponto de vista de Monforte (2004), reforçam-se as competências, ampliam-se as bases estratégicas para criação de valor, e harmonizam-se interesses.

Empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtêm melhores resultados e também são melhor avaliadas pelo mercado no preço das suas ações do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada, *ceteris paribus*. Dessa forma, parece estar

implícita a hipótese de que a estrutura de governança corporativa da empresa afeta seu desempenho e valor de mercado (SILVEIRA, 2002).

Desse modo, será percorrido brevemente o tema da governança corporativa, com vistas a introduzir a análise que baseia essa pesquisa: Imagem institucional e Governança corporativa: análise da competitividade e atratividade de empresas sob a ótica de investidores.

1.1 Problematização

A governança corporativa propõe a manutenção dos interesses de investidores, que é um dos meios mais importantes para o desenvolvimento seguro e sustentável das organizações sem que ocorra o endividamento, pois facilita a atração de recursos e visa reforçar a estrutura para enfrentar a complexidade do mercado, buscando harmonizar interesses dos envolvidos.

Ramos e Martinez (2006) asseguram esse raciocínio, afirmando que a adoção das boas práticas de governança corporativa tem sido apontada como condição essencial para o desenvolvimento das empresas. Este panorama recai, sobretudo, para aquelas de capital aberto, que, por sua vez, em virtude de serem peças-chave, acabam promovendo também o desenvolvimento do mercado de capitais em que se inserem.

Como descrito por Andrade e Rossetti (2004), um bom sistema de governança corporativa pode reforçar as competências e ampliar as bases de valor das empresas ao harmonizar interesses e contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumentando assim a confiança dos investidores e fortalecendo o mercado de capitais, o que resultaria em maior crescimento econômico.

Na visão de Nardi e Nakao (2008), a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado – teve como um de seus principais argumentos, a mudança na imagem institucional da empresa; que seria provocada pelo cumprimento das rígidas normas de adesão, direcionadas para a redução das incertezas dos investidores e demais grupos de interesse.

Buscando elucidar o tema a que este estudo se propõe, foi verificado na literatura visitada, principalmente em livros, artigos científicos e sítios especializados, a carência de abordagens a respeito de como a governança corporativa influencia os

investidores na tomada de decisão, e como essa influência afeta a imagem institucional da organização, no sentido de fortalecer sua marca ou atratividade para angariar investimentos. Logo, este trabalho busca, diferentemente de outras abordagens acerca da governança corporativa afeitas às áreas de finanças e gestão de investimentos, contribuir para o avanço de estudos alinhados à estratégia mercadológica das organizações que aderiram às boas práticas de governança corporativa e possíveis influências na imagem organizacional.

Considerando os elementos internos citados nesse trabalho, a questão que se pretende responder é: do ponto de vista de investidores, a imagem institucional de organizações que aderiram às boas práticas de governança corporativa é superior em termos de atratividade, ou seja, por que essas empresas têm sido as preferidas no momento de decisão por investimento?

Sendo assim, pretende-se elucidar se a governança corporativa traz efetiva contribuição às organizações em relação à sua imagem institucional e atratividade para fins de investimentos, em detrimento de outras organizações que não adotam boas práticas de governança corporativa.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo geral

- Analisar a imagem institucional de organizações que adotaram as boas práticas de governança corporativa e sua eventual relação com a decisão de investimento por parte de investidores.

1.2.2 Objetivos específicos

- problematizar variáveis relevantes no fortalecimento da imagem institucional de organizações que aderiram às boas práticas de governança corporativa;
- apurar eventuais influências na imagem institucional das organizações que adotaram as boas práticas de governança corporativa;
- identificar elementos que mais se destacam para tomada de decisão dos investidores a partir da decisão de investimento empresarial.

1.3 Justificativa

O estudo a respeito da governança corporativa torna-se importante para mensurar a qualidade da gestão das organizações, e também a credibilidade que as acompanha. Busca, ainda, explicar por que existem organizações que aderem de forma voluntária às boas práticas da governança corporativa, mesmo que ainda não seja exigida por lei no Brasil; diferentemente de outros países, como por exemplo, Estados Unidos, Japão e Inglaterra.

Nesse sentido, de acordo com o uso das boas práticas de governança corporativa, poderemos observar quais tipos de vantagens mercadológicas e competitivas as organizações adquirem em relação às organizações que ainda não aderiram.

No mercado financeiro, mais especificamente no mercado de capitais, confiança e credibilidade tornam-se elementos-chave para que o investidor possa confiar seus recursos nas organizações. Isso ocorre principalmente na compra de ações e debêntures, pois quanto menos incerteza, possivelmente maior será o volume de dinheiro investido, e também maior será o tempo de duração do investimento.

Dessa forma, tal estudo é considerado relevante por abarcar uma análise das exigências e mudanças de mercado, cada vez mais dinâmicas. Assim, como o constante interesse na transparência de resultados, com o objetivo claro de obter vantagem competitiva, principalmente da imagem institucional fortalecida, fazendo emergir a

necessidade de compreensão de como manter o equilíbrio dos resultados alcançados e almejados na gestão corporativa.

Portanto, este trabalho se justifica, pois, considera a relevância da problematização da governança corporativa em relação às áreas de finanças e gestão de investimentos, contribuindo para o avanço de estudos, tanto acadêmicos quanto corporativos, alinhados à noção e à estratégia mercadológica das organizações acerca das boas práticas de governança corporativa e suas possíveis influências na imagem organizacional.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste tópico, será contemplada a revisão da literatura acerca da Governança Corporativa (GC), Imagem Institucional (II) e Decisão de Investir (DI).

2.1 Governança Corporativa

A governança corporativa constitui uma das possíveis formas de alinhar os interesses do principal e do agente. Ademais, com a crescente importância do mercado de capitais como fonte de financiamento para as atividades empresariais, a governança corporativa surge como um conjunto de mecanismos que pode aumentar a confiabilidade nas relações entre os acionistas e as empresas (PUNSUVO *et al.*, 2007).

Na visão de Prabhakar (2007), a governança corporativa refere-se ao modo como companhias são governadas ou dirigidas, e sua importância reside no fato de referir-se à gestão da mais importante instituição das economias capitalistas.

Baseado em Silveira (2002), governança corporativa é um conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visa harmonizar a relação entre acionistas e gestores pela redução dos custos de agência, numa situação de separação de propriedade e controle.

No caso da governança corporativa, o principal representa o investidor ou acionista ou credor, ou seja, os interessados em geral no melhor desempenho da companhia, também denominados como *stakeholders*. Os administradores representam os agentes que, nem sempre, atuam em consonância com os interesses dos *stakeholders*, causando conflitos de agência. (AGUIAR; *et al.*, 2004).

As mudanças no sistema capitalista, a evolução do mundo corporativo e os avanços teóricos, nas práticas e nos instrumentos de gestão, favoreceram o surgimento da governança corporativa – que emergiu para superar o conflito da agência, surgindo quando há separação entre propriedade e controle (VIANA, 2010).

De acordo com Carvalho (2003), a proteção dada aos acionistas minoritários e aos credores é constituída pelo conjunto de regras que formam a governança

corporativa, pela disponibilidade de um fluxo de informações relevantes e pela observância dos direitos legais das partes envolvidas.

A governança apoia-se em quatro princípios: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. A transparência, basicamente, torna obrigatório que a organização disponibilize dados, informações e números aos acionistas e a todos os interessados. Ao agir de forma transparente, a organização aumenta a possibilidade de adquirir confiança interna e externa, nos diversos tipos de relações. É necessário que todos os dados passíveis de divulgação sejam apresentados de forma correta e precisa, evitando qualquer motivo de desconfiança e deixando claras as ações organizacionais. A equidade caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios, gestores, colaboradores, entre outros (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

A governança corporativa pode ser entendida como o conjunto de mecanismos internos e externos que visam minimizar assimetrias e conflitos de interesses e, harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre controle e propriedade (SILVEIRA *et al.*, 2004).

As boas práticas de governança corporativa são compostas por mecanismos de incentivo e controle internos e externos, os quais buscam alinhar as atitudes dos administradores aos interesses dos acionistas (SILVEIRA *et al.*, 2003).

Baseado em Shleifer e Vishny (1997), governança corporativa é o campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Ela estabelece os caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos.

Do ponto de vista de Rossetti e Andrade (2012), governança corporativa pode ser definida como o esforço contínuo em alinhar os objetivos da administração das empresas aos interesses dos acionistas. Andrade e Rossetti (2009) afirmam que, em toda a sua extensão, o processo de governança corporativa é exercido pelo composto constituído pela Propriedade (que se reúne em Assembleia Geral), pelo Conselho Fiscal (que ela elege e que a ela reporta), pelo Conselho de Administração (escolhido pelos proprietários) e pela Diretoria Executiva (que é eleita pelo Conselho de Administração e a ela reporta), tal afirmação é detalhada na FIG. 1.

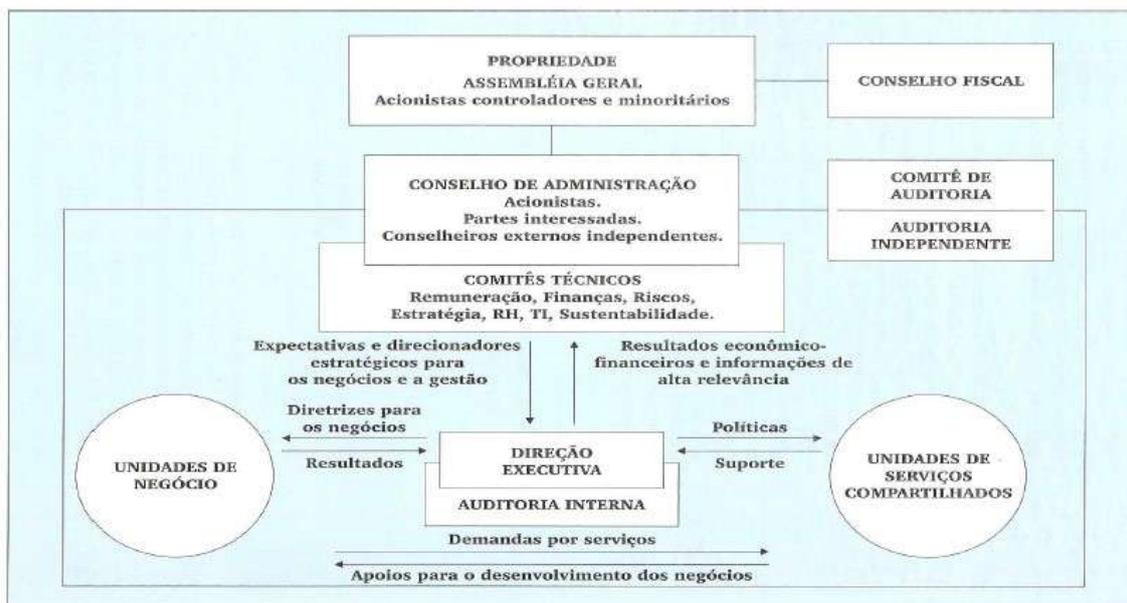


FIGURA 1 - Ponto de vista organizacional da Governança Corporativa
 Fonte: ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 262.

Já de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002), 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.

Segundo Cardoso (2012), governança corporativa é um sistema que na sua essência, busca uma maior transparência e equidade na geração das informações sobre a entidade, procurando assegurar a seus usuários segurança e confiança no momento de avaliação das empresas.

Na perspectiva de Álvares, Giacometti e Gusso (2008), a governança corporativa trata de um conjunto de regras estabelecidas com base em princípios que inspiram e norteiam o funcionamento das empresas e de outras organizações, de forma que possam ser reconhecidas em termos de credibilidade e geração de valor.

A governança dilatou sua ênfase para o equilíbrio dos interesses entre as partes envolvidas com a organização e essa expansão conceitual relaciona-se aos mecanismos por meio da transparência nos relatórios financeiros auditados, e, pelo funcionamento dos colegiados de controle e responsabilização (BRENNAN; SOLOMAN, 2008).

As exigências da sociedade, da informação e do conhecimento vêm modificando o processo de gestão nas organizações e valorizando o capital humano e os princípios de governança corporativa, suas redes sociais, os processos de aprendizagem,

as competências, a inteligência competitiva e as estratégias de compartilhamento de informações (SOUZA NETO; MARTINS, 2010).

Mesmo o mercado competitivo sendo necessário para o alcance da eficiência, não se pode acreditar que sozinho ele consiga resolver os problemas de agência. Nesse sentido, os investidores precisam ter a segurança de que obterão o retorno de seu capital, sendo que os mecanismos de governança corporativa contribuem para que esse objetivo seja alcançado (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Como é caracterizado por Álvares, Giacometti e Gusso (2008), as boas práticas de governança corporativa estão calcadas em princípios que inspiram e norteiam o funcionamento das empresas e outras organizações e lhes propiciam maior credibilidade e criação de valor.

Na visão de Silveira (2002), o conjunto das medidas governamentais e institucionais pode contribuir decisivamente para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, criando um círculo virtuoso. Conforme descrito na FIG. 2, na qual a crescente proteção aos investidores lhes dê a segurança de que irão usufruir do retorno das companhias na mesma proporção dos controladores, por meio, por exemplo, da transparência.

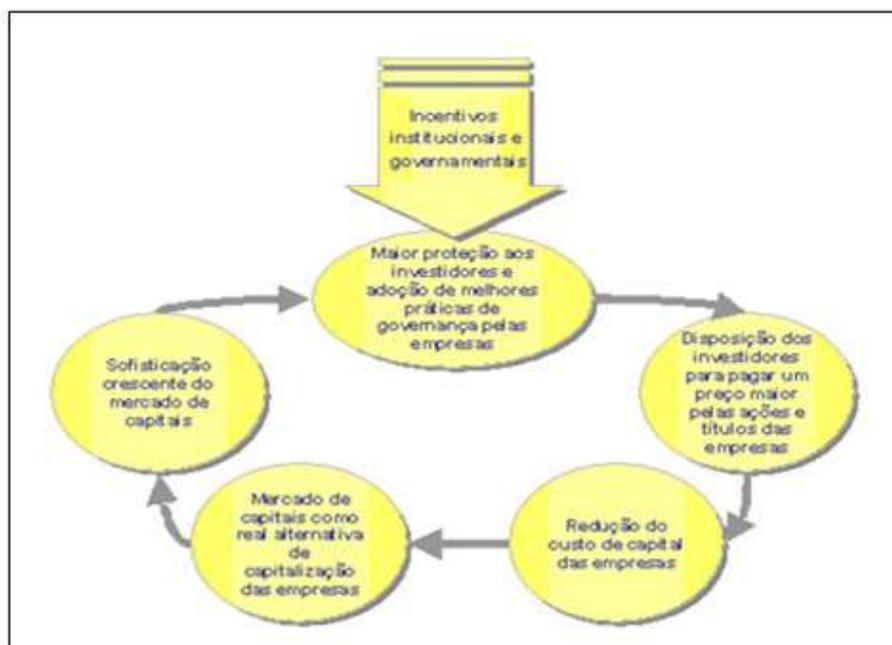


FIGURA 2 - Círculo virtuoso proposto para a Governança Corporativa no Brasil
Fonte: SILVEIRA, 2002, p. 40.

De acordo com Bushman *et al.* (2001), a transparência, ou *disclosure*, é definida como a disponibilidade de informações relevantes e confiáveis, específicas das empresas, para os participantes do mercado. Segundo os autores, o fator de transparência da governança está intimamente ligado ao sistema legal do país e, o fator de transparência financeira está relacionado às políticas econômicas.

Diante das várias crises de credibilidade enfrentadas pelo mercado de capitais norte-americano e os escândalos contábeis envolvendo empresas bem-conceituadas mundialmente, como a *Enron*, *WorldCom*, *Tyco*, dentre outras, tornou-se necessária a ação das autoridades norte-americanas para evitar maiores prejuízos e buscar a recuperação da credibilidade do mercado. Fator fundamental para assegurar que a maior economia capitalista do mundo se mantivesse como tal. Com esse propósito, foi praticamente unânime a decisão do congresso norte-americano ao aprovar a implementação de uma nova legislação: a Lei Sarbanes-Oxley (SANTOS, LEMES, 2007).

Na visão de Oliveira e Linhares (2007), a lei Sarbanes-Oxley é considerada uma das mais rigorosas regulamentações a tratar de controles internos, elaboração de relatórios financeiros e divulgações já impostas às companhias norte-americanas, aplicável ainda a todas as empresas estrangeiras com certificados de depósitos admitidos à negociação nas bolsas de valores estadunidenses.

Na opinião de Rossetti e Andrade (2012), a lei Sarbanes-Oxley regulamentou de forma rigorosa a vida corporativa, imprimindo nova coerência às regras de governança corporativa e apresentando-se como um elemento de renovação das boas práticas de conformidade legal (*compliance*), prestação responsável de constas (*accountability*), transparência (*disclosure*) e senso de justiça (*fairness*).

Ainda segundo Oliveira e Linhares (2007), um dos destaques da Lei Sarbanes-Oxley é a sua aplicabilidade às empresas estrangeiras que possuem valores mobiliários registrados na *Securities and Exchange Commission* (SEC). Assim, as empresas brasileiras que possuem programas de *American Depositary Receipts* (ADR) admitidos à negociação nas bolsas de valores norte-americanas também estão sujeitas à nova lei.

Baseado em Pitzer (2011), com a edição da Lei Sarbanes-Oxley, todas as empresas americanas e estrangeiras que desejassem permanecer com suas ações negociadas nas bolsas americanas teriam que se adequar. Sendo uma das maiores e mais

importantes bolsas do mundo, as empresas tiveram que iniciar o processo de implantação dos controles exigidos pela nova lei.

A fraca governança, ou a falta dela, pode resultar em uso de informações privilegiadas, manipulação de resultados, ensejando problemas de conflito de interesses, como os ocorridos com a *Enron*, *Tyco*, *Worldcome Im Clone*. Nesse cenário de escândalos, a qualidade da evidenciação das empresas passou a ganhar importância, vide criação da Lei *Sarbanes-Oxley* (SILVA; NARDI; MARTINS; BAROSSO FILHO, 2014).

Na perspectiva de Silveira (2002), a falta de informações de organizações que não aderiram às boas práticas de governança corporativa faz com que investidores exijam grandes descontos para adquirirem ações de empresas pouco transparentes e com risco potencial de subtrair valor ao longo do tempo. Aplicando altas taxas de desconto a todas as empresas e causando um desestímulo nas companhias para utilização do mercado de capitais, gera-se, assim, um ciclo vicioso, conforme descrito na FIG. 3.

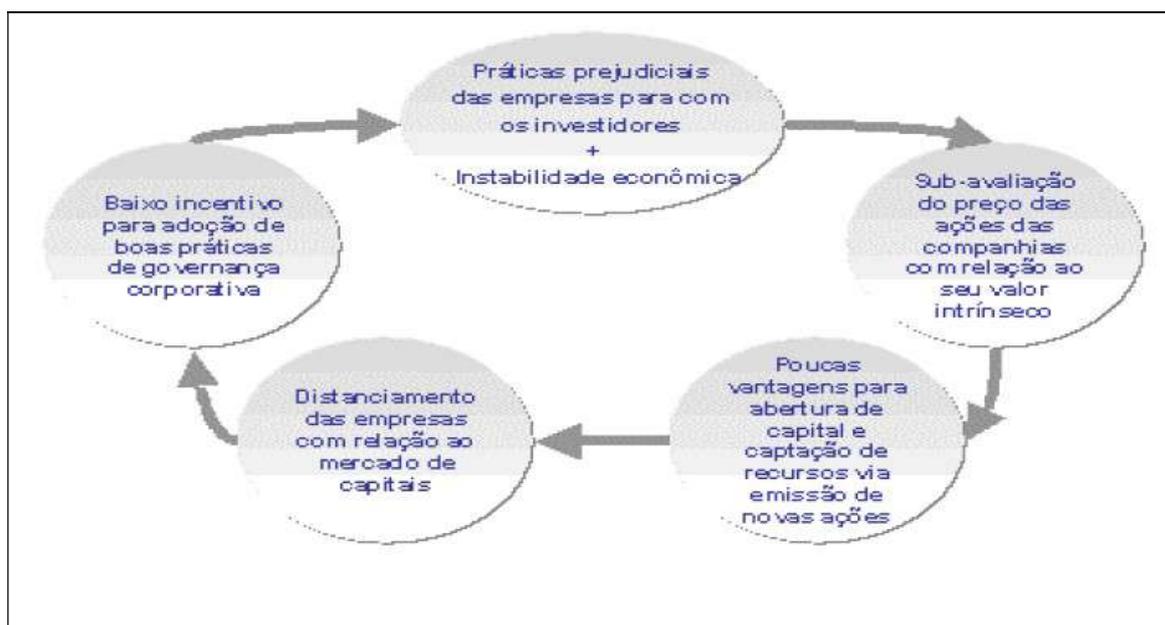


FIGURA 3 - Ciclo vicioso da Governança Corporativa no Brasil

Fonte: SILVEIRA, 2002, p. 39.

Segundo Rossetti e Andrade (2012), a sustentação da governança corporativa se estabeleceu não só pelos princípios e razões que se encontravam em suas origens, mas também pelos institutos legais e marcos regulatórios que envolvem os processos de gestão, os quais se aperfeiçoam com base nos valores que regem a boa governança.

Conforme observado por Azevedo (2002) *apud* Oliveira, Pereira e Mendes (2006), o Brasil criou um modelo de governança corporativa e construiu padrões sob medida para a sua necessidade, em que o principal foco é o combate ao controle concentrado do capital e, por consequência, a proteção aos acionistas minoritários que ficam fragilizados na presença de acionistas controladores.

Silveira e Dias Jr. (2007) descrevem uma série de casos noticiados na mídia em que os direitos dos acionistas minoritários supostamente não foram respeitados. Dentre os casos relatados no trabalho destacam-se:

- Venda da Ripasa em 2005: causou atrito entre acionistas controladores e minoritários. Três fundos de investimento que detinham 6% das ações preferenciais da Ripasa reivindicavam o direito de vender suas posições por 80% do valor pago aos ex-controladores da companhia em novembro de 2004.
- Disputa entre Previ e Arcelor em 2005: em que a Previ protocola uma reclamação na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) contra os controladores da Arcelor do Brasil. Nessa reclamação, a Previ, como acionista minoritário da empresa, alega não ter tido direito a um assento no conselho de administração da companhia como garante a lei.
- Acionistas minoritários apontaram irregularidades na liquidação do banco Bamerindus pelo HSBC em 2001: os minoritários acreditavam que foram lesados no processo de liquidação do Bamerindus, procurando ter acesso à documentação sobre as operações financeiras para poderem comprovar sua tese. A Associação dos Minoritários representava 42,5 mil acionistas que, em 1997, detinham 22,5% do controle acionário do banco liquidado. Isso representava, na época, cerca de R\$ 400 milhões em ações.

Souza Neto e Martins (2010, p. 129) relatam que: “As práticas da Governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da empresa, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade, segundo definição do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)”.

Baseado em Silveira (2004), a relação entre estruturas de governança corporativa e desempenho das empresas tem sido o foco da maior parte dos estudos sobre o tema no Brasil e no mundo.

Segundo Silva (2006a), o debate sobre governança corporativa intensificou-se no Brasil com a abertura aos capitais internacionais de risco iniciada na década de 1990. Desde então, teorias a respeito de gestão e o estudo acerca da boa gestão passaram a ser ainda mais aprofundados.

Já em 2001, foi instituída a lei 10.303 que teve como objetivo a reforma da Lei das Sociedades Anônimas, que era de grande importância para a proteção dos acionistas minoritários. Em relação à Lei 10.303/2001, Gorga (2004) demonstra que, apesar de tímida e insuficiente para o desenvolvimento do mercado de capitais, a reforma da Lei das Sociedades Anônimas trouxe algum avanço, principalmente no tocante à introdução de conselheiros representantes dos acionistas minoritários ordinários e preferencialistas.

A Nova Lei das S/As, promulgada no final de 2001 e com vigência a partir de março de 2002, visa, por meio do estabelecimento de novas regras de funcionamento para as Sociedades Anônimas, promover maior proteção aos acionistas ordinários e preferencialistas. Entre as principais alterações, estão:

- a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos acionistas minoritários, em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou, em caso de fusão ou aquisição;

- a obrigatoriedade de o adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de: alienação direta ou indireta de controle, sendo assegurado a estes acionistas minoritários preço equivalente a um mínimo de 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle;

- o direito dos preferencialistas elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social da companhia;

- o direito de os acionistas minoritários elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto;
- a possibilidade de participação no Conselho de Administração de representantes dos empregados, facultada a decisão à empresa;
- a limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;
- o fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), concedendo ao órgão maior independência funcional e financeira;
- a possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou, entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

De acordo com a BOVESPA (2002), é necessário que o valor da empresa e de suas ações seja determinado por empresa especializada, mediante a utilização de metodologia reconhecida ou com base em outro critério que venha a ser definido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Surge, então, a Câmara de Arbitragem, como alternativa ágil e especializada, capaz de fornecer aos investidores a segurança necessária na resolução de conflitos societários por meio do Regulamento de Arbitragem de Listagem, e com a finalidade de ampliar os direitos dos acionistas, assim como o fornecimento de informações de melhor qualidade. Esse regulamento disciplina os requisitos para negociação de valores mobiliários de companhias abertas em segmento especial do mercado de ações da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), denominado Novo Mercado (BOVESPA, 2002).

2.1.1 Separação entre Propriedade e Controle

De acordo com Jensen e Meckling (1976), uma relação de agência é definida como um contrato em que uma ou mais pessoas (o principal) emprega outra pessoa (o agente), para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente. A partir dessa relação entre o principal e o agente, originam-se os conflitos de agência.

A separação da propriedade e controle entre acionistas e gestores por meio da oferta pública de ações, característica marcante das grandes corporações modernas, fez com que surgisse a necessidade da criação de mecanismos que alinhassem os interesses dos gestores aos dos acionistas, a fim de fazer com que os primeiros procurassem sempre agir para o melhor interesse de todos os acionistas. Entendido dessa forma, tem-se a maximização da riqueza a partir do que foi investido (SILVEIRA, 2002).

Percebe-se, então: a essa tipologia de divergência de interesses denomina-se conflitos de agência, que nas empresas se estabelecem a partir da delegação das competências para tomadas de decisão dos agentes, quando os administradores, por terem objetivos pessoais divergentes da maximização da riqueza do principal, o acionista, passam a decidir em prol de seus interesses particulares, deixando em segundo plano os interesses dos acionistas.

A necessidade de melhores práticas de Governança Corporativa nasce como uma forma de resposta a esse conflito e, visa evitar a expropriação da riqueza do acionista pelos gestores ou pelos acionistas controladores (LEAL; FERREIRA; SILVA, 2002).

Segundo Magalhães (2007), o afastamento entre a propriedade e o controle das grandes corporações e as mudanças no comando das companhias – dos proprietários para os gestores –, bem como as divergências de interesses, foram tratados por Berle e Means, em 1932, no clássico *The modern Corporation and private property* como aspectos determinantes da evolução do mundo corporativo. Hoje é reconhecido como uma das bases conceituais da governança corporativa.

Adiante, na visão de Famá e Jensen (1983), para manter o processo de decisão “nas mãos” de administradores que não têm os mesmos interesses daqueles que têm direito aos resíduos (proprietários), acarreta-se a necessidade de controle dos

problemas da agência por meio de sistemas de decisões que dividem o controle (ratificação e monitoramento) das decisões importantes em todos os patamares da organização da administração (implementação e execução).

Os conflitos e os custos de agência são derivações diretas de uma das características do moderno mundo corporativo: a dispersão do capital de controle, geração após geração, tanto enquanto a resultante do financiamento das companhias via emissões e ofertas públicas de ações, quanto ao que decorre do inexorável processo de partilha da propriedade pela sucessão dos acionistas fundadores (ANDRADE, ROSSETTI; 2006).

O problema da governança corporativa diz respeito ao exercício do poder e, aparece cada vez que uma organização ganha vida, ou quando a propriedade de uma empresa é separada de sua gestão. Uma característica importante da dispersão de propriedade foi que os vínculos entre acionistas e gestores da empresa se tornaram distantes (ÁLVARES; GIACOMETTI; GUSSO, 2008).

Na visão de La Porta *et al.* (2000), governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protege os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores). Nesse sentido, Silveira (2002) destaca que a governança corporativa corresponde ao conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visam harmonizar a relação entre acionistas e gestores pela diminuição dos problemas de agência, em uma situação de separação entre propriedade e controle.

Dessa forma, quando a propriedade e o controle estão concentrados “nas mãos” das mesmas pessoas, os objetivos do gerente e do dono se confundem e, em grande parte dos casos, tornam-se os mesmos. Mas, quando estão separados, de um lado acionistas que carregam o risco residual, e que recebem somente o retorno residual, e, de outro lado, os gerentes que controlam o processo operacional e que tomam as decisões capazes de influenciar o risco, nesse momento, surgem conflitos (SOUZA NETO; MARTINS, 2010).

A propriedade passou gradualmente de agentes ativos para agentes passivos, sendo os primeiros proprietários de direito, e os segundos, proprietários de fato. O divórcio entre a propriedade e o controle praticamente envolveu uma nova forma de organização da sociedade (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Assim sendo, as boas práticas de governança corporativa nada mais são do que formas de minimizar os potenciais conflitos, envolvendo os agentes interessados no desenvolvimento sadio das relações entre os investidores em geral, os diretores, os

funcionários, o mercado e os órgãos legislativos e fiscalizadores (RECHTMAN; FONTES FILHO; GAMMINO, 2004).

2.1.2 Conselho de Administração

De acordo com Silveira (2002), o conselho de administração tem um papel fundamental na governança corporativa das empresas, sendo o principal mecanismo interno para diminuição dos custos de agência entre os acionistas e os gestores e, entre acionistas, controladores e minoritários.

Corroborando com Silveira, Lodi (2000) considera o conselho de administração como o principal instrumento da governança, pois deve cumprir todos os princípios. Sua missão é proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento dos proprietários, agregando valor ao empreendimento.

Baseado na visão de Ladeira (2009), o conselho de administração tem como atribuição nomear, monitorar ou até mesmo demitir diretores, definindo estratégias de negócios. Os membros do conselho de administração são eleitos pelos acionistas das empresas. Como decorrência da concentração de poder, o conselho é indicado pelo acionista controlador, reduzindo, dessa forma, a postura ativa e independente.

O conselho de administração, outro mecanismo de incentivo e controle interno, ganhou importância como resposta aos problemas de agência surgidos na governança das organizações. Assim, ele faz parte de uma solução de equilíbrio de mercado para os problemas contratuais presentes na maioria das organizações (HERMALIN; WEISBACH, 2003).

De acordo com Souza Neto e Martins (2010), o conselho de administração e o grupo de diretores constituem as unidades da governança corporativa mais discutidas na literatura, em função, principalmente, da atuação direta desses grupos na definição das políticas e gestão das empresas, tornando papel principal do conselho o monitoramento dos gerentes. Além disso, como caracterizam Álvares, Giacometti e Gusso (2008), a missão do conselho de administração é proteger o patrimônio, maximizar o retorno dos investimentos e agregar valor aos empreendimentos.

Segundo as recomendações da OCDE (2004), o Conselho deve: orientar a estratégia corporativa; estabelecer e monitorar objetivos de desempenho; fiscalizar e

administrar conflitos potenciais; garantir a integridade dos sistemas contábil e financeiro; supervisionar o processo de divulgação de informações; pronunciar-se de forma independente sobre assuntos corporativos; e, fiscalizar a eficácia das práticas de governança corporativa.

Nesse sentido, o IBGC (2004) caracteriza a missão do Conselho de Administração como sendo a proteção e valorização do patrimônio, além da maximização do retorno do investimento.

Hermalin e Weishbach (2003), por meio da literatura empírica sobre o Conselho de Administração, expõem que a composição do quadro não está relacionada com a performance da companhia, enquanto seu tamanho está negativamente relacionado com esse desempenho. Outro ponto importante é a independência do Conselho. Estudos desses autores mostram que os resultados financeiros alcançados pela empresa são melhores quando o Conselho é independente.

Para se tornar mais eficiente, o conselho de administração deve ser cada vez mais atuante e deve instituir comitês para auxiliá-lo na execução de suas atividades. Dentre os comitês que podem ser formados, há o Comitê de Auditoria, responsável por fiscalizar assuntos que envolvam demonstrações contábeis, controles internos, área financeira, auditoria interna e auditoria independente (IBGC, 2009).

O IBGC (2004) também recomenda a adoção de um Conselho Fiscal permanente, cujo objetivo é de fiscalizar os atos da Administração, agindo como um mecanismo de controle independente.

Baseado em Hung (1998), observa-se adiante a FIG. 4, que demonstra o papel do conselho de administração na organização e descreve os principais atributos dos membros do conselho.



FIGURA 4 - Papel do Conselho de Administração na organização
Fonte: HUNG, 1998, p. 105.

A Lei de Sociedades Anônimas número 6.404/76 estabeleceu parâmetros para a atuação de empresas de sociedade anônima e, as competências do conselho de administração, como uma instância deliberativa das empresas de capital aberto. Por outro lado, tanto o papel dos conselhos de administração quanto dos principais executivos das empresas, têm sido descritos e seguidos por diversas organizações com base em Códigos de Melhores Práticas (CMP) em vários países (SOUZA NETO; MARTINS, 2010).

O conselho de administração é um órgão de natureza deliberativa, de acordo com o art. 138 da Lei das Sociedades por Ações, que funciona por maioria de votos, conforme o inciso IV do artigo 140, possui competência para orientar os negócios sociais da empresa, dentre outros assuntos inseridos no art. 142 da Lei no 6404/76 e/ou estatuto social da empresa (SILVA, 2006a).

O conselho de administração é a autoridade máxima na empresa após os sócios, e entre as competências dele, destacam-se: a estratégica, a eleição e destituição dos principais executivos, a aprovação da escolha ou da dispensa dos demais executivos, o acompanhamento da gestão, o monitoramento dos riscos e a indicação e substituição dos auditores independentes (ÁLVARES; GIACOMETTI; GUSSO, 2008).

Na visão de Silveira, Barros e Famá (2003), o conselho de administração é um dos principais mecanismos para alinhamento dos interesses de acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma companhia.

O conselho de administração é o guardião do objeto social, que define os rumos do negócio conforme o interesse da organização, procurando proteger o patrimônio da companhia e, buscando maximizar o retorno do investimento agregando valor ao empreendimento (CARDOSO; 2012).

A seguir, pode-se observar a FIG. 5, que ilustra o problema de agência dos gestores no âmbito da governança corporativa.

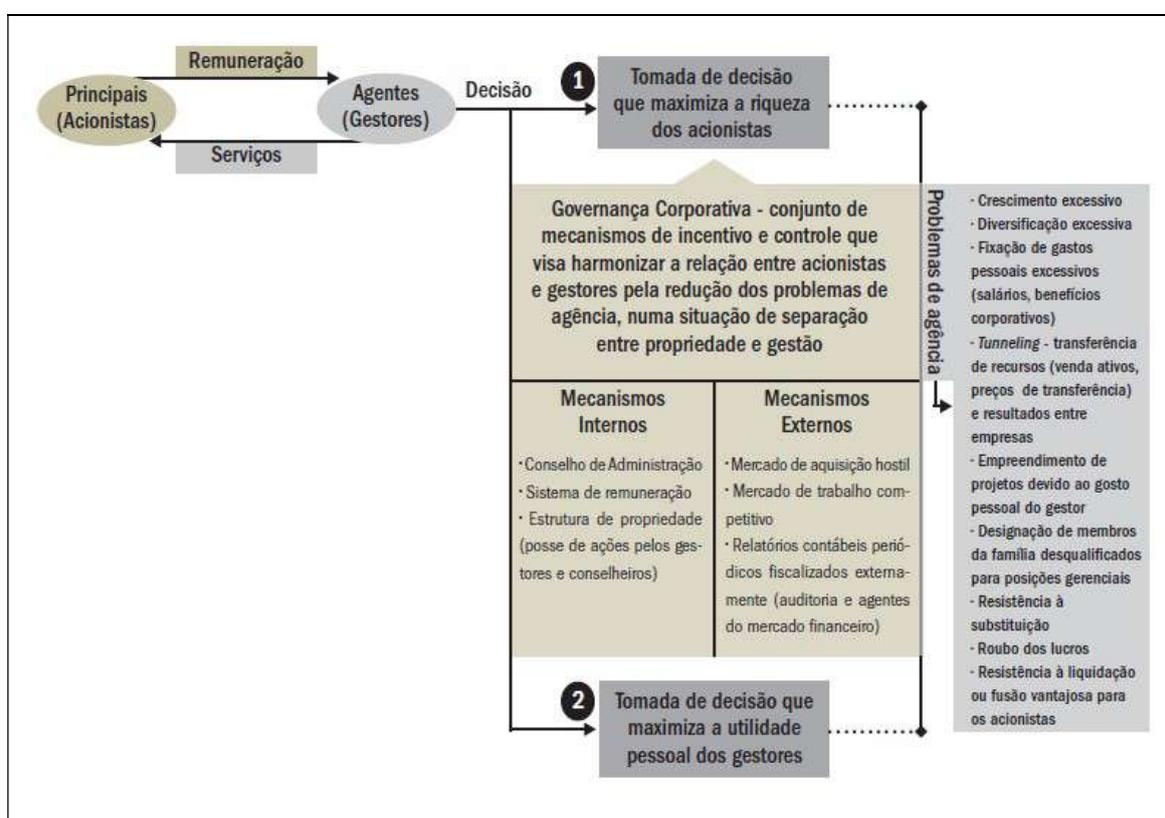


FIGURA 5 - Problema de agência dos gestores e a Governança Corporativa
Fonte: SILVEIRA, 2002, p. 14.

2.1.3 Novo Mercado e níveis diferenciados de Governança Corporativa

Em 2000, a BOVESPA – na qual se realiza o maior volume de transações do mercado de capitais brasileiro – implantou o chamado: Novo Mercado e os Níveis Diferenciados da Governança Corporativa (NDGC). O objetivo do Novo Mercado seria

proporcionar um ambiente mais transparente de negociações e estimular os novos investidores a adquirirem ações das companhias brasileiras (SOUZA NETO; MARTINS, 2010).

Segundo a BOVESPA (2011), Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

O objetivo dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado é fortalecer e promover o crescimento sustentado do mercado de capitais brasileiro, buscando aumentar a proteção ao acionista minoritário e dar maior agilidade a litígios que envolvam o acionista e a empresa (SILVA; 2008).

As exigências para a entrada nessas listagens são diferenciadas e as companhias se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e com as regras adicionais não conflitantes ao exigido pela legislação brasileira. Tais regras estão consolidadas nos regulamentos de cada um dos três níveis de governança corporativa (SILVA; 2008).

Se as companhias rescindirem o contrato, desobrigam-se dos compromissos assumidos para cada nível de governança corporativa e, como compensação, os acionistas investidores passam a ter o direito de receber uma oferta pública de aquisição de suas ações, no mínimo, pelo valor econômico (BOVESPA, 2006).

Baseado em Silva *et al.* (2014), a premissa básica da criação desses níveis é o aumento no valor das empresas e da liquidez de suas ações, pois a adesão aos níveis diferenciados tende a oferecer maior grau de segurança aos direitos dos acionistas, maior qualidade, e transparência nas informações apresentadas.

Boas práticas de governança corporativa são uma preocupação relevante para países emergentes e desenvolvidos. No Brasil, a importância de adotar padrões de governança aumentou com a necessidade de obter recursos em moeda estrangeira a custos competitivos. Para tanto, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) criou os níveis diferenciados de governança: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado (SILVA *et al.* 2014).

Na visão de Silveira (2004), a criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) visa destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de governança corporativa, sendo voluntária a adesão, via contrato entre as partes.

São três níveis distintos com um nível de exigência crescente na adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa. Segundo Ladeira (2009), os níveis diferenciados 1 e 2 de governança corporativa, estabelecidos pela BOVESPA, visam destacar entre as empresas que já possuem papéis negociados no mercado, aquelas que se comprometem a adotar regras mais rígidas do que as constantes na legislação, para aumentar a transparência e aprimorar o grau de governança corporativa.

Baseado em Silva (2008), as companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa comprometem-se, principalmente, com a dispersão acionária e com as melhorias na prestação de informações ao mercado, ou seja, fornecendo informações que auxiliem na avaliação do valor da empresa. Além disso, as empresas não devem possuir partes beneficiárias (títulos negociáveis sem valor nominal e estranhos ao capital social).

De acordo com a BOVESPA (2002), as principais práticas exigidas para inserção no Nível 1 são:

- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações (*freefloat*), representando 25% do capital;
- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais estão a exigência de consolidação e de revisão especial;
- cumprimento de regras de transparência em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- divulgação de acordos de acionistas e programas de opções de ações (*stock options*);
- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

Além de adotar as práticas do Nível 1, as companhias do Nível 2 se comprometem a adotar um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. São eles:

- mandato unificado de um ano, para todo o Conselho de Administração;
- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IASB;
- 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, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Para adentrarem no Novo Mercado, as empresas, além de se comprometerem com a adoção de todas as exigências do Nível 2, devem emitir apenas ações ordinárias. O Novo Mercado é voltado para empresas que pretendem abrir capital na Bolsa de Valores, enquanto os Níveis Diferenciados são direcionados para empresas que já têm ações negociadas na BOVESPA (SILVA, 2006a).

As empresas listadas no Novo Mercado assumem compromissos de governança corporativa que se referem à prestação de informações que facilitem o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores, e a adoção de regras societárias que equilibram os direitos de todos os acionistas (BOVESPA, 2006).

A adesão de uma organização às regras do Novo Mercado significa a aceitação de melhores práticas de governança corporativa. O Novo Mercado constitui um segmento de listagem, diferente do mercado principal, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem com a adoção de práticas da governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação (RECHTMAN; FONTES FILHO; GAMMINO, 2004).

Cardoso (2012) afirma que as companhias listadas no Novo Mercado oferecem um maior grau de transparência e qualidade nas informações divulgadas, proporcionando aos investidores maior segurança.

Conforme SILVA (2006a), o Novo Mercado é mais voltado para:

- a) empresas que desejam abrir capital, por meio da distribuição pública mínima de R\$10 milhões;
- b) empresas de capital aberto que tenham no mínimo 500 acionistas, somente com ações ordinárias;
- c) empresas de capital aberto com ações preferenciais, que possam convertê-las em ordinárias.

A organização listada no Novo Mercado deve divulgar calendário anual dos eventos significativos; todos os acordos de acionistas devem ser remetidos à BOVESPA para divulgação para melhorar a comunicação entre o mercado e a empresa, informando sobre os possíveis programas de opções de aquisição de ações destinados aos funcionários e gestores (SOUZA NETO; MARTINS, 2010).

No QUADRO 1 são citadas as exigências para adesão ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

QUADRO 1
Critérios de Acesso aos NDGC

NÍVEL	REQUISITOS PARA ACESSO
N1	<ul style="list-style-type: none"> - Manter em circulação uma parcela mínima de ações correspondente a 25% do capital - Realizar ofertas públicas de colocação de ações adotando mecanismos que favoreçam a dispersão do capital - Divulgar consolidação trimestral das demonstrações contábeis, com revisão de auditores - Informar sobre negociações de ativos da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores - Disponibilizar calendário anual de eventos corporativos - Apresentar as demonstrações do fluxo de caixa
N2	<ul style="list-style-type: none"> - Atender às exigências do N1 - Manter conselho de administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano - Disponibilizar balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IFRS - Estender, para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais - Garantir direito de voto às ações preferenciais em matérias como transformação, incorporação, cisão, fusão e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que forem deliberadas em assembleia geral - Aderir à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários
NM	<ul style="list-style-type: none"> - Atender às exigências do N2 e do N1 - Compor o capital somente por ações ordinárias - Garantir 100% de <i>Tag Along</i> (no caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço)

Fonte: ANDRADE; ROSSETTI, 2004.

Assim, torna-se imprescindível a revitalização constante da forma de gestão, com a finalidade de identificar necessidades, reavaliar o modelo, adequar-se à realidade e atender às necessidades de clientes, mercados, colaboradores; garantindo, dessa forma, crescimento organizacional e melhores retornos dos recursos investidos.

2.1.4 Mercado de Capitais

De acordo com Pinheiro (2009), mercado de capitais é um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores.

Na visão de Silveira (2004), o senso comum indica que empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtêm melhores resultados, e também são mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações, do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada.

Na perspectiva de Lima *et al.* (2013), alguns autores brasileiros, tais como Carvalho (2003), Santos e Pedreira (2004), e Martins, Silva e Nardi (2006) buscaram provar a existência de evidências empíricas da relação entre governança e o desempenho das organizações no mercado de capitais. Esses autores mostraram que os índices de rentabilidade de empresas que migraram para o mercado diferenciado, ou seja, que passaram a adotar as melhores práticas de governança corporativa, são mais auspiciosos que aqueles das empresas que não as adotaram, negociando seus papéis ainda no mercado tradicional.

Para a OECD (*apud* THOMSON FINANCIAL, 2003, p. 10) a empresa com boas práticas de governança corporativa na área de mercado de capitais observa os seguintes princípios:

- reconhecimento e proteção aos direitos dos acionistas;
 - tratamento equitativo aos acionistas;
 - garantia para os *stakeholders* de acesso às informações relevantes;
 - transparência das informações;
- responsabilidade dos Conselhos.

2.2 Imagem Institucional

Segundo Cunha (2001), existem muitos conceitos sobre imagem, que oscilam desde a consideração da imagem como um fenômeno perceptivo (sensação ótica), até a conceituação de imagem como um fenômeno mais complexo (percepção visual quanto à respectiva simbólica).

Kotler (1998) defende que a imagem organizacional é a forma com que um indivíduo vê uma organização. Somando-se a essa visão, conforme Sheth *et al* (2001), a imagem institucional é a corporação inteira percebida pelo público, a qual pode ser

entendida como os clientes, investidores, governo, fornecedores, concorrentes entre outros.

Para Neves (1998), a imagem institucional é a forma pela qual empresas e instituições são percebidas; assegura ainda que a importância da imagem institucional tem crescido consideravelmente nos últimos anos, visto que quando a qualidade do produto/serviço oferecido e o preço justo praticado deixam de ser diferenciais competitivos, tornando-se um pressuposto para a sobrevivência das organizações no mercado. O valor simbólico associado a elas é o que lhes atribui características diferenciais.

Na visão de Bernardino e Suaiden (2011), a imagem da organização como ativo intangível é o entendimento da imagem ultrapassando as fronteiras da identidade visual, da publicidade e da propaganda. Porém, nesse sentido, a imagem da organização compreenderia a totalidade da organização, seus produtos e serviços (como se projeta para a população), a cultura da instituição e as pessoas envolvidas (como ela se vê e se percebe), os processos de comunicação interna e externa, e as relações com a comunidade (como se estrutura tecnológica e comercialmente).

A construção da imagem organizacional envolve a autoapresentação dos elementos que a empresa deseja demonstrar para a sociedade. É o processo desenvolvido para compor e manter sua representatividade perante os *stakeholders*. Assim sendo, imagem organizacional pode ser entendida como o conjunto de sentimentos, ideias e atitudes que os clientes revelam em relação a uma corporação ou a uma marca (LEITE, 2010).

A imagem é adquirida pela empresa da mesma maneira que uma pessoa adquire sua personalidade, lembrando que a própria lei denomina uma companhia de *pessoa jurídica*” (NARDI; NAKAO, 2006).

Toni e Schuler (2007) esclarecem que imagens são derivadas de representações, impressões de um produto, de uma marca ou uma organização, recebidas e armazenadas na memória de forma holística. Ao estudar a imagem do produto, esses autores ressaltam a imagem de personalidade, a qual seria derivada não somente de exposições de imagens físicas, mas fruto de interpretações e associações psicológicas, sendo, então, recriada pelo consumidor.

Segundo Kunsch (2003), a subjetividade da realidade é objetiva, ou seja, as pessoas interpretam as mensagens emitidas pela organização de acordo com as

experiências vivenciadas durante toda a sua vida, fazendo com que cada imagem formada seja única e individual e ocorra de maneira interdependente.

Corroborando com Kunsch (2003), Carrieri, Almeida e Fonseca (2004), afirmam que o processo de construção da imagem inicia-se na percepção da emissão de uma mensagem, desencadeando o processo de interpretação dessa imagem, que ganhará uma versão própria para cada indivíduo.

Vaz (1995) afirma que imagem é um conjunto de ideias que uma pessoa tem, ou assimila, a respeito de um objeto, e que em sua consciência se forma um entendimento particular sobre tal objeto, seja ele um fato, uma pessoa ou uma instituição. Em termos mercadológicos, a imagem é um quadro de referências que o consumidor recorre para avaliar se uma ideia merece seu interesse, simpatia ou apoio.

Para Argenti (2006), a imagem é o reflexo da identidade de uma organização. É a organização sob o ponto de vista de seus diferentes públicos. A imagem de qualquer organização se dá em função de como os diferentes públicos percebem essa organização, com base em todas as mensagens que ela envia em nome de logomarcas e por meio de autoapresentações, incluindo expressões de sua visão corporativa.

Já Chaves (1988) define a imagem institucional como o registro público dos atributos identificadores do sujeito social. “É a leitura pública de uma instituição, a interpretação que a sociedade ou cada um de seus grupos [...] tem ou constrói de modo intencional ou espontâneo”.

Na visão de Bernardino e Suaiden (2011), imagem é como a organização: se enxerga e se compreende, em segundo, como se projeta para a comunidade; e, em terceiro, como se estrutura e se relaciona com seu público. Para isso, serão recortadas as percepções – contidas nos discursos de vários autores brasileiros – acerca da biblioteca pública enquanto instituição nas últimas décadas.

Kunsch (2003), ao citar Riel (1995), afirma que a imagem é um conjunto de significados pelos quais se chega a conhecer um objeto e por meio do qual as pessoas o descrevem, recordam e se relacionam.

Segundo Gracioso (1995), a percepção que o público-alvo tem de determinada empresa é o reflexo do posicionamento escolhido percebido, isto é, a sua imagem. Da mesma forma, uma imagem condizente com o posicionamento estratégico torna-se um fator importante de reforço estratégico. O processo de construção da imagem inicia-se na percepção da emissão de uma mensagem, desencadeando o

processo de interpretação dessa imagem, que ganhará uma versão própria para cada indivíduo (CARRIERI; ALMEIDA; FONSECA, 2004).

Para Torquato (1992), a imagem consiste naquilo que a empresa deseja projetar; já a identidade se refere ao caráter, ao conceito básico e à personalidade da organização. A imagem é a extensão, a sombra dessa identidade.

Carrieri, Almeida e Fonseca (2004) utilizam a definição de Dowling (1986), que afirma que imagem é o conjunto de significados pelo qual um objeto é conhecido e que o indivíduo utiliza para descrevê-lo, lembrá-lo e se relacionar. Os autores destacam que imagem organizacional é uma das formas de conhecimento compartilhado, importante para o funcionamento das organizações, pois está relacionada às respostas afetivas e de comportamento dos membros.

Ainda baseado em Torquato (1992), a imagem é resultado do desenvolvimento do conceito de comunicação, entendendo-se por imagem aquilo que a empresa deseja projetar, diferente da identidade da organização, que se trata do caráter e da personalidade da mesma.

Dessa forma, a imagem institucional cumpre importantes funções, e para que atinja perfeito desempenho, deve ser definida, avaliada e comparada, antecipadamente, com outras que já existem, estruturada, implantada e controlada em sua evolução e absolutamente dirigida (COSTA, 1977).

Pode-se perceber que a imagem é um produto do desenvolvimento do conceito de comunicação. No contexto organizacional, seria aquilo que a empresa deseja projetar, envolvendo o caráter e a personalidade da organização, incluindo também elementos simbólicos que nela se expressam. A imagem organizacional não contempla somente os aspectos objetivos da percepção do outro sobre algo, mas também aspectos simbólicos, uma vez que há uma construção de significados a partir da visão de um indivíduo sobre crenças, ideias e impressões (TORQUATO, 2003).

Além disso, como caracteriza Carvalho (2004), a publicidade tem o poder de influenciar a criação de novos estilos, comportamentos, padrões de vida ideal, novos conceitos, valores; despertar desejos ou frustrações, ao mesmo tempo em que oferece soluções para elas. Interferindo culturalmente e socialmente na vida das pessoas, explorando o universo dos desejos e desempenhando a manutenção da imagem institucional de uma organização, fundamental para a sua credibilidade. Dessa forma, cabe à organização conseguir repassar ao cliente sua imagem de maneira clara e precisa.

Ao interpretar os sinais emitidos pela organização, os indivíduos integrantes de um ou mais dos diferentes públicos, lhe atribuem uma imagem, que passa a representar a organização em suas mentes.

Corroborando com tal afirmação, Barich e Kotler (1991) acrescentam que a empresa não possui uma, mas várias imagens, dependendo do objeto em estudo, ou do público com que se relaciona. Ou ainda da intenção que se tenha.

No que se refere à imagem, um indivíduo deve perceber o caráter de uma firma seja pelo uso de conhecimentos obtidos após longa observação e estudo, ou pela análise de dados da empresa [...] Essa última forma é conseguida quando a empresa divulga seus relatórios anuais seguindo um dos principais princípios de governança corporativa: a transparência (NARDI; NAKAO, 2006)..

Uma imagem favorável e bem conhecida, corporativa e/ou local, é um patrimônio para qualquer empresa, porque a imagem tem um impacto sobre a visão que o cliente tem da comunicação e das operações da empresa em muitos aspectos (GRÖNROOS, 1995).

Na visão de Kotler e Fox (1994), a imagem pode ser constituída de duas formas opostas: uma forma em que a imagem é amplamente determinada pelo objeto, e outra, em que as imagens são largamente determinadas pela pessoa. Para uma visualização de forma mais objetiva, o QUADRO 2 demonstra a diferença entre as duas:

QUADRO 2
Diferenças entre diversos tipos de imagens

A imagem é determinada pelo objeto	A imagem é determinada pela pessoa
1) as pessoas tendem a ter experiências de primeira mão com os objetos;	1) as pessoas têm graus diferentes de contato com o objeto;
2) obtêm dados sensoriais confiáveis do objeto;	2) colocadas diante do mesmo, perceberão seletivamente seus diferentes aspectos;
3) tendem a processar esses dados sensoriais de maneira semelhante, mesmo tendo antecedentes e personalidades diferentes.	3) têm maneiras individuais de processar dados sensoriais, o que as levam à distorção seletiva.
Estas suposições envolvidas implicam que as instituições não podem criar facilmente imagens falsas de si mesmas.	As pessoas fazem imagens diferentes do objeto, isto é, há uma relação fraca entre imagem e objeto real.

Fonte: KOTLER; FOX, 1994, p. 63.

O envolvimento de empresas que se preocupam com a própria imagem nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDCG) e, conseqüentemente, com o cumprimento de certas regras, dentre elas, a maior transparência das informações, refletem positivamente na imagem dessas instituições, conferindo maior segurança nas

análises financeiras. Por outro lado, essa segurança favorece um menor custo de capital, pois poderão surgir mais investidores apostando e confiando nessa empresa.

De acordo com Pindyck e Rubinfeld (2002), o termo sinalização é um processo em que a empresa envia sinais (transfere informações) aos compradores ou investidores a respeito da qualidade do produto (ou ações). Na visão de Nardi e Nakao (2008), uma das formas da empresa enviar sinais ao mercado pode ser por meio de seus comprometerimentos, sua ética, sua responsabilidade e ações perante a sociedade, e o mercado de capitais, ou em outras palavras, por meio de sua imagem institucional.

2.3 Decisão de Investir

No dizer de Lanzana (2004), quando uma empresa se compromete em fornecer informações de alta qualidade para o mercado, tem como consequência a redução do risco de o investidor perder capital, atraindo mais fundos para o mercado de capitais, aumentando a liquidez das ações.

Corroborando com Lanzana (2004), Silva (2006a) afirma que as boas práticas de governança corporativa ajudam as empresas a sinalizarem para o mercado que elas estão dispostas a evidenciar informações, de forma mais justa aos participantes do mercado de capitais, transmitindo, assim, maior segurança aos investidores.

A FIG. 6, extraída de Andrade e Rossetti (2004), demonstra de forma resumida o processo interativo de criação de valor em vários níveis proporcionado pelas boas práticas de governança corporativa.

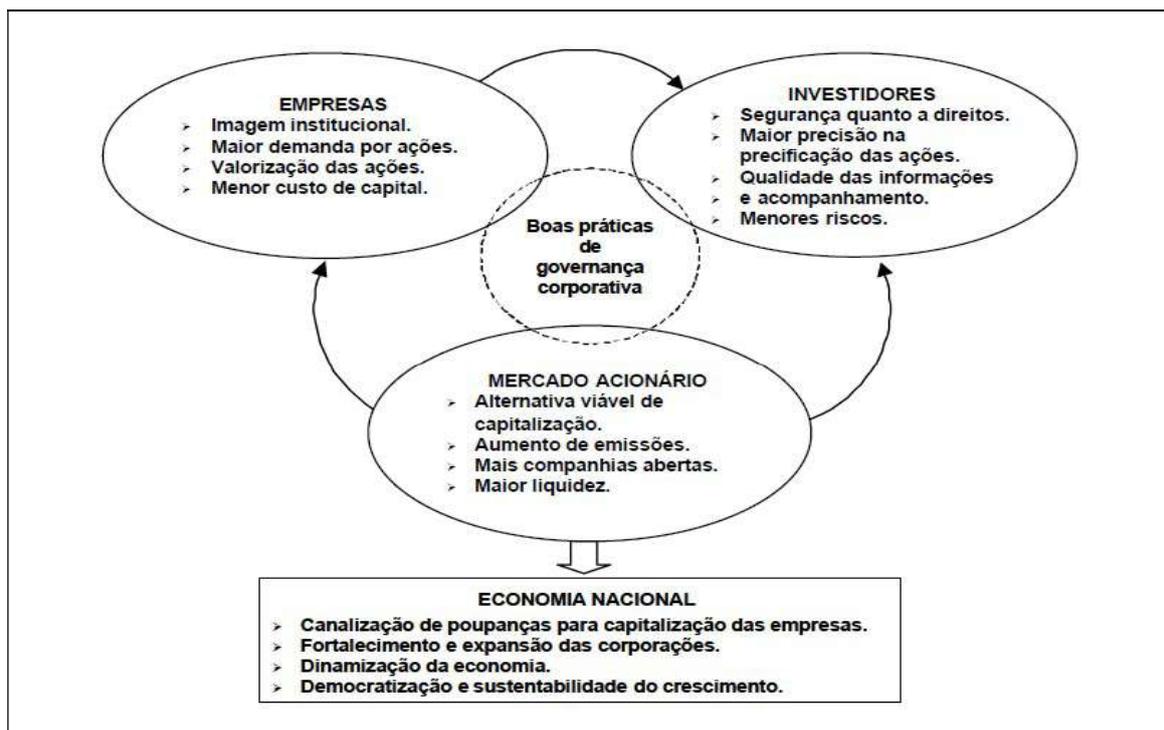


FIGURA 6 - Governança à atratividade e desenvolvimento do mercado: círculo virtuoso de impactos macroeconômicos

Fonte: ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p. 349.

Baseado em Nardi e Nakao (2008), quando um investidor procura estudar o negócio, a companhia na qual pretende investir, ele analisa papéis, demonstrativos financeiros, como a empresa está sendo vista no mercado, suas relações com a sociedade, fornecedores e cliente, e é assim que ele faz a distinção de uma empresa para outra, por meio da imagem feita por ele da empresa.

Existem estudos que demonstram que a adesão a algum Nível Diferenciado de Governança Corporativa é capaz de aumentar a atratividade de investidores.

Como exemplo da afirmação anterior, tem-se: a) Martins, Silva e Nardi (2006) diagnosticaram que há fortes indícios de que a migração das empresas para os NDGC impacta na liquidez das ações e, por conseguinte, no custo de capital das companhias; b) Carvalho (2003) verificou a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa com respeito ao preço das ações, sua liquidez e volatilidade, tendo como resultado que a migração impacta positivamente no valor das ações, aumenta o volume de negociação, bem como a liquidez dos títulos; c) Silveira, Barros e Famá (2003) estudaram o impacto do tamanho do quadro de diretores e composição do conselho, e encontraram que empresas com pessoas distintas, ocupando o cargo de presidente da diretoria e CEO, possuem maior valor de mercado; d) estudo de Silveira (2002), teve como objetivo principal verificar se existe alguma relação significativa

entre governança corporativa, valor da empresa e desempenho, e constatou que a relação entre governança e valor é diferente daquela entre governança e desempenho, sendo esta, mais forte com o valor da empresa.

Visando a atratividade de recursos, Cardoso (2012) afirma que o mercado acionário cada vez mais requer das organizações, relatórios contábeis com maior qualidade e fidedignidade. Nesse contexto, a governança corporativa surge como um sistema que tenta transmitir aos diferentes grupos de interesses, um maior grau de transparência e probidade nas informações divulgadas pelas empresas para suporte na sua avaliação.

Para assegurar maior transparência e confiabilidade aos investidores, mecanismos de governança corporativa são implementados, visando proteger os fornecedores de capital de uma possível expropriação por parte dos responsáveis por sua gestão (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

As práticas de governança devem conceder direitos e garantias aos *stakeholders* com objetivo de reduzir a assimetria de informação e conflito de agência entre acionistas não controladores e controladores, que possuem grande influência sobre os gestores (LA PORTA *et al.*, 2000).

Corroborando com tal afirmação, Silva *et al.* (2014) afirmam que investidores com mais informações sobre as empresas estariam mais dispostos a investir, o que implica maior confiança e demanda por títulos das empresas presentes nos níveis de governança, causando aumento na liquidez das ações das mesmas.

Nesse sentido, a governança corporativa é um sistema de mecanismos que contribui para reduzir os problemas causados pelo conflito de agência nas instituições, buscando uma democratização do relacionamento entre acionistas, auditores independentes, executivos e conselho fiscal. É uma forma de aumentar o valor das organizações, tornando mais acessível e atraente o acesso ao capital, contribuindo assim, para a continuidade dos negócios (CARDOSO; 2012).

Shleifer e Vishny (1997) descrevem como as empresas conseguem atrair capital apesar dos esperados custos de agência, sugerindo como poderia ser estruturado um sistema de governança eficaz. Segundo os autores, algumas empresas conseguem captar recursos sem dar em troca qualquer poder aos investidores, devido apenas à sua reputação no mercado de capitais, ou ao otimismo excessivo dos investidores. Essa situação, entretanto, ocorre com poucas empresas e de forma esporádica, de acordo com os ciclos no mercado financeiro. Na maioria das vezes, as empresas têm que conceder

poder aos investidores em troca de recursos. Uma das formas de concessão de poder aos investidores é por meio de uma efetiva proteção legal contra expropriação dos gestores e acionistas controladores (SHEIFER; VISHNY, 1997).

As formas pelas quais as empresas podem conseguir financiamento, sugeridas por Shleifer e Vishny (1997) são resumidas na FIG. 7:

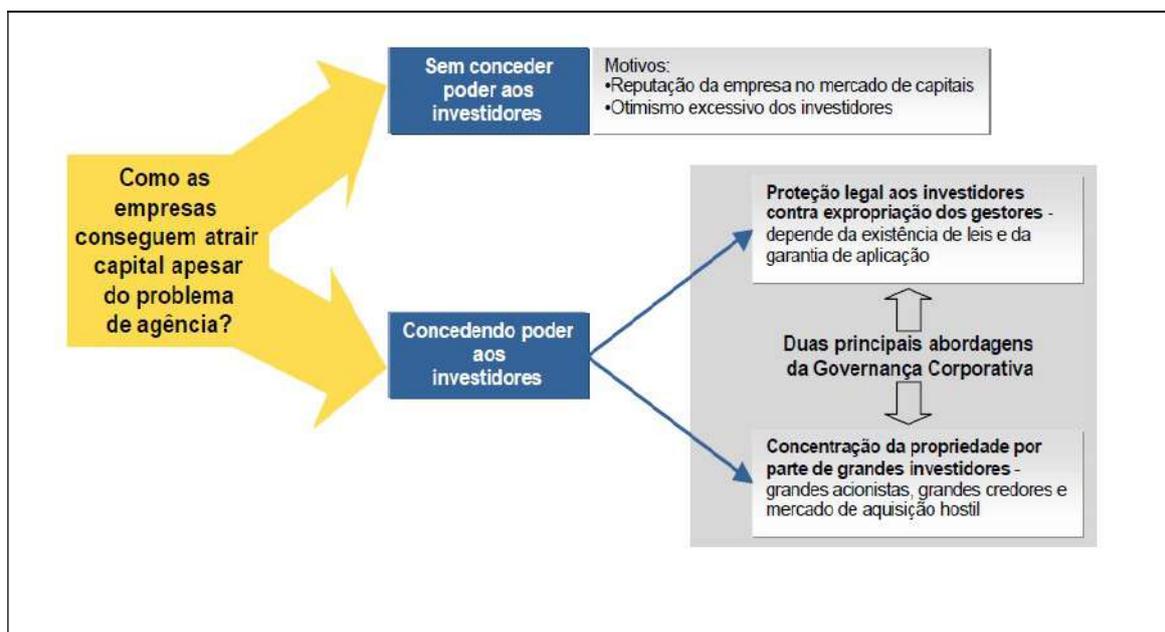


FIGURA 7 - Formas pelas quais as empresas conseguem atrair capitais
Fonte: SHLEIFER; VISHNY, 1997.

Como resultado, espera-se que um maior alinhamento de interesses nas organizações resulte em possíveis reduções de custo de captação e em aumento do valor das companhias (SILVEIRA, 2004).

Baseado em Cardoso (2012), a adesão dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, propostos pela BOVESPA, é um fator essencial para atrair mais investidores para as companhias, pois transparece maior segurança e credibilidade nas informações disponibilizadas.

Quando os usuários ou os possíveis investidores de uma empresa possuem informações mais claras da instituição, acabam tendo uma imagem diferenciada da mesma, por estarem percebendo os pontos fortes ou fracos, por poderem conhecer melhor a realidade econômico-financeira da empresa e o lugar que possivelmente estarão investindo. Ou seja, passam a conhecer melhor os riscos que envolvem essa instituição e seus negócios (NARDI; NAKAO, 2008).

Do ponto de vista de Nardi e Nakao (2008), empresas menos opacas em suas informações podem diminuir as incertezas de possíveis investidores quanto aos conhecimentos sobre a organização como um todo, podendo dar mais credibilidade à referida firma. Tudo em vista da imagem formada pela postura mais transparente que a empresa se comprometeu a obter.

Para a BOVESPA (2005), a premissa básica da criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) é a valorização e o aumento da liquidez das ações das empresas. Isso ocorre, pois a adesão aos NDGC oferece um maior grau de segurança aos direitos dos acionistas e maior qualidade nas informações apresentadas pelas empresas.

Ainda segundo Nardi e Nakao (2006), de forma geral, o objetivo da criação dos NDGC é que as empresas, inseridas em um ambiente de melhores práticas da governança e com atitude de divulgação de informações mais diáfanas, sejam notadas com maior segurança pelos investidores, e assim, conseguir a redução de seu custo de captação.

Para Vasconcellos (2002), as boas práticas de governança corporativa aumentam a eficiência da gestão, reduzem o custo de capital, atraem novos investimentos e possibilitam o crescimento da empresa.

Vasconcellos (2002) diz ainda que a maior transparência resulta em menor risco para os investidores e, conseqüentemente, aumenta a valorização da empresa. Isso pode ocorrer, pois, com maior transparência das informações, entre elas, aquelas mais importantes para a tomada de decisões e verificação de riscos, diminui-se a possibilidade de *insidertraders*.

Schadewitz e Blevins (1998) afirmam que quando os investidores são racionais acabam percebendo os possíveis riscos das empresas, assim, evitam assumir posições acionárias em companhias na qual a quantidade e a qualidade de evidenciação de informação é consideravelmente baixa em relação as suas expectativas.

Por esse caminho, segundo Nardi e Nakao (2006), quando as pessoas ou os possíveis investidores de uma empresa possuem informações mais claras da instituição, acabam tendo uma imagem diferenciada da mesma, por estarem percebendo os possíveis pontos fortes ou fracos. Por poderem conhecer melhor a empresa e o lugar que possivelmente estarão investindo, assim, passam a conhecer melhor os riscos que envolvem essa instituição e seus negócios.

Cachon e Swinney (2009) sugerem que a investigação sobre o comportamento do consumidor é uma ferramenta que ajuda os gerentes a traçarem os seus objetivos, compreender os significados e mensagens expressadas pela posse de produtos e identificar os desejos e expectativas do consumidor em cada mercado específico.

Na visão de Griskevicius e Kenrick (2013), o comportamento do consumidor é definido pela forma como pessoas diferentes alocam seus recursos limitados em circunstâncias diferentes, e, além disso, como esse dado pode dizer sobre quais necessidades as pessoas priorizam, podendo prover uma visão sobre as preferências dos consumidores e processos de decisão.

Silveira, Barros e Famá (2003, p. 52) sugerem que “empresas com uma estrutura de governança mais adequada [...] devem ser mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações, trazendo implícito o entendimento de que a adoção das práticas de governança corporativa por parte das empresas afeta seu respectivo valor de mercado”.

A adesão das empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa também pode ser vista como uma solução, à medida que sinalizam para o mercado estarem dispostas a diminuir a assimetria de informações entre os participantes do mercado de capitais e, a transmitir maior segurança aos investidores (SILVA; NARDI; MARTINS, 2014).

Devido à maior capacidade de atratividade de recursos, as organizações adquirem vantagem competitiva em relação aos concorrentes. Vantagem competitiva é tida como a principal hipótese para explicar o desempenho superior das empresas, e, assim, passa a representar o objetivo fundamental da gestão estratégica (POWELL, 2001; SOUTH, 1981).

Empresas com uma estrutura de governança mais adequada às práticas recomendadas pelos “Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa” devem ser mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações, do que empresas com uma estrutura de governança menos adequada. (SILVEIRA, BARROS, FAMÁ; 2003).

Empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtêm melhores resultados e também são mais bem avaliadas pelo mercado no preço das suas ações do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada, *ceteris paribus*. Nesse contexto, parece

estar implícita a hipótese de que a estrutura de governança corporativa da empresa afeta seu desempenho e valor de mercado (SILVEIRA, 2002).

3 METODOLOGIA

Nesta etapa, foi abordado o caminho metodológico implementando no estudo, por meio de caracterização da pesquisa e coleta de dados.

3.1 Caracterização da pesquisa

Uma pesquisa pode ser caracterizada quanto à abordagem do problema como quantitativa ou qualitativa. A quantitativa aborda como método de pesquisa diferentes técnicas estatísticas para quantificar opiniões e informações coletadas. Na visão de Malhotra (2001), a pesquisa quantitativa procura quantificar os dados e aplicar alguma forma de análise estatística. Já a qualitativa explora as particularidades e os traços subjetivos considerando a experiência pessoal do entrevistado.

As pesquisas ainda são classificadas segundo seus objetivos gerais, podendo ser exploratória, descritiva ou explicativa. A exploratória aproxima-se com o que está relacionado com o objeto de pesquisa, como por exemplo, estudos de caso e pesquisas bibliográficas. Para Gil (2010), a pesquisa exploratória tem como propósito proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito, ou construir hipóteses.

Já a pesquisa descritiva busca o levantamento de dados recorrendo a técnicas padronizadas de coleta, como o questionário ou a observação sistemática. De acordo com Gil (2010), a pesquisa descritiva tem como objetivo a descrição das características de determinada população e pode ser elaborada também com a finalidade de identificar possíveis relações entre variáveis.

Por fim, a pesquisa explicativa procura esclarecer os fatores que ocasionam os fenômenos. Segundo Gil (2010), as pesquisas explicativas têm como propósito identificar fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência de fenômenos.

Já a pesquisa em questão, caracteriza-se como quantitativo-descritiva, pois se realizou por meio de levantamentos de dados, quantificação e observação sistemática de particularidades das informações coletadas acerca da governança corporativa, da imagem institucional e da decisão de investimento.

3.1.1 Modelo proposto de pesquisa

Esta pesquisa se baseou, inicialmente, no modelo estrutural da FIG. 8, buscando demonstrar a correlação entre Governança Corporativa (GC), Imagem Institucional (II) e Decisão de Investir (DI).

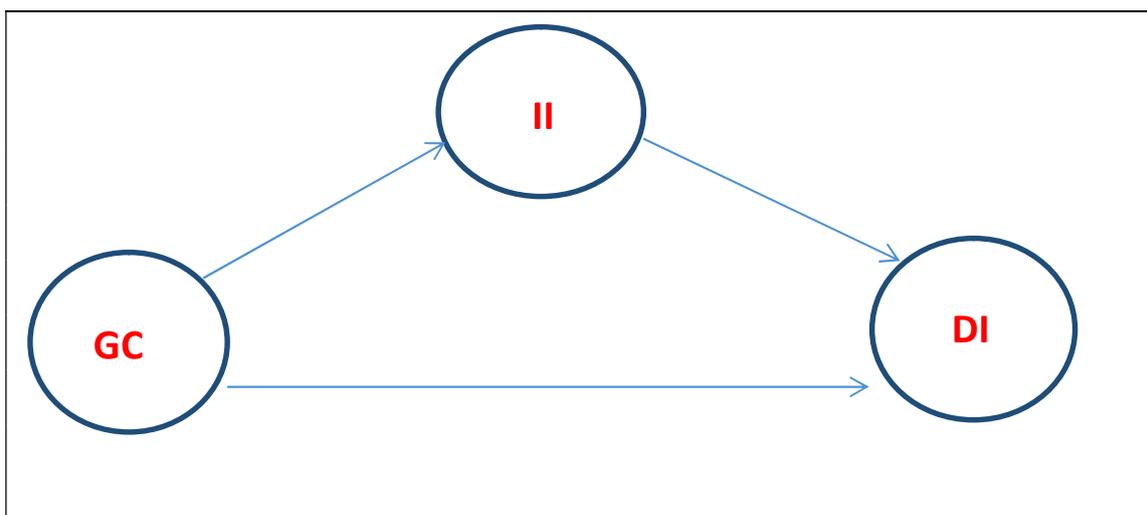


FIGURA 8 - Esboço inicial do Modelo estrutural
Fonte: Elaborado pelo autor.

Quanto aos fins, esta pesquisa foi definida como descritiva, isto é, adotou-se aqui o método de pesquisas padronizadas de coleta de dados. Assim como o uso de questionários em que se buscou descrever características de determinada população, tentando identificar possíveis relações entre as variáveis (GIL, 2010).

A pesquisa, por sua natureza, caracteriza-se como aplicada, e, em relação ao tipo, conforma-se, novamente, como descritiva, pois se buscou como principal objetivo a descrição de um tema específico. No caso, um tema relacionado às características ou funções do mercado (MALHOTRA, 1996).

Dessa forma, a pesquisa, classificada como descritiva, deseja caracterizar a situação que se propôs a responder, utilizando informações primárias obtidas por via de coleta de dados, que foram desenvolvidas em questionários e entrevistas com investidores e gerentes de banco, buscando responder quais os diferenciais percebidos para promover o incentivo de investimento em organizações que adotam boas práticas de governança corporativa.

Assim, no que tange ao público alvo, deve-se considerar os investidores como foco dessa pesquisa. Entende-se aqui, como investidor aquele que tem ou teve, em algum momento, capital investido em instituições financeiras ou em mercado de capitais, independentemente da quantidade ou do prazo aplicado.

Como mencionado, este trabalho foi realizado por meio de análise quantitativa, com pesquisa baseada em questionários estruturados do modelo *Survey*, que foram enviados via Google Docs. Antecedendo essa fase, houve um processo de refinamento dos questionários a partir da aplicação de entrevistas com dez gerentes de banco/consultores de investimentos, com vistas a aperfeiçoar as questões que seriam trabalhadas durante o processamento dos questionários. Posteriormente, o processo de coleta de dados foi concluído com a aplicação e análise dos questionários aprimorados para os investidores.

Na visão de Bryman (1989), a pesquisa baseada em questionários *Survey* implica a coleção de dados em um número de unidades e, geralmente, em uma única conjuntura de tempo, com uma visão para coletar sistematicamente um conjunto de dados quantificáveis, no que diz respeito a um número de variáveis que são examinadas para discernir padrões de associação.

3.2 Procedimentos empíricos da pesquisa e tratamento dos dados

Com vistas a atingir os objetivos propostos, a pesquisa de campo foi realizada com um total de 242 respondentes, em um questionário *Survey*, contendo 2 variáveis para fins de caracterização do entrevistado e mais 15 questões acerca do objeto de estudo, divididos nos três construtos ("Governança Corporativa", "Imagem Institucional" e "Decisões de Investir").

Com relação ao retorno dos questionários, verificou-se que das 3.630 respostas geradas a partir das 15 questões envolvendo o objeto de estudo, foram encontradas 27 células em branco. Foi verificado que 2 indivíduos apresentaram mais de 10% de dados perdidos e foram excluídos das análises. Na base de dados de 240 indivíduos restantes ainda restaram 10 observações perdidas do total de 3.600 observações. Seguindo a contribuição de Hair *et al* (2009), tais células em branco

contidas na base foram tratadas como a imputação pela média da variável, por ser um dos métodos mais adequados e amplamente empregados.

Como procedimentos estatísticos utilizados para tratamento estatístico dos dados extraídos da pesquisa de campo, verificou-se a existência de dois tipos de “*outliers*”: **univariados e multivariados**. Os *outliers* representam as respostas divergentes com base em cada uma das variáveis do modelo, e os multivariados, são os que apresentam um padrão de resposta diferente considerando todas as variáveis ao mesmo tempo. Os *outliers* univariados foram diagnosticados por meio da padronização dos resultados, de forma que a média da variável seja 0 e o desvio padrão 1. Assim, foram considerados *outliers* univariados aquelas observações com escores padronizados fora do intervalo de $[-3, 29]$, seguindo a orientação metodológica de Hair *et al* (2009).

Já os *outliers* multivariados foram diagnosticados com base na medida denominada “Medida D^2 de Mahalanobis” (2009). Os indivíduos que apresentam uma significância da medida inferior a 0,001 foram considerados *outliers* multivariados. Os *outliers* univariados e multivariados encontrados não foram retirados da amostra por se acreditar que as observações sejam casos válidos da população e que, caso fossem eliminadas, poderiam limitar a generalidade da análise multivariada, apesar de possivelmente melhorar seus resultados, tomando por base a contribuição de Hair *et al.* (2009).

Para descrever as variáveis relacionadas ao perfil dos entrevistados, foram calculadas as frequências absolutas e relativas. Para apresentar e comparar os itens e os indicadores de cada construto foram utilizados a média e o intervalo percentílico *Bootstrap* de 95% de confiança. Foi utilizada uma escala *Likert* de concordância fixada para variar de **-1 (Discordo totalmente) a 1 (Concordo totalmente)**. Dessa forma, valores médios negativos indicam que os indivíduos tendem a discordar, enquanto que valores positivos indicam que os indivíduos tendem a concordar. Optou-se por utilizar o método *Bootstrap* (EFRON; TIBSHIRANI, 1993) por entender que o método tem sido amplamente utilizado na realização de inferências envolvendo pesquisas em Administração e Marketing, sobretudo quando não se conhece a distribuição de probabilidade da variável de interesse.

Ainda do ponto de vista do tratamento de dados, a Modelagem de Equações Estruturais (MEE) também foi realizada para fins estatísticos. Para tanto, foi utilizada a abordagem *Partial Least Square* (PLS). Tal abordagem oferece uma alternativa à abordagem tradicional baseada na estrutura de covariância, CB-SEM (*Covariance-*

based Structural Equation Modeling techniques). De acordo com a contribuição de Monecke e Leisch (2012), o método PLS tem sido referido como uma técnica de modelagem suave com o mínimo de demanda, considerando as escalas de medidas, o tamanho amostral e distribuições residuais. O modelo de equações estruturais divide-se em duas partes: Modelo de Mensuração e Modelo Estrutural. Para verificar a validade do modelo de mensuração, ou seja, da capacidade do conjunto de indicadores de cada construto representar com precisão seu respectivo conceito, foram verificadas a “validação convergente”, “validação discriminante”, “confiabilidade e dimensionalidade”.

O critério da avaliação convergente avalia o grau em que duas medidas do mesmo conceito estão correlacionadas, enquanto que a avaliação discriminante mede o grau em que um construto é verdadeiramente diferente dos demais (HAIR *et al.*, 2009).

No sentido de verificar a validade convergente nesta pesquisa, foi utilizado o critério proposto por Fornell e Larcker (1981). Segundo o autor, por meio do método, define-se o alcance da validade convergente quando a Variância Média Extraída (VMA), mais conhecida pelo acrônimo AVE for superior a 50% (HENSELER; RINGLE; SINKOVICS, 2009), ou 40% no caso de pesquisas exploratórias (NUNNALLY; BERNSTEIN, 1994).

Já para verificar a validade discriminante, foram utilizados o método proposto por Fornell e Larcker (1981) e o método proposto por Barclay, Higgins e Thompson (1995). No primeiro método, o alcance da validade discriminante dá-se quando a variância compartilhada máxima não for maior que as respectivas AVEs, enquanto no segundo, a validade discriminante dá-se quando a carga fatorial do item foi maior que todas as suas cargas fatoriais cruzadas.

Para mensurar a confiabilidade dos construtos, que mede a consistência interna dos construtos, foi utilizado ainda o Alfa de Cronbach (AC) e a Confiabilidade Composta (CC). De acordo com Tenenhaus *et al.* (2005), os indicadores AC e CC devem ser maiores que 0,70 para uma indicação de confiabilidade do construto, sendo que em pesquisas exploratórias valores acima de 0,60 também são aceitos. Para verificar a dimensionalidade dos construtos, ou seja, se os mesmos medem somente o conceito que se propõem a medir, foi utilizado o critério elaborado por Kaiser (1958).

Após se alcançar a validação do modelo de mensuração, verificou-se as relações propostas conforme o modelo teórico proposto. O método *Bootstrap*, descrito anteriormente nesta seção, foi utilizado para calcular os intervalos de confiança para os pesos do modelo de mensuração e dos coeficientes do modelo estrutural, fornecendo informações sobre a variabilidade dos parâmetros estimados, provendo, assim, uma importante validação dos resultados.

Para verificar a qualidade dos ajustes, foram utilizados o R^2 que é representado em uma escala de 0% a 100% o quanto os construtos independentes explicam os dependentes, sendo que quanto mais próximo de 100%, melhor. Já o GoF (TENENHAUS *et al.*, 2004), considerado como uma média geométrica da média das AVEs dos construtos – e a média dos R^2 do modelo e também varia de 0% a 100%. Ainda não existe na literatura valores de corte para considerar um ajuste como bom ou ruim, mas sabe-se que quanto maior o valor melhor o ajuste.

Para comparar os indicadores do modelo entre as variáveis de caracterização da amostra foram utilizados os testes de *Mann-Whitney* (HOLLANDER; WOLFE; CHICKEN, 2013) e *Kruskal-Wallis* (HOLLANDER; WOLFE; CHICKEN, 2013), sendo que para as comparações múltiplas foi utilizado o teste de Nemenyi (1962). Para Modelagem de Equações Estruturais via PLS foi utilizado função *PLSPM* (pacote *PLSPM* do software R (versão 3.2.2)).

A seguir, serão descritos os dados analisados após terem sido extraídos em campo.

3.3 Resultados

3.3.1 Análise de dados faltantes e Outliers

Conforme descrito anteriormente, foi realizada uma a avaliação dos *outliers*, tidos como observações que apresentam um padrão de resposta diferente daquele das demais.

De acordo com Hair *et al.* (2009), pode-se classificar quatro tipos de *outliers*: (1) erros na tabulação dos dados ou falhas na codificação; (2) observações

decorrentes de algum evento extraordinário; (3) observações extraordinárias para as quais o pesquisador não tem uma explicação; e (4) observações que estão no intervalo usual de valores para cada variável, mas são únicas em sua combinação de valores entre as variáveis.

Não foram encontrados valores fora do intervalo da escala de sua respectiva variável, não evidenciando o tipo de *outlier* relacionado a erro na tabulação dos dados. Além disso, buscou-se verificar a existência de *outliers* univariados, que consiste na verificação de alguma resposta divergente com base em cada uma das variáveis do modelo, e os multivariados, que apresentam um padrão de resposta diferente, considerando todas as variáveis ao mesmo tempo. Os *outliers* univariados foram diagnosticados por meio da padronização dos resultados, de forma que a média da variável fosse 0 e o desvio padrão 1. Para tanto, observações com escores padronizados fora do intervalo de $[-3, 29]$ foram consideradas *outliers* (HAIR *et al.*, 2009). Utilizando esse critério, não foram encontradas observações atípicas de forma univariada.

Já os *outliers* multivariados foram diagnosticados com base na medida D^2 de Mahalanobis. De acordo com Hair *et al.* (2009), tal medida verifica a posição de cada observação comparada com o centro de todas as observações em um conjunto de variáveis, sendo que, ao final, é realizado um teste qui-quadrado. Os indivíduos que apresentam uma significância da medida inferior a 0,001 foram considerados *outliers* multivariados. Com base nesse método, foram encontrados 9 indivíduos atípicos de forma multivariada em um total de 240, ou seja, aproximadamente 3,75% dos respondentes foram considerados atípicos de forma multivariada.

Por acreditar-se que as observações sejam casos válidos da população e que, caso fossem eliminadas, poderiam limitar a generalidade da análise multivariada, apesar de possivelmente melhorar seus resultados (HAIR *et al.*, 2009), optou-se por não excluir nenhum dos casos.

3.4 Normalidade e Linearidade

Por definição, o conjunto de dados não apresenta distribuição normal univariada e nem mesmo multivariada, uma vez que estão limitados em uma escala discreta e finita. Dessa forma, foi utilizada a abordagem *Partial Least Square* (PLS)

(VINZI *et al.*, 2010) que oferece uma alternativa à abordagem tradicional CB-SEM (Modelagem de Equações Estruturais baseada na covariância). A abordagem tradicional requer, entre outras, suposições de normalidade dos resíduos, enquanto a abordagem PLS, tem sido referida como uma técnica de modelagem suave com o mínimo de demanda ao se considerar escalas de medidas, tamanho amostral e distribuições residuais (MONECKE; LEISCH, 2012). O método CB-SEM para amostras grandes (Maiores que 250) apresenta uma melhor performance que o PLS dentro dos termos de consistência dos parâmetros estimados, porém, mesmo assim, o método PLS tem sido preferido quando o alvo está sobre predição e desenvolvimento de teoria, uma vez que o poder estatístico do PLS é sempre maior ou igual que o CB-SEM (REINARTZ; HAENLEIN; HENSELER, 2009).

Para verificar a linearidade dos dados, inicialmente foram analisadas as correlações das variáveis par a par, uma vez que um coeficiente de correlação significativo ao nível de 5% é indicativo da existência de linearidade. Por meio da matriz de correlação de Spearman (HOLLANDER; WOLFE; CHICKEN., 2013), foram observadas 105 de 105 relações significativas ao nível de 5%, representando 100% das correlações possíveis.

Além disso, foi realizado o teste de *Bartlett* (MINGOTI, 2007) para verificar a linearidade em cada construto. Para todos os construtos foram observados valores-p menores que 0,001, indicando que existem evidências significativas de linearidade dentro dos construtos.

3.5 Descrição das variáveis de caracterização da amostra

Prosseguiremos nessa etapa do trabalho analisando os dados e as variáveis que caracterizaram as amostras e seu perfil.

A TAB. 1 apresenta a descrição das variáveis de caracterização da amostra, sendo interessante destacar que:

- a maioria dos entrevistados era do sexo masculino (53,6%);

- 49,2% dos respondentes tinha perfil de investidor moderado, enquanto que 15,0% tinha perfil investidor arrojado.

TABELA 1
Análise descritiva das variáveis de caracterização da amostra

Variáveis		N	%
Sexo	Feminino	110	46,4%
	Masculino	127	53,6%
	Arrojado	36	15,0%
Perfil de investidor	Conservador	86	35,8%
	Moderado	118	49,2%

Fonte: Dados da pesquisa.

3.6 Análise descritiva das variáveis dos construtos

TABELA 2
Relação das siglas por item

Construtos	Siglas	Itens
Governança Corporativa	GC1	A Governança Corporativa é um instrumento capaz de aumentar a confiança entre investidor e organização
	GC2	Após aderir a algum dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, a organização torna-se valorizada...
	GC3	Não há como o conselho de administração garantir proteção ao patrimônio dos acionistas
	GC4	Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa fortalecem e promovem o mercado de capitais
	GC5	As boas práticas de Governança Corporativa conseguem minimizar os conflitos entre acionistas e gestores
Imagem Institucional	II1	As informações fornecidas pelas organizações garantem boa reputação, se comparadas as que são oferecidas...
	II2	Para fortalecer a imagem institucional, a organização precisa estar inserida em algum nível diferenciado...
	II3	Aderir a algum dos níveis diferenciados de Governança Corporativa repercute favoravelmente na imprensa...
	II4	Não é possível perceber melhora na imagem da organização após a adesão a algum dos níveis diferenciados...
	II5	As boas práticas de Governança Corporativa acarretam na melhoria da imagem da organização
Decisões de Investir	DI1	O fato de a organização estar inserida em algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa é uma maneira...
	DI2	Não é necessário que a organização esteja inserida em algum Nível Diferenciado de Governança Corporativa...
	DI3	Após aderir a algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, a organização deve explorar esse...
	DI4	Há maior interesse em realizar negócios com organizações após aderirem a algum dos Níveis Diferenciados...
	DI5	A imagem institucional é um diferencial relevante na tomada de decisão para investir

Fonte: Dados da pesquisa.

Os itens GC3 ("Não há como o conselho de administração garantir proteção ao patrimônio dos acionistas"), II4 ("Não é possível perceber melhora na imagem da organização após a adesão a algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa") e DI2 ("Não é necessário que a organização esteja inserida em algum Nível Diferenciado de Governança Corporativa para que se mantenha atrativa junto ao investidor") foram invertidos para GC3 ("Há como o conselho de administração garantir proteção ao patrimônio dos acionistas"), II4 ("É possível perceber melhora na imagem da organização após a adesão a algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa") e DI2 ("É necessário que a organização esteja inserida em algum Nível Diferenciado de Governança Corporativa para que se mantenha atrativa junto ao investidor"), juntamente com suas respectivas escalas, para que todas as perguntas dos construtos estivessem no mesmo sentido. Isso foi feito visando facilitar as interpretações das medidas descritivas e da visualização dos gráficos, que serão apresentados no Capítulo 4.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Nesta seção são descritos e analisados os resultados encontrados na pesquisa empírica de acordo com a metodologia proposta no capítulo anterior.

4.1 Análise de itens dos construtos

Conforme descrito anteriormente, a escala *Likert* de concordância foi fixada para variar de -1 (Discordo totalmente) a 1 (Concordo totalmente), para que os valores médios negativos indicassem tendência a discordar do conceito tratado pelo construto, enquanto os valores positivos indicassem tendência a concordar. Na TAB. 3 podem ser observados média, desvio padrão e intervalo de confiança *bootstrap* para cada item. Dessa forma, avaliando os itens de cada construto, pode-se destacar o que se segue.

Os respondentes tendem, em média, a concordar com todas as afirmações do construto Governança Corporativa. Cabe ressaltar que os itens GC4 (“Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa fortalecem e promovem o mercado de capitais”) e GC5 (“As boas práticas de governança corporativa conseguem minimizar os conflitos entre acionistas e gestores”) foram os mais importantes desse construto, ou seja, eles foram os itens que apresentaram uma maior concordância. Porém, não houve diferenças significativas do nível de concordância entre as afirmações desse construto, uma vez que houve sobreposição de todos os intervalos de confiança. Nardi e Nakao (2008) corroboram com os resultados encontrados pela pesquisa ao afirmarem que a adesão a um dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa fortalece a imagem institucional da organização perante o investidor, facilitando, assim, na atratividade de recursos. Álvares, Giacometti e Gusso (2008) ainda apontam que a governança corporativa inspira e norteia o funcionamento das empresas, fazendo com que elas sejam reconhecidas pela credibilidade e geração de valor. De acordo com a pesquisa realizada, foi constatado que a boa reputação e credibilidade das organizações tornam-se fatores de grande importância na atratividade de investimento e que, o cumprimento das regras estabelecidas pelos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa faz com que os investidores sintam-se mais seguros para investir, ajudando no fortalecimento do

mercado de capitais. Os resultados encontrados pela pesquisa vão ao encontro do referencial teórico estudado.

Os respondentes tendem, em média, a concordar com todas as afirmações do construto Imagem Institucional. Cabe ressaltar que o item II5 (“As boas práticas de governança corporativa acarretam na melhoria da imagem da organização”) foi o mais importante desse construto, ou seja, ele foi o item que apresentou uma maior concordância. Além disso, a concordância dele foi significativamente maior que a concordância do item III1 (“As informações fornecidas pelas organizações garantem boa reputação, se comparadas às que são oferecidas no mercado”) foi significativamente menor que a da afirmação. A pesquisa vai ao encontro do que diz Lanzana (2004) que quanto mais informações de qualidade a organização transmite ao mercado, mais seguro o investidor se sente e maiores são as chances da atração de seus recursos. Para que o investidor se sinta confortável e seguro ao investir, torna-se fundamental que a organização transmita segurança, evitando a dúvida em relação ao retorno do investimento. Nardi e Nakao (2006) corroboram com o que foi encontrado pela pesquisa ao afirmarem que as organizações enquadradas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa obtiveram melhora significativa na imagem institucional, conseguindo criar imagem positiva na mente dos *stakeholders*. De acordo com os resultados encontrados pela pesquisa, a grande maioria dos investidores busca segurança na tomada de decisão ao investir, por esse motivo, procuram investir em organizações sólidas e com gestão ética e eficiente.

Os respondentes tendem, em média, a concordar com todas as afirmações do construto Decisões de Investir. Cabe ressaltar que o item DI5 (“A imagem institucional é um diferencial relevante na tomada de decisão para investir”) foi o mais importante desse construto, ou seja, ele foi o que apresentou uma maior concordância. Além disso, a concordância dele foi significativamente maior que a as demais afirmações. Silva (2006b) afirma que as boas práticas de governança corporativa ajudam na construção da imagem institucional das organizações, pois sinalizam ao mercado que estão dispostas a evidenciarem informações, transmitindo maior segurança aos investidores. Tal afirmação complementa o encontrado na pesquisa, que diz que a imagem institucional influencia na tomada de decisão para investimento. Patel (2002) corrobora com o que foi encontrado pela pesquisa ao afirmar que se a empresa utiliza de transparência, tem como consequência redução do custo de capital. Baseado no que afirma o autor e no que foi encontrado pela pesquisa, pode-se afirmar que a adesão a um dos Níveis

Diferenciados de Governança Corporativa, por exigir maior transparência por parte das organizações, diminui custo de capital, e, por meio da transparência, existirá um número maior de interessados a investir, atraindo recursos e influenciando na tomada de decisão para investir. O investidor demonstra estar disposto a diminuir parte do retorno sobre o valor aplicado em troca de segurança da aplicação, minimizando o risco de investir. Por meio da pesquisa, foi constatado que o investidor entende o uso das boas práticas de governança corporativa como uma ferramenta eficiente na proteção de recursos, pois se alia boa gestão com transparência e credibilidade das informações demonstradas.

TABELA 3
Apresentação e descrição dos itens dos construtos

Construtos	Média	D.P.	I.C. - 95%	Percentual de resposta					
				-1	-0,5	0	0,5	1	
Governança Corporativa	GC1	0,298	0,545	[0,23; 0,37]	5,0%	10,0%	29,0%	33,0%	23,0%
	GC2	0,302	0,517	[0,24; 0,37]	2,0%	15,0%	25,0%	38,0%	20,0%
	GC3	0,225	0,533	[0,16; 0,29]	5,0%	13,0%	29,0%	37,0%	16,0%
	GC4	0,358	0,500	[0,29; 0,42]	4,0%	7,0%	24,0%	44,0%	21,0%
	GC5	0,346	0,521	[0,28; 0,42]	4,0%	9,0%	25,0%	39,0%	23,0%
Imagem Institucional	II1	0,215	0,550	[0,15; 0,29]	5,0%	15,0%	28,0%	35,0%	17,0%
	II2	0,273	0,515	[0,21; 0,33]	4,0%	12,0%	28,0%	39,0%	17,0%
	II3	0,308	0,526	[0,24; 0,37]	4,0%	10,0%	28,0%	37,0%	21,0%
	II4	0,256	0,560	[0,18; 0,32]	6,0%	13,0%	25,0%	37,0%	19,0%
	II5	0,385	0,557	[0,32; 0,45]	5,0%	8,0%	20,0%	38,0%	29,0%
Decisões de Investir	DI1	0,331	0,513	[0,26; 0,39]	5,0%	6,0%	26,0%	43,0%	20,0%
	DI2	0,223	0,517	[0,16; 0,29]	3,0%	16,0%	28,0%	38,0%	15,0%
	DI3	0,308	0,536	[0,24; 0,37]	5,0%	9,0%	24,0%	42,0%	20,0%
	DI4	0,310	0,520	[0,24; 0,37]	4,0%	10,0%	27,0%	38,0%	21,0%
	DI5	0,450	0,565	[0,38; 0,52]	5,0%	7,0%	17,0%	35,0%	36,0%

Fonte: Dados da pesquisa.

* Intervalo de Confiança Bootstrap.

Adiante, observa-se a FIG. 9, que apresenta as informações já vistas na TAB. 3 a partir de um gráfico.

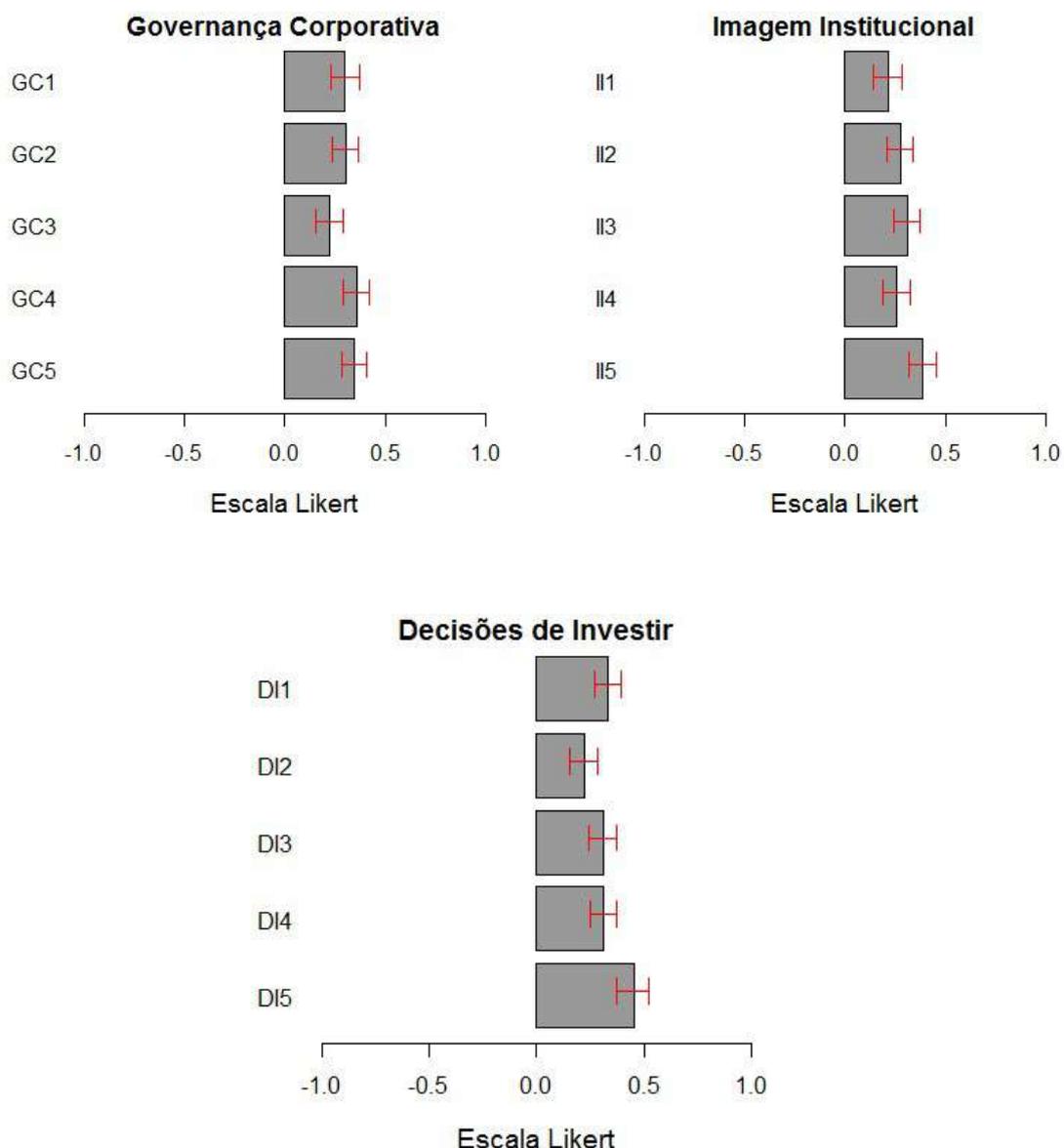


FIGURA 9 - Apresentação e descrição dos itens dos construtos
 Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da análise dos dados, foi possível perceber que existe uma relação linear positiva entre imagem institucional, governança corporativa e decisão de investimento. Dessa forma, compreende-se que os investidores são influenciados pela imagem institucional, pois levaram em consideração para a tomada de decisão, eventuais diferenças entre organizações que aderiram ao uso de boas práticas de governança corporativa, gerando atratividade e segurança ao investir. Por meio das amostras, percebeu-se ainda que quanto mais segura e transparente a organização demonstra ser, maiores são as chances de atratividade de recursos por parte de investidores. Em consonância com o que foi encontrado na pesquisa, Nardi e Nakao (2006) afirmam que uma melhor imagem institucional vista pelas partes que cercam

uma empresa pode ser um grande atrativo de capital, entre outros benefícios. A imagem institucional bem avaliada gera atratividade de recursos, aumentando a possibilidade de aplicação por parte dos investidores. Kotler (1998) complementa o encontrado na pesquisa, ao afirmar que a imagem organizacional é a forma com que um indivíduo vê uma organização. Por meio da pesquisa, percebeu-se que quanto melhor avaliada a imagem da organização, maiores são as possibilidades de atrair investidores.

4.2 Análise da Modelagem de Equações Estruturais (PLS) e Modelo de Mensuração (*Outer Model*)

Na análise do modelo de mensuração são verificadas a validade convergente, a validade discriminante e a confiabilidade dos construtos. A validade convergente garante que os indicadores de um construto estejam correlacionados de forma suficiente para medir o conceito latente. A validade discriminante verifica se os construtos medem efetivamente diferentes aspectos do fenômeno de interesse. A confiabilidade revela a consistência das medidas em mensurar o conceito que pretendem medir.

Conforme descrito no capítulo de Metodologia, a fim de testar a validade convergente dos construtos, foi utilizado o critério proposto por Fornell e Larcker (1981), que garante tal validade, caso a Variância Média Extraída (AVE), que indica o percentual médio de variância compartilhada entre o construto latente e seus indicadores e varia de 0% a 100% (HAIR *et al.*, 2009), seja superior a 50% (HENSELER; RINGLE; SINKOVICS, 2009); ou 40% no caso de pesquisas exploratórias (NUNNALLY *et al.*, 1994).

Para validade discriminante, foi utilizado novamente o critério de Fornell e Larcker (1981), que garante a validade discriminante quando a Variância Extraída (AVE) de um construto não for menor que a variância compartilhada desse construto com os demais. O método das cargas fatoriais cruzadas (BARCLAY; HIGGINS; THOMPSON, 1995) também foi utilizado para verificar a validação discriminante. Pelo critério das cargas fatoriais cruzadas, a validade discriminante é alcançada quando a carga fatorial do item é maior que todas as suas cargas fatoriais cruzadas. Para mensurar a confiabilidade dos construtos, foi utilizado o Alfa de Cronbach (AC) e a

Confiabilidade Composta (CC). De acordo com Tenenhaus *et. al.* (2005), os índices AC e CC devem ser maiores que 0,70 para uma indicação de confiabilidade do construto.

O método *Bootstrap* foi utilizado para calcular os intervalos de confiança para os pesos do modelo de mensuração, fornecendo informações sobre a variabilidade dos parâmetros estimados, provendo assim uma importante validação dos resultados.

Para um bom modelo de mensuração, esperam-se cargas fatoriais acima de 0,70 ou comunalidade acima de 0,40, porém, itens com cargas fatoriais menores que 0,50 devem ser eliminados (HAIR *et al.*, 2009), pois ao não contribuir de forma relevante para formação da variável latente, prejudicam o alcance das suposições básicas para validade e qualidade dos indicadores criados para representar o conceito de interesse.

Na TAB. 4 podem ser verificados os pesos, as cargas fatoriais e as comunalidades do modelo de mensuração. Dessa forma, pode-se destacar que:

- não houve nenhum item que apresentou carga fatorial abaixo de 0,50;
- avaliando os intervalos de confiança (I.C - 95% - Totalmente positivos), nota-se que todos os pesos foram significativos, o que confirma a importância de todos os itens para formação dos indicadores que representarão os construtos;
- os itens GC4 (“Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa fortalecem e promovem o mercado de capitais”) e GC5 (“As boas práticas de governança corporativa conseguem minimizar os conflitos entre acionistas e gestores”) foram os que mais contribuíram para a formação do construto Governança Corporativa, sendo que seus pesos foram significativamente maiores que o peso do item GC3 (“Não há como o conselho de administração garantir proteção ao patrimônio dos acionistas”). O que foi apurado em GC4 vai ao encontro do que afirmam os autores Nardi e Nakao (2008), dentre os benefícios que se espera alcançar com a listagem em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pode-se citar: maior liquidez das ações, redução do custo de captação, maior segurança aos investidores, melhora na imagem institucional da empresa etc. O mercado de capitais torna-se atrativo a grande maioria dos investidores quando os

mesmos sentem-se seguros com as organizações que receberão seus recursos. A pesquisa realizada constatou que a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa aumenta a credibilidade da organização, facilitando a atração de recursos junto aos investidores. Já Lopes e Martins (2005) complementam a pesquisa ao afirmarem que os conflitos podem ser reduzidos por meio de informações contábeis que colaborem com uma maior transparência dos acontecimentos ocorridos dentro da empresa. As boas práticas de governança corporativa minimizam conflito entre acionistas e gestores, evitando que uma das partes seja prejudicada.

- o item II5 (“As boas práticas de governança corporativa acarretam na melhoria da imagem da organização”) foi o que mais contribuiu para a formação do construto Imagem Institucional, sendo que seu peso foi significativamente maior que os pesos dos itens II2 (“Para fortalecer a imagem institucional, a organização precisar estar inserida em algum nível diferenciado de governança corporativa”) e II4 (“Não é possível perceber melhora na imagem da organização após a adesão a algum dos níveis diferenciados de governança corporativa”). Os resultados encontrados em II5 vão ao encontro ao que diz Nardi e Nakao (2008); entende-se que uma das vantagens da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa defendida pela BOVESPA, que é a melhoria na imagem institucional. Por meio da imagem institucional fortalecida, a organização ganha competitividade em relação às demais, atraindo a atenção dos investidores.

- o item DI3 (“Após aderir a algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, a organização deve explorar esse fato em suas ações voltadas ao investidor”) foi o que mais contribuiu para a formação do construto Decisões de Investir, sendo que seu peso foi significativamente maior que o peso do item DI2 (“Não é necessário que a organização esteja inserida em algum Nível Diferenciado de Governança Corporativa para que se mantenha atrativa junto ao investidor”). Além disso, os itens DI1 (“O fato de a organização estar inserida em algum dos Níveis Diferenciados de

Governança Corporativa é uma maneira de garantir credibilidade e confiança, atraindo atenção na hora de investir”) e DI4 (“Há maior interesse em realizar negócios com organizações após aderirem a algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa”) tiveram um peso significativamente maior que o peso do item DI2. Os resultados obtidos corroboram com a visão acerca da relevância da adesão às boas práticas de governança corporativa e, as organizações que aderiram ao uso das boas práticas de governança corporativa devem explorar tal fato, visando demonstrá-lo como diferencial em relação aos seus concorrentes.

TABELA 4
Modelo de Mensuração

Construtos	Itens	Peso	I.C - 95%*	C.F.	Com.
Governança Corporativa	GC1	0,251	[0,22; 0,28]	0,819	0,671
	GC2	0,249	[0,23; 0,27]	0,835	0,697
	GC3	0,212	[0,19; 0,23]	0,695	0,483
	GC4	0,258	[0,24; 0,28]	0,853	0,728
	GC5	0,257	[0,24; 0,28]	0,848	0,719
Imagem Institucional	II1	0,253	[0,22; 0,28]	0,794	0,630
	II2	0,243	[0,22; 0,26]	0,784	0,615
	II3	0,272	[0,25; 0,30]	0,807	0,652
	II4	0,222	[0,20; 0,25]	0,686	0,471
	II5	0,293	[0,27; 0,32]	0,808	0,653
Decisões de Investir	DI1	0,268	[0,25; 0,29]	0,836	0,698
	DI2	0,193	[0,16; 0,22]	0,632	0,399
	DI3	0,274	[0,25; 0,30]	0,837	0,700
	DI4	0,269	[0,25; 0,29]	0,854	0,730
	DI5	0,245	[0,22; 0,27]	0,794	0,631

Fonte: Dados da pesquisa

* Validação de acordo com o modelo Bootstrap.

As análises da validade convergente, a validade discriminante, dimensionalidade e a confiabilidade dos construtos, foram realizadas nas TAB. 5 e 6, em que se pode destacar que:

- todos os construtos apresentaram os índices de confiabilidade AC ou CC acima de 0,70, evidenciando assim a confiabilidade dos construtos;
- todos os construtos foram unidimensionais (Segundo autovalor menor que 1);
- todos os construtos apresentaram AVE superior a 0,50, indicando validação convergente;
- de acordo com o critério proposto por Fornell e Larcker (1981) não houve validação discriminante para os construtos analisados, uma vez que as variâncias compartilhadas foram maiores que as AVEs. Porém, utilizando o método das cargas fatoriais cruzadas (BARCLAY; HIGGINS; THOMPSON, 1995) o critério de validação discriminante foi alcançado, uma vez que as cargas fatoriais dos itens foram maiores que todas as suas cargas fatoriais cruzadas.

TABELA 5
Validação do Modelo de Mensuração

Construtos	A.C.	C.C.	1º av	2º av	AVE	1	2
(1) Governança Corporativa	0,869	0,906	3,300	0,621	0,660		
(2) Imagem Institucional	0,836	0,884	3,020	0,637	0,604	0,797	
(3) Decisões de Investir	0,851	0,895	3,160	0,713	0,632	0,819	0,780

Fonte: Dados da pesquisa

TABELA 6
Cargas fatoriais cruzadas

Construtos	Itens	GC	II	DI
Governança Corporativa (GC)	GC1	0,819	0,754	0,735
	GC2	0,835	0,737	0,742
	GC3	0,695	0,617	0,643
	GC4	0,853	0,761	0,769
	GC5	0,848	0,748	0,778
Imagem Institucional (II)	II1	0,683	0,794	0,670
	II2	0,664	0,784	0,636
	II3	0,743	0,807	0,713
	II4	0,591	0,686	0,596
	II5	0,771	0,808	0,794
Decisões de Investir (DI)	DI1	0,782	0,733	0,836
	DI2	0,532	0,560	0,632
	DI3	0,791	0,756	0,837
	DI4	0,768	0,747	0,854
	DI5	0,689	0,694	0,794

Fonte: Dados da pesquisa.

4.3 Modelo Estrutural (*Inner Model*)

De acordo com Hair *et al.* (2009), *Structural Equations Modeling* (SEM) é uma continuidade de algumas técnicas de análise multivariadas, principalmente da análise de regressão múltipla e análise fatorial. O que a difere de outras técnicas multivariadas é que a SEM permite examinar diversas relações de dependência ao mesmo tempo, enquanto as demais técnicas são capazes de verificar e examinar um único relacionamento entre as variáveis de cada vez.

O modelo de mensuração e o modelo de regressão foram realizados utilizando o método PLS (*Partial Least Square*). Os Modelos de Equações Estruturais (SEM) são muito populares em muitas disciplinas, sendo a abordagem PLS (*Partial*

Least Square) uma alternativa à abordagem tradicional baseada na covariância. A abordagem PLS, tem sido referida como uma técnica de modelagem suave com o mínimo de demanda, ao se considerar as escalas de medidas, o tamanho amostral e distribuições residuais (MONECKE; LEISCH, 2012).

Para verificar a qualidade do ajuste foram utilizados o R^2 e o GoF. O R^2 representa, em uma escala de 0 a 100, o quanto os construtos independentes explicam os dependentes, sendo que quanto mais próximo de 100%, melhor. Já o GoF é uma média geométrica da média das AVEs dos construtos com a média dos R^2 do modelo. Ele varia de 0% a 100%, não havendo ainda valores de corte para considerar um ajuste como bom ou ruim, mas sabe-se que quanto mais próximo de 100% melhor o ajuste (HAIR *et al.*, 2009).

De acordo com os resultados apresentados na TAB. 7 e na FIG. 10 para o modelo que considera como variáveis endógenas (dependentes) os construtos “Imagem Institucional” e “Decisões de Investir” tem-se que:

Em relação à Imagem Institucional:

- houve influência significativa (Valor-p=0,000) e positiva ($\beta=0,893$ [0,86; 0,92]) da Governança Corporativa sobre a Imagem Institucional. Sendo assim, quanto maior a Governança Corporativa, maior tende a ser a Imagem Institucional;
- a Governança Corporativa conseguiu explicar 79,8% da variabilidade da Imagem Institucional.

Os resultados encontrados na pesquisa são similares aos resultados encontrados por Nardi e Nakao (2008), que defendem a associação entre governança corporativa e imagem institucional, afirmando que há relação direta entre os dois construtos. A adesão às boas práticas de governança corporativa influencia diretamente a imagem da organização, sendo uma forma de demonstrar ao mercado e aos investidores que os gestores estão preocupados em garantir que a organização tenha um gerenciamento ético, transparente e eficiente. Grönroos (1995) afirma que a imagem favorável é um patrimônio para qualquer empresa, porque a imagem tem um impacto sobre como ela é vista. Tal afirmação vai ao encontro do que foi constatado pela

pesquisa. A adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa influencia diretamente na avaliação positiva da imagem institucional das organizações, impactando positivamente na decisão de investir por parte dos investidores.

Em relação às Decisões de Investir:

- houve influência significativa (Valor-p=0,000) e positiva ($\beta=0,575$ [0,45; 0,71]) da Governança Corporativa sobre a Decisão de Investir. Sendo assim, quanto maior a Governança Corporativa, maior tende a ser a Decisão de Investir;
- houve influência significativa (Valor-p=0,000) e positiva ($\beta=0,369$ [0,24; 0,50]) da Imagem Institucional sobre a Decisão de Investir. Sendo assim, quanto maior a Imagem Institucional, maior tende a ser a Decisão de Investir;
- a Governança Corporativa e a Imagem Institucional conseguiram explicar 84,6% da variabilidade de Decisão de Investir.

Cabe, ainda, ressaltar que:

- o modelo apresentou um GoF de 72,07% que pode ser considerado muito bom;
- os intervalos de confiança via *bootstrap* estão de acordo com os resultados encontrados pelo valor-p, indicando uma maior validade aos resultados apresentados.

Os resultados obtidos pela pesquisa vão ao encontro do que diz Nardi e Nakao (2006), que defendem relação direta entre confiança para investir e governança corporativa. Os autores afirmam que empresas com mais transparência em suas informações podem diminuir as incertezas de possíveis investidores quanto aos conhecimentos sobre a organização como um todo, podendo dar mais credibilidade à referida firma, tudo em vista da imagem formada pela postura mais transparente que a empresa está tendo. A adesão às boas práticas de governança corporativa é uma forma de obrigar os gestores a buscarem excelência e transparência, acarretando, assim, em

credibilidade e confiança para investidores. Quanto melhor for a imagem institucional da organização, maiores são as chances de atraírem investimento, pois os investidores sentirão mais segurança em aplicar seus recursos. Monks e Minow (2001) afirmam que no equilíbrio entre risco e retorno, investidores abrem mão da maximização de lucro para se protegerem. Tal afirmação corrobora com o encontrado pela pesquisa, que percebeu que os investidores buscam investir com segurança, minimizando qualquer tipo de risco, mesmo que para isso seja necessário diminuir o lucro obtido.

TABELA 7
Modelo Estrutural

Endógenas	Exógenas	B	E.P.(β)	I.C. - 95%*	Valor-p	R ²
Imagem Institucional	Governança Corporativa	0,893	0,029	[0,86; 0,92]	0,000	79,8%
Decisões de Investir	Governança Corporativa	0,575	0,057	[0,45; 0,71]	0,000	84,6%
	Imagem Institucional	0,369	0,057	[0,24; 0,50]	0,000	

Fonte: Dados da pesquisa.

* Validação Bootstrap; GoF = 72,07%.

O modelo estrutural pode ser visto na FIG. 10, apresentada a seguir.

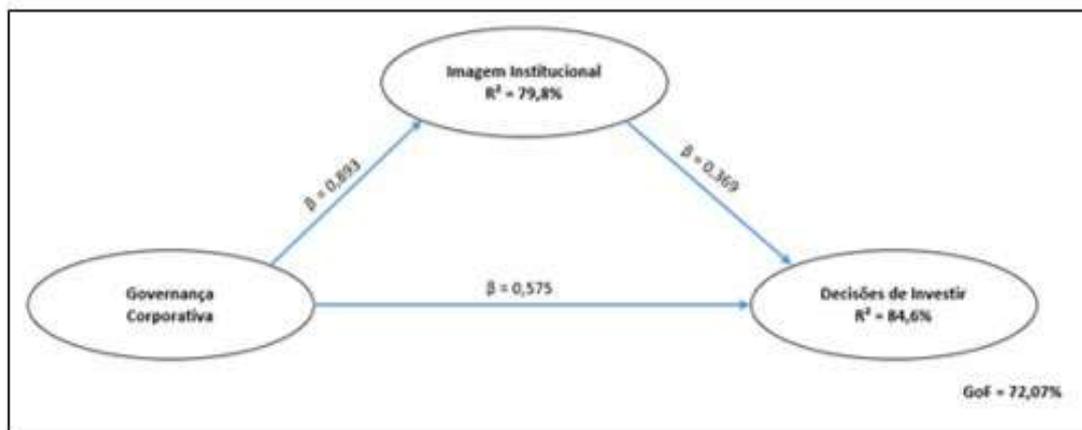


FIGURA 10 - Nova ilustração do Modelo Estrutural

Fonte: Elaborado pelo autor

4.4 Verificação das hipóteses

TABELA 8
Hipóteses do modelo

	Hipótese	Resultado
1	Existe uma relação linear positiva entre Governança Corporativa e Imagem Institucional	Confirmada
2	Existe uma relação linear positiva entre Governança Corporativa e Decisões de Investir	Confirmada
3	Existe uma relação linear positiva entre Imagem Institucional e Decisões de Investir	Confirmada

Fonte: Dados da pesquisa.

Baseado na TAB. 8, percebe-se que nas três hipóteses há relação positiva entre os temas propostos.

Na hipótese 1, foi apurado que o investidor considera a imagem institucional fortalecida quando percebe a presença de boas práticas de governança corporativa na organização e, quanto mais é perceptível o uso de boas práticas de governança corporativa, melhor é avaliada a imagem institucional da organização. Percebeu-se junto aos investidores que governança corporativa é um fator importante para a avaliação da imagem institucional.

Na segunda hipótese, foi constatado que a decisão de investir está ligada ao uso das boas práticas de governança corporativa, e que, quanto melhor for a percepção das boas práticas de governança corporativa, mais seguro o investidor sentirá ao aplicar seus ativos. Percebe-se que os investidores estão em busca de investir com segurança, evitando possíveis riscos e perdas de recursos.

Na hipótese 3, foi apurado que a imagem institucional influencia na decisão de investir. O investidor leva em consideração a imagem da organização no momento da decisão de investir.

Pode-se dizer que os três construtos abordados nesse trabalho, governança corporativa, imagem institucional e decisão de investir possuem ligação direta, ou seja,

diretamente sofrem influência, se levados em consideração. O investidor está buscando investir em organizações sólidas, que demonstram credibilidade e boa gestão.

4.5 Comparação dos indicadores com as variáveis de caracterização

A TAB. 9 apresenta a comparação dos indicadores com o sexo. A partir dela, pode-se ressaltar que não houve diferença significativa dos indicadores entre os sexos.

TABELA 9
Comparação dos indicadores com o sexo

Variáveis	N	Média	E.P.	1° Q	2° Q	3° Q	Valor-p
Governança Corporativa	Feminino	110	-0,021	0,102	-0,730	0,195	0,648
	Masculino	127	0,028	0,085	-0,677	0,238	0,696
Imagem Institucional	Feminino	110	0,002	0,099	-0,693	0,110	0,749
	Masculino	127	0,000	0,087	-0,693	0,236	0,729
Decisões de Investir	Feminino	110	-0,037	0,099	-0,742	0,181	0,640
	Masculino	127	0,034	0,087	-0,587	0,292	0,673

Fonte: Dados da pesquisa.

¹Teste de Mann-Whitney; ² Teste de Kruskal-Wallis.

A TAB. 10 apresenta a comparação dos indicadores com os perfis de investidor. A partir dela pode-se ressaltar que:

- houve diferença significativa do indicador Governança Corporativa entre os perfis de investidor (Valor-p=0,001). Ao realizar-se as comparações múltiplas, tem-se que o perfil arrojado apresentou uma Governança Corporativa significativamente menor que a dos perfis conservador (Valor-p=0,000) e moderado (Valor-p=0,009). Não houve diferença significativa da Governança entre os perfis conservador e moderado (Valor-p=0,318). Pode-se dizer que os investidores, em sua maioria, buscam aplicações em organizações confiáveis, mesmo que para tal tenham ganho financeiro menor se comparado à investimentos de alto risco. As organizações que não

demonstram serem confiáveis, geralmente têm maior dificuldade na atração de investidores, assim, pagarão maior valor para que o investidor aceite correr o risco mais elevado, se comparado à organização que demonstra ser mais segura e confiável;

- houve diferença significativa do indicador Imagem Institucional entre os perfis de investidor (Valor-p=0,001). Ao realizar-se as comparações múltiplas, tem-se que o perfil arrojado apresentou uma Imagem Institucional significativamente menor que a dos perfis conservador (Valor-p=0,000) e moderado (Valor-p=0,011). Não houve diferença significativa da Imagem Institucional entre os perfis conservador e moderado (Valor-p=0,300). O investidor arrojado, que é minoria, busca maior rentabilidade do capital aplicado, mesmo que isso implique maiores riscos no investimento. O investidor arrojado demonstrou não se importar com a imagem positiva das organizações, uma vez que não se intimida ao correr risco de aplicar e ter prejuízo;

- Houve diferença significativa do indicador Decisão de Investir entre os perfis de investidor (Valor-p=0,004). Ao realizar-se as comparações múltiplas, tem-se que o perfil arrojado apresentou uma Decisão de Investir significativamente menor que a dos perfis conservador (Valor-p=0,003) e moderado (Valor-p=0,025). Não houve diferença significativa da Decisão de Investir entre os perfis conservador e moderado (Valor-p=0,519). Os investidores de perfis parecidos, conservador e moderado, buscam aplicar em organizações que demonstram serem de confiança e transmitem segurança ao mercado. Lanzana (2004) afirma que quando uma empresa se compromete em fornecer informações de alta qualidade para o mercado, tem como consequência a redução do risco de o investidor perder capital, atraindo mais fundos para o mercado de capitais, aumentando a liquidez das ações. Tal afirmação fundamenta o resultado encontrado pela pesquisa, que diz que a decisão de investir por parte da grande maioria dos investidores está diretamente ligada à boa avaliação da imagem institucional e à credibilidade da organização.

TABELA 10
 Comparação dos indicadores com os perfis de investidor

Variáveis		N	Média	E.P.	1° Q	2° Q	3° Q	Valor-p
Governança Corporativa	Arrojado	36	-0,510	0,173	-1,203	-0,919	0,133	
	Conservador	86	0,190	0,108	-0,536	0,449	0,907	0,001
	Moderado	118	0,017	0,087	-0,272	0,235	0,545	
Imagem Institucional	Arrojado	36	-0,453	0,174	-1,007	-0,676	0,068	
	Conservador	86	0,186	0,099	-0,429	0,496	0,759	0,001
	Moderado	118	0,003	0,093	-0,369	0,259	0,598	
Decisões de Investir	Arrojado	36	-0,389	0,165	-1,029	-0,660	0,190	
	Conservador	86	0,151	0,104	-0,519	0,410	0,884	0,004
	Moderado	118	0,008	0,093	-0,223	0,272	0,637	

Fonte: Dados da pesquisa.

¹Teste de Mann-Whitney; ² Teste de Kruskal-Wallis.

Nesse sentido, entende-se há relevância à adesão das boas práticas de Governança Corporativa, com objetivo de atrair investimentos e firmar uma imagem institucional positiva, que demonstre segurança e confiabilidade no trato com as informações e dados de investimento e lucratividade. Sendo assim, dá-se uma relação linear positiva entre a Governança Corporativa, a Imagem Institucional e a Decisão de Investir.

Bernstein (1991) corrobora os resultados obtidos pela pesquisa ao afirmar que já que as pessoas existem no mundo e precisam fazer negócios para sobreviver, para prosperar e crescer, todas as impressões criadas são importantes. O que pode ser relacionado com a imagem institucional de uma empresa frente aos seus investidores, possíveis investidores e outras partes interessadas, se a impressão que eles têm de uma empresa é positiva, tenderá à atitude natural de negociar e investir em tal empresa, o contrário é verdadeiro. As boas práticas de governança corporativa influenciam diretamente na boa imagem institucional das organizações, ajudando na atração de investidores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta dissertação foi a realização de uma pesquisa para apurar a influência da Governança Corporativa na “Imagem Institucional das Organizações” e, analisar até que ponto essas medidas refletem no processo de “Atração de Investidores” e para a “Decisão de Investir”. Esses três eixos orientaram a pesquisa com vistas a responder a seguinte questão: do ponto de vista dos investidores, a imagem institucional de organizações que aderiram às boas práticas de governança corporativa é superior em termos de atratividade? Ou seja, essas empresas têm sido as preferidas no momento de decisão por investimento ou aquisição?

Com relação à pergunta de pesquisa descrita na introdução desta dissertação, com vistas a respondê-la, foi possível concluir que, na visão dos investidores, “credibilidade, gestão eficiente e transparência” são fatores que garantem atratividade na tomada de decisão para investir. Portanto, a imagem institucional das organizações torna-se fortalecida principalmente por meio da adoção das boas práticas de governança corporativa, tornando-as preferidas pelos investidores no momento da decisão de investir.

Nesse sentido, foi possível concluir que organizações que optam pelo uso das boas práticas de governança corporativa tornam-se mais atraentes junto aos investidores, principalmente pelo fato de serem vistas por eles como organizações confiáveis e sólidas, garantindo, assim, menor risco do capital que está investido. Os investidores buscam aplicar seus recursos minimizando os riscos, mesmo que implique diminuição de rendimento.

A imagem institucional se fortalece com a adesão ao uso das boas práticas de governança corporativa, pois a organização demonstra ao mercado e aos investidores seriedade, gestão eficiente, ética e transparente, atraindo mais recursos à organização.

Com relação ao primeiro objetivo específico proposto nesta dissertação que envolveu “identificar variáveis relevantes no fortalecimento da imagem institucional de organizações que aderiram às boas práticas de governança corporativa”, foi possível concluir que os investidores levam, sim, em consideração, a segurança na hora de investir, tanto na compra de algum ativo quanto na aplicação de recursos em instituições bancárias. No momento da decisão de investir, a confiança é percebida quando a organização possui imagem sólida gerando credibilidade. Vale ressaltar que um fator

determinante para a melhoria da imagem institucional é a governança corporativa, que busca oferecer garantias de boa gestão e transparência.

Com relação ao segundo objetivo específico, foi possível apurar, por meio da pesquisa empírica, eventuais influências na imagem institucional das organizações que adotaram as boas práticas de governança corporativa. Percebeu-se que a adesão das boas práticas de governança corporativa possui ligação direta com a boa avaliação da imagem da organização. A imagem percebida como forte torna a organização mais atrativa junto aos investidores. Dessa forma, a adesão e a divulgação da adoção das boas práticas de governança corporativa tornam-se uma ferramenta de grande utilidade na atração de recursos, pois é uma forma eficaz de demonstrar credibilidade aos investidores.

Este estudo buscou ainda compilar elementos que mais se destacam para tomada de decisão dos investidores a partir da decisão de investimento empresarial. Tomando como base o terceiro e último objetivo específico, verificou-se que os investidores buscam analisar tanto os movimentos do mercado quanto credibilidade de organizações por meio de imagem institucional, utilizando-se desses dois fatos para a tomada de decisão ao investir, visando minimizar eventuais riscos na tomada de decisão para investir. Por fim, considera-se que os objetivos, gerais e específicos, foram atingidos plenamente.

Foi possível concluir que os investidores percebem e levam em consideração eventuais diferenças entre organizações que adotaram o uso das boas práticas de governança corporativa e quais influências tais práticas exercem na imagem institucional, gerando atratividade de recursos. Percebeu-se que quanto mais bem avaliada é a imagem institucional da organização, maiores são as chances de atraírem recursos de investidores e, ainda, a melhora da imagem institucional está diretamente ligada à adesão as boas práticas de governança corporativa.

Foi apurado até que ponto a imagem institucional de organizações adotantes das boas práticas de governança corporativa é influenciada pela relação com a decisão de investimento por parte de investidores. Para que a organização consiga atrair recursos dos investidores, é necessário fortalecer sua imagem institucional perante aos investidores. Com a crescente competitividade do mercado e dificuldade na atração de recursos, atrair investidores torna-se uma das melhores e mais baratas formas de as organizações angariarem recursos para investimentos, pois o custo do capital torna-se

menor. Em contrapartida, os investidores buscam aplicar recursos em organizações sólidas, que inspiram confiança e possuem boa reputação no mercado.

Foi observado, por meio da coleta e análise dos dados, que a hipótese desse trabalho foi validada, tendo em vista a relação linear positiva entre a Governança Corporativa, a Imagem Institucional e a Decisão de Investir. Os questionários, antes de serem enviados aos investidores, foram qualificados por gerentes de banco/consultores de investimento com o objetivo de refinar as perguntas, evitando que alguma delas fosse mal elaborada ou de difícil entendimento.

Além disso, tendo por referência o embasamento teórico, foi possível analisar o conceito de Governança Corporativa de diversos autores e institutos. Sintetizando o conceito de governança por meio da leitura de diversos autores, pode-se dizer que a governança corporativa é um conjunto de valores e princípios que buscam adequar as gestões de organizações, visando à sustentabilidade, à proteção ao acionista e à melhora na imagem organizacional. Por esse meio, objetivou-se analisar, a partir da relação com a imagem institucional, pontos em que a governança corporativa influencia a tomada de decisão para investimento de capitais.

A adoção das práticas de Governança Corporativa tem sido apontada como condição essencial para o desenvolvimento das empresas, principalmente para as de capital aberto, e, conseqüentemente, para o mercado de capitais no qual as mesmas se inserem.

Para tanto, a metodologia adotada nesta pesquisa foi de base quantitativa, pautando-se, para além da revisão bibliográfica, no envio e análise de questionários emitidos por meio do *Google Docs*, ferramenta metodológica que permitiu conhecer opiniões de investidores do mercado financeiro a respeito dos critérios adotados na hora de investir. Esse material foi processado a partir de análises estatísticas que alcançaram resultados que ratificaram as hipóteses desta pesquisa. A metodologia utilizada na confecção desse trabalho auxiliou na validação dos objetivos geral e específicos. Entende-se que a metodologia e os métodos estatísticos utilizados para tratamento das respostas foi escolhido de forma adequada, pois conseguiu a validação dos objetivos traçados.

Como limitações da pesquisa, pode-se citar o fato de a pesquisa ter sido realizada com um público restrito de entrevistados, que são apenas os investidores. Nesse trabalho, como investidor foi considerado apenas quem possui recursos aplicados no mercado financeiro ou mercado de capitais, independentemente da quantidade ou do

prazo. O ideal seria uma amostragem por outros tipos de públicos, independentemente da condição de investidor ou não. Outro fator que pode ser considerado limitador da pesquisa foi a baixa quantidade de questionários respondidos, se comparado ao número que foi enviado.

Foi constatado por meio de pesquisa bibliográfica decorrente do referencial teórico levantado que o assunto a que esse trabalho se propõe a tratar possui restrito tratamento em publicações e estudos, tornando-o assim importante para estudos futuros a respeito do tema. O tema levantado nesse trabalho serve para consolidar credibilidade e confiança, oriundos da boa reputação e imagem institucional, como pontos de grande valia para investidores e, de ganho em competitividade para as organizações, que conseguirão atrair recursos de investidores.

Diante desses resultados, sugere-se que novos pesquisadores busquem ampliar a área pesquisada em torno dos três construtos abordados nesse trabalho de forma conjunta. Sugere-se ainda que busquem verificar que, apesar de toda a preocupação com gestão e confiança, as organizações precisam demonstrar ao mercado, existem investidores que não se deixam influenciar por tais fatos e investem, mesmo sem segurança, em organizações duvidosas ou sem muitas informações. Para dar continuidade ao estudo, propõe-se ainda que outra pesquisa seja feita com questionários enviados para investidores, clientes, fornecedores e outras partes, com o fim de se ter uma visão sobre a percepção desses agentes quanto à imagem da empresa que adere aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Além do uso de questionários, seria interessante uma pesquisa qualitativa por meio de entrevistas, considerando um paradigma mais fenomenológico e menos positivista.

REFERÊNCIAS

- ÁLVARES, Elismar; GIACOMETTI, Celso; GUSSO, Eduardo. **Governança corporativa: um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004.
- _____. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- _____. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ARAÚJO, Luis. As relações inter-organizacionais. In.: RODRIGUES, Suzana B. & CUNHA, Miguel P. (Eds). **Estudos organizacionais: novas perspectivas na administração de empresas**. São Paulo: Iglu, 2000. p. 501-518.
- ARGENTI, P. A. **Comunicação empresarial: a construção de identidade, imagem e reputação**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2006.
- BARCLAY, Donald; HIGGINS, Christopher; THOMPSON, Ronald. The partial least squares (PLS) approach to causal modeling: Personal computer adoption and use as an illustration. **Technology studies**. v. 2, n. 2, p. 285-309, 1995.
- BARICH, Howard; KOTLER, Philip. A framework for marketing image management. **Sloan Management Review**, v. 32, n. 2, p. 94-104, Winter, 1991.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardner C. **The modern corporation and private property**. 2. ed. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1965.
- BERNARDINO, M. C. R; SUAIDEN, E. J. Bibliotecas públicas e imagem organizacional: diferentes olhares. **Perspectivas em Gestão & Conhecimento**, João Pessoa, v. 1, n. 2, p. 308-323, jul./dez. 2011.
- BIANCHI, Márcia *et al.* A evolução e o perfil da Governança Corporativa no Brasil: um levantamento da produção científica do Enanpad entre 1999 e 2008. **ConTexto**, v. 9, n. 15, 2009.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). 2003 Disponível em: <http://www.novomercadobovespa.com.br/nm_publicacoes.shtml> Acesso em: 27 jun 2003.

_____. São Paulo: Bovespa. 2002. Disponível em:
<<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 03 nov. 2005.

_____. **Regulamento de Listagem o Novo Mercado**. São Paulo: BOVESPA, 2006.
Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 10 jan. 2007.

_____. São Paulo: Bovespa. 2006. Disponível em:
<<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 13 fev. 2006.

_____. São Paulo: Bovespa, 2011. Disponível em:
<<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IGC&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 14 de set. 2015

_____. **Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa**.
Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 01 de fev. 2011.

BERNSTEIN, David. **Corporate Image & Reality**: a critique of corporate communications. London: Cassell Education, 1991.

BRENNAN, N. M.; SOLOMON, J. Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: an overview. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**. Adelaide, v. 21, n. 7, p. 885-906, 2008.

BRYMAN, Alan. **Research Methods and Organization Studies**. Great Britain: Routledge, 1989.

BUSHMAN, Robert; PIOTROSKI, Joseph; SMITH, Abie. What Determine Corporate Transparency? **Journal of Accounting Research**, v. 42, n. 2, p. 207-252, 2007.

CACHON, F. J.; SWINNEY, R. Purchasing, pricing and quick response in the presence of strategic consumers. **Management Science**, v. 55, n. 3, p. 497-511, 2009.

CARDOSO, Mauricio Gomes. **Análise de demonstrações contábeis**: estudo de caso de uma empresa catarinense participante do novo mercado. Dissertação (Mestrado da Universidade Extremo Sul de Santa Catarina – UNESC), UNESC, Santa Catarina, 2012. 103p.

CARVALHO, A. G. **Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA**. Bovespa. São Paulo, 2003. Disponível em:
<<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 21 out. 2013.

CARVALHO, N. M. O discurso publicitário comunicação. **Vereadas**, v. 3, n. 3, p. 207-222, nov., 2004.

CARRIERI, A.; ALMEIDA, A. L. de C.; FONSECA, E. **Imagem organizacional: um estudo de caso sobre a PUC Minas**. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CIÊNCIAS DA COMUNICAÇÃO, 2004, Porto Alegre. **Anais...** Porto Alegre, 2004.

CHAVES, Norberto. **La imagen corporativa: teoria y metodologia de la identificacion institucional**. Barcelona: Gustavo Gili, 1988.

CHIN, W. W. **The partial least squares approach for structural equation modeling**. In: G. A. Maroulides (Ed.). *Modern methods for business research*, p. 295-236. 1998.

CVM. Comissão de Valores Imobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. **Revista Exame**, jun. 2002. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/rede-de-blogs/investidor-em-acao/files/2011/04/cartilha-CVM-Governan%C3%A7a-Corporativa.pdf>>. Acesso em: 21 set. 2015

CRONBACH, L. **Coefficient alpha and the internal structure of testes**. *Psychometrika*. 1951.

COSTA, Joan. **La imagen de la empresa**. Madrid: Ibérico Europea de Ediciones, 1977.

CUNHA, F. **Avaliação da imagem percebida de três hipermercados junto a consumidores da grande São Paulo**. 2001. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia e Administração, São Paulo, 2001.

DOWLING, G. R. **Managing your corporate image**. **Industrial Marketing Management**, [S. l.], v. 15, p. 109-115, 1986.

EFRON, B.; TIBSHIRANI, R. **An Introduction to the Bootstrap**. London: Chapman & Hall, 1993.

FORNELL, C.; LARCKER, D. **Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error**. **Journal of Marketing Research**, p. 39-50. 1981.

FAMÁ, E. F.; JENSEN, M. C. **Separation of ownership and control**. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, Jun., 1983.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GORGA, E. **A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais**. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, out/nov/dez., 2004.

GRACIOSO, Francisco. **Propaganda institucional: nova arma estratégica das empresas**. São Paulo: Atlas, 1995.

GRISKEVICIUS, V; KENRICK, D. T. Fundamental motives for why we buy: how evolutionary needs influence consumer behavior. **Journal of Consumer Psychology**, v. 23, n. 3, p. 372-386, 2013.

GRÖNROOS, Christian. **Marketing: gerenciamento e serviços: a competição por serviços na hora da verdade**. Rio de Janeiro: Campus, 1995.

HAIR, J. F. *et al.* **Análise Multivariada de Dados**. Porto Alegre: Bookman. 2009.

HENSELER, J.; RINGLE, C.; SINKOVICS, R. The Use of Partial Least Squares Path Modeling International Marketing. **Advances in International Marketing** , p. 277-319. 2009.

HERMALIN, Benjamin; WEISBACH, Michel. Boards of Director as an Endogenously Determined Institution: A survey of the economic literature. **Economic Policy Review**. v. 9, n-1, p 7-26, 2003.

HOLLANDER, Myles; WOLFE, Douglas A.; CHICKEN, Eric. **Nonparametric statistical methods**. John Wiley & Sons, 2013.

HUNG, Humphry. A typology of the theories of the roles of governing boards. Corporate Governance. **International Review**, v. 6, Issue 2, p. 101-111. Apr. 1998.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 3ª ed. São Paulo: BOVESPA, 2004. Disponível em:<www.ibgc.org.br>. Acesso em: 26 jan. 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**, 4ª. ed., 2009. São Paulo, 2009. Disponível em:<<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>>. Acesso em: 21 set. 2015.

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

KAISER, Henry F. The varimax criterion for analytic rotation in factor analysis. **Psychometrika**, v. 23, n. 3, p. 187-200, 1958.

KOTLER, Philip. **Administração de marketing: análise, planejamento, implementação e controle**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 1998.

KOTLER, Philip; FOX, Karen F. A. **Marketing estratégico para instituições educacionais**. São Paulo: Atlas, 1994.

KUNSCH, Margarida Maria Krohling. **Planejamento de Relações Públicas na comunicação integrada**. 4. ed. São Paulo: Summus, 2003.

LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, out. 2000.

LADEIRA, Daniela Lopes. **Teoria dos stakeholders no contexto da governança corporativa: um estudo de caso**. Dissertação (Mestrado da Faculdade de Ciências Empresariais – FACE/FUMEC), Universidade FUMEC, Belo Horizonte, 2009.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre Disclosure e Governança corporativa das Empresas Brasileiras**. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração). Curso de Pós-graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LEAL, R. P. C; FERREIRA, V. A. C. e SILVA, A. L. C. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro: e-Papers, 2002.

LEITE, P. R. Empresas brasileiras adotam políticas de logística reversa relacionada com o motivo de retorno e com o direcionador estratégico? In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 34, Rio de Janeiro, **Anais...** Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 2010.

LIMA, S. H. O. *et al.* Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis de mercado diferenciado da BM&F BOVESPA. **Revista de Gestão**, 2013.

LODI, J. B. **Governança Corporativa: O governo da empresa e o conselho**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MACIEL, C. O.; MARQUES, C. R.; FERNANDEZ, D. P. R.; OLIVEIRA, G. K.; SCHIAVON, M.; PEREIRA, R. R.; BOFF, W. G. **Governança Corporativa**. FADERGS. Porto Alegre, 2014.

MAGALHÃES, L. V. V. **Governança corporativa: sua evolução e a iniciativa brasileira do novo mercado da Bolsa de Valores de São Paulo**. Dissertação (Mestrado da Faculdade de Direito Milton Campos) Faculdade Milton Campos, Belo Horizonte, 2007.

MALHOTRA, Naresh K.; **Marketing Research - An Applied Orientation**; Prentice Hall; 1996.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing**: uma orientação aplicada. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

MINGOTI, S. A. **Análise de Dados Através de Métodos de Estatística Multivariada**: Uma Abordagem Aplicada. Belo Horizonte: UFMG, 2007.

MONKS, R; MINOW, N. **Corporate Governance**. Massashussetts-USA. Blackwell Publishers, 2001.

MONECKE, Armin; LEISCH, Friedrich. **Sem PLS**: structural equation modeling using partial least squares, 2012.

MCKINSEY & COMPANY. **Investor Opinion Survey on Corporate Governance**. London, July, 2002.

MONFORTE, J. G. Introdução. In: ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004.

NARDI, C. I.; NAKAO, S. H. **Impacto da Entrada nos Níveis Diferenciados de Governança corporativa sobre a Imagem Institucional das Empresas**. 6º Congresso USP de Contabilidade, 2006.

NARDI, C. I.; NAKAO, S. H. Impacto da Entrada nos Níveis Diferenciados de Governança corporativa sobre a Imagem Institucional das Empresas. **Revista Contabilidade Vista e Revista**. Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 19, n. 2, p. 85-111, abr./jun. 2008.

NEMENYI, Peter. Distribution-free multiple comparisons. In: **Biometrics**. 1441 I ST, NW, SUITE 700, WASHINGTON, DC 20005-2210: INTERNATIONAL BIOMETRIC SOC, 1962. p. 263.

NEVES, Roberto de Castro. **Imagem empresarial**. Rio de Janeiro: Mauad, 1998.

NUNNALLY, J.; BERNSTEIN, I. H. **Psychometric Theory**. McGraw-Hill: New York. 1994.

OLIVEIRA, M. C; LINHARES, J. S. A Implantação de controle interno adequado às exigências da lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras – um estudo de caso. **Revista Base** (Administração e Contabilidade), UNISINOS, 2007.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO - OCDE. **Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina**. Tradução de Pinheiro Neto Advogados, Danvers – USA: OCDE, 2003. Disponível em: <www.oecd.org/daf/corporate-affairs/>. Acesso em: 23 mai 2004.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION DEVELOPMENT – OECD. **Principles of Corporate Governance**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/>>. Acesso em: 12 dez. 2004.

PATEL, S. A.; DALLAS, G. **Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results – United States**. Standard & Poor's. Setting the Standard. October 16, 2002.

PINDYCK, Robert. S.; RUBINFELD, Daniel. L. **Microeconomia**. São Paulo: Makron Books, 2002.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Editora Atlas, 2009.

PITZER, Márcio. **A influência do nível de governança corporativa no valor de mercado das ações das empresas brasileiras negociadas na BOVESPA**. Dissertação (Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresarial), Universidade Estácio de Sá, Rio de Janeiro, 2011.

POWELL, T. C. Competitive advantage: logical and philosophical considerations. **Strategic Management Journal**, v. 22, n. 9, 2001, p. 875-888.

PUNSUVO, F. R. *et al.* O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 18, n. 45, 2007.

PRABHAKAR, R. Corporate governance. In: BEVIR, M. (Org.). **Encyclopedia of Governance**. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 2007. v. 1, p. 165-168.

RAMOS, Gizele Martins; MARTINEZ, António Lopo. Governança corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v.1, jul./dez., 2006.

RECHTMAN, Marcos; FONTES FILHO, Joaquim Ruben; GAMMINO, Fernando. **Governança corporativa: aplicada ao contexto empresarial brasileiro**. Rio de Janeiro: Papel Virtual, 2004.

REINARTZ, Werner; HAENLEIN, Michael; HENSELER, Jörg. An empirical comparison of the efficacy of covariance-based and variance-based SEM. **International Journal of research in Marketing**, v. 26, n. 4, p. 332-344, 2009.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SANTOS, J. O.; PEDREIRA, E. B. Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. **Administração em Diálogo**, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 87-99, 2004.

SANTOS, L. A. A.; LEMES, S. Desafios das empresas brasileiras na implantação da lei Sarbanes-Oxley. **Revista Base** (Administração e Contabilidade), UNISINOS, 2007.

SHETH, Jagdish *et al.* **Comportamento do Cliente: indo além do comportamento do consumidor**. São Paulo: Atlas, 2001.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 2, p. 737-783, jun. 1997.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. Governança Corporativa, Valor Alavancagem e Políticas de Dividendos das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas**. São Paulo: Atlas, 2006a.

SILVA, R. L. M. **A Migração das Empresas para os Níveis de Governança corporativa e o Custo de Capital Observado pela Liquidez das Ações**. 2006. 133f. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis). Programa de Graduação de Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006b.

SILVA, Adriana Elizângela de Castro. **O impacto das boas práticas de governança corporativa no desempenho de portfólios de empresas listadas na BOVESPA**. Dissertação (Mestrado em Administração do Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Administração) Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; MARTINS, V. A.; BARROSSI-FILHO, M. Fatores condicionantes da liquidez das ações: efeitos dos níveis de governança, ADR e crise econômica. **Brazilian Business Review**. Vitória. Jan-mar 2014.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade

de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2002. Disponível em: <www.teses.usp.br>. Acesso em: 26 jun. 2015.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, Jul-Set, 2003.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado em Administração). Universidade de São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, 2004.

_____. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4, 2004, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2004b.

SILVEIRA, A. M.; DIAS Jr., A. L. **Impacto da Divulgação de Disputas entre Acionistas Controladores e Minoritários sobre o Preço das Ações no Brasil**. VII encontro Brasileiro de Finanças. IBMEC-SP. São Paulo: julho/2007.

SOUZA NETO, José Antônio; MARTINS, Henrique Cordeiro (Org.). **Finanças e Governança corporativa: práticas e estudos de caso**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SCHADEWITZ, H. J.; BLEVINS, D. R. **Major Determinants of Interim Disclosures in na emerging market**. *American Business Review* 16 (1), p. 41-55, 1998.

TENENHAUS, Michel; AMATO, Silvano; ESPOSITO VINZI, V. **A global goodness-of-fit index for PLS structural equation modelling**. In: Proceedings of the XLII SIS scientific meeting. CLEUP Padova, 2004. p. 739-742.

TENENHAUS, M.; VINZI, V.; CHATELIN, Y.; LAURO, C. PLS path modeling. **Computational statistics & Data Analysis**, 2005.

TONI, D. de; SCHULER, M. Gestão da imagem: desenvolvendo um instrumento para a configuração da imagem de produto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. 4, p. 131-151.2007.

TORQUATO, Gaudêncio. **Cultura, poder, comunicação e imagem: fundamentos da nova empresa**. São Paulo: Pioneira, 1992.

VASCONCELLOS, P. C. Governança corporativa diz respeito à criação de valor. **Revista RI - Relações com Investidores**. n. 52. p. 19-20. Jun., 2002.

VAZ, G. N. **Marketing institucional**: o mercado de ideias e imagens. São Paulo: Pioneira, 1995.

VIANA, E. **A governança corporativa no setor público municipal** – um estudo sobre a eficácia da implementação dos princípios de governança nos resultados fiscais. 2009. 121 f. Dissertação (Mestrado em Ciências – PPGCC – FEA) Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2010.

VINZI, V. E.; CHIN, W. W.; HENSELER, J.; WANG, H. **Handbook of Partial Least Squares**. Springer, 2010.

APÊNDICE

ROTEIRO DE ENTREVISTA

Pesquisa destinada a responder hipóteses levantadas em dissertação de mestrado – FUMEC. Visa elucidar dúvidas referentes às influências da adesão às boas práticas de Governança Corporativa junto à imagem institucional das organizações. Todas as opiniões serão mantidas e o sigilo preservado.

Perfil de investidor

- Conservador
- Moderado
- Arrojado

Sexo

- Masculino
- Feminino

1) A governança corporativa é um instrumento capaz de aumentar a confiança entre investidor e organização

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

2) As informações fornecidas pelas organizações garantem boa reputação, se comparadas às que são oferecidas no mercado

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

3) O fato de a organização estar inserida em algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa é uma maneira de garantir credibilidade e confiança, atraindo atenção na hora de investir

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

4) Após aderir a algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, a organização torna-se valorizada, se comparar seu valor fora do mesmo

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

5) Para fortalecer a imagem institucional, a organização precisa estar inserida em algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

6) Não é necessário que a organização esteja inserida em algum Nível Diferenciado de Governança Corporativa para que se mantenha atrativa junto ao investidor

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

7) Não há como o conselho de administração garantir proteção ao patrimônio dos acionistas

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

8) Aderir a algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa repercute favoravelmente na imprensa, fortalecendo a imagem institucional

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

9) Após aderir a algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, a organização deve explorar esse fato em suas ações voltadas ao investidor

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

10) Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa fortalecem e promovem o mercado de capitais

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

11) Não é possível perceber melhora na imagem da organização após a adesão a algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

12) Há maior interesse em realizar negócios com organizações após a adesão a algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

13) As boas práticas de governança corporativa conseguem minimizar os conflitos entre acionistas e gestores

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

14) As boas práticas de governança corporativa impactam positivamente na imagem da organização

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente

15) A imagem institucional é um diferencial relevante na tomada de decisão para investir

Discordo totalmente -1 -0,5 0 0,5 1 Concordo totalmente