
Investidores Institucionais e o Foco no Curto Prazo: um Estudo nas Empresas Negociadas na Bovespa

Melícia da Silva Ferri ¹
Rodrigo Oliveira Soares ²

•Artigo recebido em: 26/11/2008 ••Artigo aceito em: 27/05/2009 ••• Segunda versão aceita em: 01/09/2009

Resumo

Os investidores institucionais são, geralmente, associados às boas práticas de governança corporativa, dado que os mesmos possuem alta capacidade de monitoração da administração da empresa. Entretanto, pode ser argumentado (BUSHEE, 1998) que a presença de tais investidores pode estar associada a um comportamento de gerenciamento de resultados, privilegiando o curto prazo em detrimento do longo prazo. O presente artigo objetiva investigar relações entre a presença de investidores institucionais e o foco das empresas em investimento de curto prazo em detrimento do de longo prazo. Para tanto foram realizados dois testes estatísticos, sendo um paramétrico (teste *t*) e não paramétrico (teste de *Wilcoxon*), em uma amostra das empresas mais líquidas negociadas na Bovespa. Os principais resultados não permitem descartar a hipótese de que há gerenciamento de resultados, estimulando estudos complementares que aprofundem a proposição.

Palavras-chave: Investidores Institucionais; Miopia de Investimentos; Curto Prazo; *q* de Tobin.

¹ Graduada em Administração pela UNISINOS. Email: mel_ferri@yahoo.com.br

² Doutor em Administração. Professor Adjunto - CEPPAD – UFPR. Endereço: Av. Prefeito Lothário Meissner, 632, 2º andar – Jardim Botânico. Curitiba. CEP: 80.210-170. Telefone: (41) 3360-4365. E-mail: rosoares@ufpr.br

Nota: este artigo foi aceito pela Editora Científica Jacqueline Veneroso Alves da Cunha e passou por uma avaliação *double blind review*.

Institutional Investors and the Short-Term Focus: A Study on the Companies Traded at Bovespa

Abstract

Institutional Investors generally are associated with good corporate governance practices since they have high capacity to monitor the company's management. However, it can be argued (BUSHEE, 1998) that the presence of such investors may be associated with earnings management, seeking short term rather than long term returns. This article aims to investigate links between the presence of institutional investors and the focus of firm's investments in the short term rather than long-term. It was carried out two statistical tests: a non-parametric (Wilcoxon test) and parametric one (t-test). The firms into the sample are the most liquid firms traded at Bovespa. The main results can not discard the possibility that there are management results, encouraging further studies.

Keywords: Institucional Investors; Investment Myopia; Short Term; q de Tobin.

1. Introdução

O desenvolvimento do mercado de capitais é um fator importante para o crescimento econômico de um país. Por sua vez, para viabilizar tal desenvolvimento, tornam-se cada vez mais importantes as preocupações com fatores como: transparência, confiabilidade e informação, fatores estes que norteiam os princípios de boa governança corporativa, os investidores institucionais e o mercado de capitais

Os investidores institucionais têm sido tratados por grande parte da literatura financeira como investidores sofisticados, com maior capacidade para monitorar e disciplinar os gestores. Desta forma, seria esperado que nas empresas onde este tipo de investidor estivesse presente entre os principais acionistas, houvesse uma maior preocupação com o bem-estar dos acionistas minoritários. Existe, entretanto, uma outra corrente teórica que argumenta que os investidores institucionais criam incentivos para que os gestores das empresas reduzam os investimentos, buscando resultados de curto prazo e comprometendo, assim, a capacidade de crescimento da empresa no longo prazo (BUSHEE, 1998). A presente pesquisa objetiva investigar as relações

entre a presença de investidores institucionais e a busca por resultados de curto prazo em detrimento dos de longo prazo.

Dada a importância dos investidores institucionais no mercado de capitais e o crescente interesse acadêmico sobre o tema gerenciamento de resultados, o tema abordado neste trabalho torna-se relevante e oportuno.

O artigo foi estruturado da seguinte forma: primeiramente são apresentados aspectos acerca da governança corporativa e a sua importância para o mercado de capitais. O gerenciamento de resultados também é abordado de forma superficial, visando à contextualização do tema em estudo. Posteriormente são enfocados os investidores institucionais. Na sequência, o trabalho empírico é apresentado, com a descrição do método, da amostra e dos procedimentos estatísticos. Finalmente, os dados empíricos são apresentados e analisados, para então serem tecidas as considerações finais.

2. Mercado de Capitais e Governança Corporativa

O desenvolvimento do mercado de capitais é um dos fatores determinantes para o crescimento econômico de um país, conforme apontam os estudos de Rocca, Silva e Carvalho (1998), entre outros. O fortalecimento desse mercado está baseado em fatores como: transparência, confiabilidade e informação, permeando os princípios de governança corporativa.

Conforme Silveira, Barros e Famá (2006), os mecanismos de governança corporativa podem existir internamente nas empresas, sob a forma de conselho de administração e políticas de remuneração dos executivos; ou externamente, como por exemplo, as ações de mercado para controle corporativo e os investidores institucionais. Os investidores institucionais podem ser definidos como as instituições (Fundos de Pensão, Empresas Seguradoras, Fundações, Bancos de Investimentos.) que dispõem de vultosos recursos mantidos com certa estabilidade, destinados à reserva de risco ou à renda patrimonial, e que investem parte desses recursos no mercado de capitais.

Segundo Andrade e Rossetti (2004, p. 6), um bom sistema de governança 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 in-

vestidores e fortalecendo o mercado de capitais, que porventura resultaria em um maior crescimento econômico.

2.1 Investidores Institucionais

Cia, Guarita e Cia (2002) definem investidor institucional como um “investidor que negocia uma grande quantidade de títulos”. Segundo os mesmos autores, investidores institucionais são Fundos de Pensão, Fundos Mútuos, Fundos de Empregados, Companhias de Seguro e algumas Instituições Financeiras ligadas a Bancos de Investimento, classificados de acordo com o tipo de empresa (financeira, não financeira ou fundos de investimentos), de capital (privado ou estatal, nacional ou estrangeiro).

De acordo com Monks e Minow (1995), impulsionados pela tentativa de minimizar os conflitos de agência entre os acionistas e executivos, os investidores institucionais apresentaram uma postura ativa com relação ao gerenciamento das companhias de capital aberto em que são acionistas. Partindo-se da premissa de que os investidores institucionais possuem um considerável percentual de ações de determinada empresa, o seu incentivo para empreender um monitoramento ou controle sobre os executivos supera os custos associados a essa tarefa, mesmo que outros investidores também se beneficiem.

Os estudos de Bethel, Liebeskind e Opler (1998) encontram uma relação positiva entre a performance das empresas e a aquisição de expressivos percentuais de ações por investidores institucionais. Portanto, a postura adotada pelos investidores institucionais leva à concentração de propriedade, aumentando o percentual de ações, assim como o seu poder como acionista.

Por sua vez, Bushee (1998) testa duas hipóteses referentes à relação entre a alta concentração de propriedade dos investidores institucionais e o aumento/redução da probabilidade de os executivos adotarem um comportamento míope (*myopic behavior*), isto é, os executivos são impelidos a focar suas ações no curto prazo e no retorno imediato, potencialmente sacrificando o longo prazo. O autor também encontrou um significativo aumento da probabilidade de os executivos terem um comportamento míope quando o perfil do investidor institucional é “transient”, ou seja, adotar uma postura de administrador de carteira, e não de proprietário.

Como exemplificação desse cenário, pode-se citar a perda de competitividade em vários setores da economia norte-americana durante a segunda metade da década de 1980, que demonstrou de maneira enfática a fragilidade da economia em relação à postura adotada pelos grandes investidores institucionais. O excessivo foco no curto prazo, atendendo as demandas por resultados financeiros imediatos, inibiu os executivos a adotarem estratégias e investimentos de longo prazo, sacrificando, conseqüentemente, os rendimentos futuros (BUSHEE, 1998).

Nessa perspectiva, os investidores institucionais agem como um administrador de recursos, que tem como objetivo principal maximizar os retornos sobre uma carteira cuja extensa diversificação tornaria praticamente impossível o monitoramento individual de cada empresa componente da carteira. Assim sendo, os resultados trimestrais (curto prazo) seriam o instrumento de melhor comunicação entre a gestão e os investidores institucionais.

Conforme é demonstrado no Quadro 1, pode-se verificar as vantagens e desvantagens da participação dos acionistas investidores institucionais nos mecanismos de governança corporativa.

Como vantagem, tem-se maior atratividade para investimentos estrangeiros com a presença dos investidores institucionais, enquanto uma desvantagem estaria relacionada ao fato de que o valor das ações pode ficar relacionado às decisões de permanência/saída destes investidores.

Quadro 1 - Vantagens e desvantagens dos Investidores Institucionais nos mecanismos de governança corporativa

Vantagens	Desvantagens
Devido à sua expressiva participação, os investidores institucionais podem melhorar o gerenciamento da empresa e evitar abusos;	Investidores como Fundos Mútuos têm avaliação de performance baseado no curto prazo, que não consideram as estratégias de longo prazo;
Melhor acesso às informações e melhor monitoramento das capacidades;	O valor das ações pode ficar muito relacionado às decisões de permanência/saída dos investidores institucionais.
Estudos Empíricos demonstram correlação significativa positiva entre a maior concentração de propriedade de investidores institucionais e a melhor performance das ações destas empresas no mercado; Maior influência em atrair investimentos estrangeiros.	

Fonte: Bushee (1998, p. 318).

Com relação ao comportamento míope, pode-se considerar que este diz respeito à redução do investimento no longo prazo, em projetos intangíveis, tais como: pesquisa e desenvolvimento (P&D), propaganda e marketing, treinamento a empregados, etc., visando alcançar os objetivos de curto prazo (PORTER, 1992).

A literatura trata esse comportamento como uma impaciência dos investidores e que esta é repassada aos executivos por pressões nos preços das ações. Consequentemente, os executivos direcionariam as suas ações para o curto prazo, atendendo à demanda dos investidores institucionais.

2.2 O Valor da Empresa e as Oportunidades de Crescimento

Myers (1977) apresentou uma análise do valor da empresa que pode ser útil aos propósitos desta pesquisa. O autor argumenta que o valor de qualquer firma pode ser desmembrado em duas partes distintas, cuja proporção na formação do valor de cada empresa difere caso a caso. Tais componentes são os ativos operacionais (*assets in place*), que são ativos, tangíveis ou não, que geram os fluxos de caixa da empresa; e opções de crescimento, que são oportunidades de investimentos futuros.

Uma forma de capturar o valor das oportunidades de crescimento é por meio do q de Tobin, que tem sido utilizado por diversos autores como um indicador de tais oportunidades. De acordo com Famá e Barros (2000), “tal interpretação decorre naturalmente da idéia de que firmas com q elevado têm mais estímulo para realizar novos investimentos de capital em comparação com as que exibem um q baixo”. O q de Tobin, originalmente, é calculado pelo quociente entre o valor de mercado da empresa e o valor de reposição dos ativos da mesma. Alternativamente, devido às dificuldades para a mensuração do valor de reposição dos ativos, uma simplificação no cálculo pode ser feita, utilizando o valor contábil ao invés do valor de reposição dos ativos. Desta forma, o quociente q seria calculado pela divisão do preço da ação pelo valor patrimonial da empresa.

3. Descrição do Estudo

Este trabalho visa investigar possíveis relações entre a presença de

investidores institucionais e a gestão com foco no curto prazo, em detrimento do longo prazo. Torna-se necessário, portanto, buscar alguma forma de mensurar esta ênfase nos resultados de curto prazo. O indicador utilizado neste estudo é descrito a seguir.

3.1. O q de Tobin, as Oportunidades de Crescimento e o Foco no Curto Prazo

Se a gerência de uma empresa é focada essencialmente nos resultados de curto prazo, em detrimento dos de longo prazo, configurando o comportamento míope de investimentos, pode-se argumentar que esta empresa terá poucas oportunidades de crescimento, ou seja, seu valor será formado mais pelos fluxos de caixa oriundos dos ativos operacionais. Ainda, pode-se defender que as baixas oportunidades de crescimento tendem a se traduzir em um baixo q de Tobin.

Neste trabalho, foi utilizado o q de Tobin simplificado, medido pela razão P/VPA (preço / valor patrimonial da ação) como uma variável *proxy* das oportunidades de crescimento das empresas, partindo-se do pressuposto de que a miopia nos investimentos provoca a diminuição das oportunidades de investimento. Rostagno, Soares e Soares (2005) destacam que quanto maior o valor de P/VPA, maior a proporção de oportunidade de crescimento no valor percebido pelo mercado.

3.2 Controlando um Importante Fator Exógeno: o Setor Econômico

Um aspecto importante a controlar, quando da medição do indicador P/VPA, é o setor econômico onde a empresa atua, considerando-se que existem setores com maiores oportunidades de crescimento, e outros, cujo valor deriva principalmente da capacidade de geração de caixa associada aos ativos em uso. Tal fato deve ser levado em consideração ao se mensurar as oportunidades de crescimento de uma empresa. Optou-se, neste trabalho, pela divisão do indicador P/VPA da empresa pela média do setor em relação à mesma medida. Ao calcular o indicador padronizado pela média do setor, pode-se perceber se a empresa está acima ou abaixo das empresas do setor, de forma a diminuir a influência setorial no teste. Pode-se ilustrar esta situação por meio do seguinte exemplo:

Setor 1: P/VPA médio = 2	Empresa A apresenta P/VPA=1
Setor 2: P/VPA médio = 0,5	Empresa B apresenta P/VPA=0,7

P/VPA padronizado: Empresa A = $1/2 = 0,5$
P/VPA padronizado: Empresa B = $0,7/0,5 = 1,4$

Se fosse verificado somente o P/VPA de cada empresa, a empresa A apresentaria o índice maior, portanto, teria maiores oportunidades de crescimento, em relação ao seu setor, do que a empresa B. Neste caso não estaria sendo controlada a variável setor, uma vez que não se pode comparar empresas de setores com altas oportunidades de crescimento com empresas de setores com baixas oportunidades.

Ao se dividir o P/VPA da empresa pelo P/VPA médio do setor, há controle da variável setor, como no exemplo acima, em que a empresa B apresenta maior P/VPA padronizado do que a empresa A; neste caso, a empresa B possui maiores oportunidades de crescimento, uma vez controlado o setor de atuação. O controle de setores, neste caso, é importante, pois minimiza a influência deste sobre a empresa, e se não houver tal controle, os resultados encontrados podem levar a conclusões distorcidas.

3.3 Participantes da Pesquisa

A presente pesquisa foi realizada com companhias abertas brasileiras, negociadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo - Bovespa, no período de 1996 a 2005, sendo divididas em dois grupos, ou seja, empresas com investidores institucionais em sua base acionária e as que não possuem tais investidores como acionistas. Os investidores institucionais considerados foram os Fundos de Pensão, Empresas Seguradoras e Bancos de Investimento.

No período estudado foram relacionadas, inicialmente, as 541 empresas que possuíam ações listadas na Bovespa, presentes no Econômica. Entretanto, partindo desta base inicial, algumas exigências foram feitas para que a empresa permanecesse na amostra. Os critérios utilizados, descritos a seguir, foram o índice de liquidez em bolsa e um número mínimo de em-

presas no setor econômico de atuação, além de empresas que pertencem a alguns setores específicos.

A liquidez foi levada em consideração devido à necessidade de contar com preços atualizados das ações (valor de mercado) que reflitam a expectativa de resultados por parte do mercado. Nesse espírito, foram excluídas as empresas com índices de liquidez abaixo de 0,1. A escolha desse valor mínimo para o índice de liquidez foi realizada de forma arbitrária. Das 541 empresas listadas, 436 foram excluídas, por apresentarem índice de liquidez abaixo de 0,1.

Além disso, para que a empresa fizesse parte da amostra foi exigida a existência de um mínimo de cinco empresas no setor econômico em questão, sendo excluídas as empresas pertencentes a setores onde não existia, pelo menos, tal número de empresas. O motivo da exigência de um número mínimo de empresas por setor tem a ver com a normalização do indicador P/VPA utilizado, explicada na seção 3.1: como foi utilizada a média do setor, foi exigido um número mínimo de cinco empresas para o cálculo dessa média.

Ademais, foram excluídas outras 38 empresas pertencentes aos setores de administração de empresas/empreendimentos e outros fundos, uma vez que o investimento faz parte dos objetivos das mesmas, assim como dos objetivos dos investidores institucionais, objeto principal desta pesquisa. A inclusão de tais tipos de empresa poderia dificultar a interpretação dos resultados.

A amostra final foi composta por 44 empresas pertencentes a cinco setores, divididas em dois grupos: aquelas que possuem e as que não possuem investidores institucionais, sendo estes dados analisados trimestralmente.

Para realização desta pesquisa, foram classificados como investidores institucionais, os Fundos de Pensão, Empresas Seguradoras e Bancos de Investimento.

3.4 Coleta de Dados

Os dados utilizados foram coletados diretamente do banco de dados Económica, em outubro de 2006, e referem-se às empresas abertas nego-

ciadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, no período de 1996 a 2005.

Os dados de identificação dos investidores institucionais foram obtidos nos sites da CVM (www.cvm.gov.br), SUSEP (www.susep.gov.br) e Previdência Social (www.previdenciasocial.gov.br).

Primeiramente, foram obtidos na Economática a listagem dos três maiores acionistas de cada empresa, em cada ano do período estudado, com o objetivo de identificar se entre estes algum era investidor institucional. Desta forma, foram constituídos dois grupos: o de observações, onde houve presença de investidores institucionais, e o de observações, onde tais investidores não se fizeram presentes (cada observação corresponde a uma empresa em um ano no período compreendido entre 1996 e 2005).

Posteriormente foi definido o índice preço/valor patrimonial da ação (VPA) relativo, ou seja, padronizado em relação ao valor médio do mesmo índice para o setor de atuação da empresa.

A amostra foi analisada em períodos trimestrais, devido à disponibilidade das informações contábeis, sendo formados, em cada trimestre, grupos de empresas que possuem e que não possuem investidores institucionais entre os três maiores acionistas.

3.5 Testes Utilizados

Para obtenção dos resultados desta pesquisa foram realizados dois tipos de testes estatísticos: primeiramente foi utilizado o teste t de diferença de médias, confrontando os resultados do grupo de empresas que possuem com o grupo de empresas que não possuem investidores institucionais entre os três maiores acionistas. Posteriormente foi utilizado o teste não paramétrico de *Wilcoxon* nos mesmos dados. O objetivo da utilização desse teste foi o de proporcionar maior robustez ao tratamento estatístico, uma vez que ele é menos restritivo que os testes paramétricos, dado que não faz quaisquer pressupostos quanto às distribuições estatísticas.

Ambos os testes utilizados foram efetuados com o auxílio do pacote estatístico SPSS.

3.6 Hipóteses Utilizadas na Aplicação dos Testes

Para a aplicação dos testes, foram verificadas duas hipóteses:

- Hipótese nula (H_0) – não há diferença significativa entre o q de Tobin relativo nas empresas com investidores institucionais e o mesmo indicador para as empresas sem investidores institucionais em sua base acionária.
- Hipótese alternativa (H_1) – o q de Tobin relativo das empresas sem investidores institucionais é maior do que o mesmo indicador nas empresas que possuem investidores institucionais em sua base acionária.

4. Apresentação e Análise dos Resultados

Para verificar o resultado desta pesquisa, foi aplicado o teste conforme já descrito, sendo verificado o resultado do teste de forma unicaudal, pois é importante verificar em qual grupo (com investidores institucionais e sem estes) o valor de P/VPA é maior.

O teste foi aplicado no *software* SPSS®, sendo utilizado o indicador P/VPA relativo dos dois grupos de empresas com e sem investidores institucionais.

A partir da Tabela 1, retirada do SPSS, é demonstrado o teste t aplicado à amostra.

Tabela 1 - Resultado do teste estatístico t

Paired Differences			95% Confidence Interval of the Difference		t	df	Sig. (2-tailed)
Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	Lower	Upper			
-0,1272	0,1779	0,0293	-0,1865	-0,0679	-4,3481	36	0,0001

Fonte: elaborado pelos autores.

O valor que permite aceitar ou rejeitar as hipóteses propostas, conforme Tabela 1, se refere ao valor apresentado na última coluna à direita, apresentando a significância do t calculado, pressupondo um teste bi-caudal.

Para o teste uni-caudal deve-se multiplicar tal valor por 2. Desta forma, rejeita-se a hipótese nula H_0 , a um nível de significância maior do que 1%, aceitando-se, assim, a hipótese alternativa H_1 , ou seja, o P/VPA das empresas sem investidores institucionais é maior do que o apresentado pelas empresas que possuem estes investidores.

O teste não paramétrico de *Wilcoxon* é apresentado na Tabela 2:

Tabela 2 - Resultado do teste estatístico não paramétrico de *Wilcoxon*

Wilcoxon Signed Ranks Test
Ranks

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Com_II - Sem_II	Negative Ranks	9(a)	12,2222	110
	Positive Ranks	28(b)	21,1786	593
	Ties	0 (c)		
	Total	37		

a. Com_II < Sem_II

b. Com_II > Sem_II

c. Com_II = Sem_II

Test Statistics (b)

Com_II - Sem_II	
Z	-3,643(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,000269125

Fonte: elaborado pelos autores.

O teste de *Wilcoxon*, utilizado para confirmar o teste t, é menos restritivo do que este último por não exigir normalidade das variáveis. O teste é feito por meio de postos ordinais, não dependendo da forma da distribuição de probabilidades.

O teste mostrado na Tabela 2 corrobora o teste t, anteriormente explicitado na Tabela 1. O teste também demonstra que o q de Tobin das empresas sem investidor institucional entre os principais acionistas é maior do que o q de Tobin das empresas onde existe pelo menos um investidor institucional entre os principais acionistas.

4.1 Uma Breve Discussão dos Resultados

Uma vez de posse dos resultados dos testes estatísticos, cabe aqui uma breve discussão dos mesmos. Visto que empresas cujos gestores buscam o resultado de curto prazo em detrimento do de longo prazo tenderem a investir menos, e ainda, que o q de Tobin é um indicador de oportunidades de investimento, pode-se dizer que se for confirmado que um determinado grupo possui maior q de Tobin do que o outro, isto proporciona indícios de que este primeiro grupo investe mais no longo prazo do que o outro.

Os resultados demonstraram, então, que o grupo formado por empresas em que há presença de investidores institucionais entre os principais acionistas possui menores oportunidades de crescimento do que o grupo de empresas em que tais investidores não constavam entre os principais acionistas. Assim, as evidências não foram capazes de rejeitar a proposição inicial de que os investidores institucionais estão relacionados a um maior foco no curto prazo em detrimento do longo prazo.

É importante salientar que os resultados ora apresentados não permitem que se infira causalidade na relação. Apenas pode ser constatado que existe uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e a presença de investidores institucionais. Tal fato é compatível com a idéia da miopia de investimentos, mas ainda não é suficiente para comprová-la, em última instância.

5. Considerações Finais

O objetivo e o foco deste trabalho foi verificar se a presença dos investidores institucionais como acionistas estimula a busca de resultados no curto prazo em detrimento do longo prazo. Nesse contexto, algumas considerações finais devem ser traçadas, visando ressaltar, primeiramente, as limitações do estudo. Posteriormente foram ressaltados aspectos trabalhados na pesquisa com as conclusões a respeito e, finalmente, são enumeradas indicações para trabalhos futuros.

A presente pesquisa apresentou testes sobre relações relevantes teoricamente, que podem ser objeto de aprofundamentos posteriores. Este trabalho possui algumas limitações que devem ser consideradas, tanto para o entendimento dos resultados encontrados, como para servir como ponto de

partida para futuros estudos, na mesma linha de pesquisa: em primeiro lugar, uma limitação encontrada nesta pesquisa é que a mesma não controla outros fatores exógenos ao modelo, além do setor econômico de atuação das empresas. Além disso, outras variáveis *proxy* para oportunidades de crescimento ou outras formas de mensuração do foco no curto prazo podem ser utilizadas para aprofundar e dar maior robustez aos resultados. Outro ponto a ser considerado foi o tamanho reduzido da amostra. Entretanto, tal fato se deveu à exigência do índice mínimo de liquidez. Tal escolha deve ser feita, sendo que as vantagens de se obter uma amostra maior devem ser contrastadas com as desvantagens de se considerar preços defasados por causa da baixa liquidez. Finalmente, deve-se reconhecer que não foram testadas relações causais por meio de regressão.

Cabe, nesse ponto, retomar alguns aspectos importantes tratados no trabalho: a literatura aponta que os investidores institucionais, no início do movimento em prol das boas práticas de governança corporativa, exerciam o papel de monitoramento. Segundo Lodi (2000), o fundo Calpers intimidava as empresas que não se enquadrassem nos códigos de melhores práticas divulgando uma lista de inadimplentes. Nessa situação verifica-se um investidor institucional (Fundo Calpers) pressionando as empresas a adotarem as melhores práticas de governança e, desta maneira, colaborando para melhorar a performance das empresas. A hipótese ressaltada nesta pesquisa verifica uma postura diferente dos investidores institucionais, pois tende a piorar o desempenho das empresas: a postura de influenciar a gestão da empresa na direção de uma busca pelo resultado de curto prazo, em detrimento do de longo prazo, configurando uma situação chamada de miopia de investimentos.

Este estudo objetivou testar a proposição de Bushee (1998), segundo a qual a presença de investidores institucionais está relacionada à miopia de investimentos. A amostra final foi composta por 44 empresas pertencentes a cinco setores: bancos; geração, transmissão e distribuição de energia elétrica; indústria de papel, celulose e papelão; telecomunicações; transformação de aço em produtos de aço. Uma vez que empresas que não investem no longo prazo devem possuir baixas oportunidades de crescimento, utilizou-se um indicador de oportunidades de crescimento, q de Tobin, e buscou-se verificar a existência de diferença estatisticamente significativa entre este indicador em empresas com investidores institucionais e empresas sem investidores

institucionais em sua base acionária. Para tanto foram realizados dois testes estatísticos, um paramétrico, o teste t, e um e não paramétrico, o teste de Wilcoxon.

Por meio da aplicação dos testes foi possível observar que as oportunidades de crescimento (q de Tobin), apresentadas pelas empresas que não possuem investidores institucionais como acionistas, foram maiores do que as das empresas que possuem estes investidores em sua base acionária.

Uma contribuição a ressaltar do presente estudo foi demonstrar que existe relação entre a presença dos investidores institucionais e as oportunidades de crescimento das empresas. Apesar de não ser possível concluir sobre a causalidade dessa relação, e serem necessários outros testes, a relação é compatível com a hipótese de Bushee (1998) de que os investidores institucionais estimulam a gestão com foco no curto prazo. Tal constatação, se comprovada, pode possuir reflexos importantes, tanto para o mercado de capitais, como para as empresas que possuem este tipo de acionista e também para os próprios investidores institucionais.

Os resultados encontrados nesta pesquisa servem como estímulo para aprofundamentos posteriores. Como sugestão, pode ser ampliada a amostra, de forma a aumentar a capacidade de generalização dos resultados. A utilização de métodos de regressão múltipla, que podem controlar variáveis exógenas ao modelo, também pode ser um caminho de pesquisa a ser seguido. Outras verificações, como os investimentos em pesquisa e desenvolvimento, ou outra forma de se tentar mensurar a miopia de investimentos, podem ser importantes para aprofundar os resultados deste estudo.

Referências

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

BETHEL, J. E.; LIEBESKIND, J. P.; OPLER, T. Block share purchases and corporate performance. *The Journal of Finance*, v. 53, n. 2, p. 605-634, 1998.

BRANDÃO, M.; BERNARDES, P. Governança corporativa e o conflito de agência entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas das corporações brasileiras. In: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (EnANPAD), Brasília, 2005.

BUSHEE, B. J. The influence of institutional investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, v. 73, n. 3, p. 305-333, July 1998.

CIA, J. C.; GUARITA, C. I.; CIA, J. N. S. O duplo papel do investidor institucional: influenciador do *Corporate Governance* e gestor de carteiras. In: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós – Graduação em Administração (EnANPAD), Salvador, 2002.

ECONOMÁTICA. *Economática pró*. São Paulo: Economática, 2006.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu Uso em Finanças: Aspectos Metodológicos e Conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 07, n. 4, out./dez 2000.

KAMMLER, E. L.; ALVES, T. W. A teoria do “q” de Tobin e a previsão dos gastos com investimentos: um estudo com empresas brasileiras de capital aberto. In: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós – Graduação em Administração (EnANPAD), Curitiba, 2004.

LODI, J. B. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

MYERS, S. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.

MONKS, R.; MINOW, N. *Corporate governance*. Cambridge: Blackwell Publishers, 1995.

PORTER, M. E. Capital choices: changing the way America invests in industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 5, n. 2, p. 4-16, 1992.

ROCCA, C. A.; SILVA, M. E.; CARVALHO, A. G. *Sistemas financeiros e a retomada do crescimento econômico*. São Paulo: FIPE, 1998.

ROESCH, S. M. A. *Projetos de estágio do curso de administração de empresas*. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSTAGNO, L. M.; SOARES, R. O.; SOARES, K. T. C. Estratégias de valor no mercado de ações brasileiro. *Revista Eletrônica de Administração da UFRGS - REad*. Edição 48, v. 11, n. 6, nov.- dez. 2005.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

STEVENSON, Wi. J. *Estatística aplicada à administração*. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1991.

UFSC - Universidade Federal de Santa Catarina. *Conceitos elementares de estatística*. Disponível em: <<http://www.inf.ufsc.br>>. Acesso em: 16 out. 2006.