



JULIENE GAMA TENÓRIO

CONTROLE INTERNO: um estudo sobre a sua participação  
na tomada de decisão de investimento no mercado de  
capitais brasileiro

Recife  
2007

JULIENE GAMA TENÓRIO

CONTROLE INTERNO: um estudo sobre a sua participação na tomada de decisão de investimento no mercado de capitais brasileiro

Dissertação apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, da Universidade Federal da Paraíba, da Universidade Federal de Pernambuco e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de concentração: mensuração contábil

Orientador: Prof. Dr. Jeronymo José Libonati.

Recife

2007

Tenório, Juliene Gama

Controle interno : um estudo sobre a sua participação na tomada de decisão de investimento no mercado de capitais brasileiro. – Recife : O Autor, 2007.

145 folhas : fig. , tab. e quadro.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Pernambuco. CCSA. Ciências Contábeis, 2007.

Inclui bibliografia, apêndice.

1. Controladoria. 2. Tomada de decisões. 3. Mercado de capitais - Brasil. 4. Investimentos – Brasil – Análise. I. Título.

657.6	CDU (1997)	UFPE
657.6	CDD (22.ed.)	CSA2007-068

JULIENE GAMA TENÓRIO

**CONTROLE INTERNO: um estudo sobre a sua participação na tomada de decisão de investimento no mercado de capitais brasileiro**

Dissertação apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, da Universidade Federal da Paraíba, da Universidade Federal de Pernambuco e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de concentração: mensuração contábil

Orientador: Prof. Dr. Jeronymo José Libonati.

Aprovada em: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Jeronymo José Libonati  
Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação  
em Ciência Contábeis UnB, UFPB, UFPE e UFRN

---

Prof. Dr. Jerônimo Antunes  
Examinador externo  
Examinador Externo – FEA/USP

---

Prof. Jorge Expedito de Gusmão Lopes, PhD  
Examinador interno - UnB, UFPB, UFPE e UFRN

Aos meus pais por todo apoio que me foi dado para superar as dificuldades e para realização desse sonho.

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus pela vida e pela perseverança para superar as dificuldades.

Aos meus pais, Cristine e José Alberto, por todo apoio não apenas financeiro, mas principalmente pelo apoio emocional e pela pessoa forte que me ensinaram a ser, através dos seus exemplos de vida. Sem dúvida isso foi imprescindível para a minha conquista.

Aos meus irmãos, Cristiene, Sylvio, Maryene e Rodrigo e “co-irmãos” Ana Cristina, Lautemyr e Flávia, que me deram apoio e incentivo para a conquista desse título.

Aos meus sobrinhos, Gaby, Guinho, Duda, Mari, Teteus e Pedrinho, pelos sorrisos e momentos de descontração que ajudaram a aliviar a pressão para superar os obstáculos.

Ao meu amor, Paulinho, que pacientemente esteve sempre ao meu lado, mesmo quando eu estava mentalmente ausente.

Ao meu orientador, Jeronymo Libonati, que como se não bastasse toda a sua intelectualidade e experiência, demonstra uma grande paixão pelo que faz, dando muito mais do que a orientação para realização desse trabalho, foi um exemplo de profissional e de ser humano.

Aos professores Francisco Ribeiro Filho, Marco Túlio, Raimundo Nonato, Otávio Medeiros e Aldemar Santos pelos ensinamentos transmitidos.

Ao professor Jorge Lopes pelos ensinamentos e pelas diversas vezes que nos disponibilizou a sua sala de pesquisa para realização dos nossos trabalhos.

Aos colegas do mestrado, que pelo companheirismo demonstrado por cada foram, sem dúvida alguma, elemento muito importante para que eu pudesse vencer mais esse desafio. Felipe, com sua notória facilidade com os números, por suas aulas de métodos quantitativos. Caio, que com seu jeito meigo e solidário, esteve sempre pronto a ajudar. Gilmar, que nos contagiou com a sua tranquilidade. Mario Girard, um exemplo de motivação. Josiel, sempre muito disponível, agradeço por ter facilitado o acesso ao acervo da Unicap. Márcio, como um exemplo perseverança.

Alexandre, agradeço por ter facilitado o meu acesso a docência e pelas tantas vezes que nos cedeu o seu apartamento, um lugar tranquilo com vista relaxante, para enfrentarmos os desafios que de cada disciplina. Fábio por ter se tornado um grande exemplo de profissional para mim. Campelo, sinceramente, não encontro palavras para agradecer a amizade e guinada que propiciou à minha carreira profissional. As amigas super-poderosas Karina (docinho), com quem dividi muitas angústias e Rouse (lindinha) pelo companheirismo e pelos fortes laços de amizade que desenvolvemos. Por fim, aprendi que, por mais difícil que seja a caminhada, quando se tem um ombro amigo para se apoiar tudo fica mais fácil.

A todos os meus amigos, que entenderam a minha distância nesses últimos dois anos.

Ao Dinamérico, por sua paciência e bom humor, mesmo nos momentos mais estressantes do curso.

A todos os professores que compõem o programa multi-institucional de mestrado pela confiança em mim depositada e a secretaria do mestrado, em especial, a Luciene e Aline, por estarem sempre disponível para resolução dos problemas.

Ao professor Alessandro Cavalcanti pelo ajuda nos testes estatísticos e ao professor Daniel Bandeira pela revisão de português.

A coordenadora do MBA em Mercado de Capitais da FEA/USP, professora Marina Yamamoto, e o secretário do curso, Edgard Murier, que permitiram a aplicação do questionário de pesquisa com os seus alunos.

A todos os analistas de mercado de capitais que se dispuseram a participar dessa pesquisa.

## RESUMO

Recentes instrumentos legais, tais como a Sarbanes Oxley Act, tem tratado o controle interno como um instrumento para proteger os investidores. Esta investigação científica objetivou identificar se o nível de influência das informações relativas à estrutura de controle interno das organizações, nas decisões de investimentos no mercado de capitais brasileiro, está relacionada com o perfil do investidor, segregado, nesse trabalho, em características pessoais e características esperadas para o investimento. Os analistas de mercado de capitais das corretoras de valores mobiliários associadas à BOVESPA, por envolverem-se diretamente com a administração de carteira e recomendações de investimentos foram utilizados como *proxy* do investidor. O procedimento metodológico utilizado foi o método indutivo, subsidiado por pesquisa bibliográfica e pela técnica direta de coleta de dados, viabilizada através de questionário do tipo fechado, que foi aplicado com 47 analistas. Pelos resultados alcançados, concluiu-se que quanto às características pessoais, há correlação apenas entre a variável cargo ocupado pelos analistas na corretora de valores mobiliários e o nível de influência atribuído ao controle interno, e, para as características de investimentos, há correlação apenas para variável postura diante da volatilidade dos investimentos.

**Palavras chaves** - Controle interno. Informações para tomada de decisão. Mercado de capitais.



## **ABSTRACT**

Recent laws, as Sarbanes Oxley Act, have showed the internal control as an instrument to protect the investors by the assessment of your quality. This research aimed to identify if the internal control information influence the decisions of investments in the Brazilian Stock Market is related with the investor's profile. We used the security analysts of the securities association registered in BOVESPA as proxy to investor because they are directly involved with the analyses and recommendations of investments. The research method used was inductive, subsidized for bibliographical exploration and direct collection of data, realized thought questionnaire that was applied with 47 analysts. As a result we find that investor's profile has correlation with internal control only with the function and its expectative of the investment's volatility.

**Key words:** Internal control. Stock market. Information to decision-making.

## LISTAS DE FIGURAS

<b>Figura 1</b> – Estrutura Integrada de Controle Interno do COSO.....	53
<b>Figura 2</b> - Sistema Financeiro Nacional.....	58
<b>Figura 3</b> - Corretora de Valores Mobiliários.....	65
<b>Figura 4</b> - Modelo Conceitual I.....	76
<b>Figura 5</b> - Modelo Conceitual II.....	77

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> – Capitalização da BOVESPA .....	26
<b>Gráfico 2</b> – Volume de emissões de ações na BOVESPA .....	27
<b>Gráfico 3</b> – Nível de influência do controle interno .....	96
<b>Gráfico 4</b> – Intervalo de confiança variáveis de informação .....	98
<b>Gráfico 5</b> – Concordância com as funções e objetivos do controle interno .....	99

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> – Gênero .....	85
<b>Tabela 2</b> – Gênero x nível de influência de controle interno .....	85
<b>Tabela 3</b> – Faixa etária .....	86
<b>Tabela 4</b> – Faixa etária x influência do controle interno .....	86
<b>Tabela 5</b> – Formação acadêmica.....	87
<b>Tabela 6</b> – Formação acadêmica x influência do controle interno .....	88
<b>Tabela 7</b> – Nível de escolaridade.....	88
<b>Tabela 8</b> – Nível de escolaridade x influência do controle interno .....	89
<b>Tabela 9</b> – Tempo de experiência.....	89
<b>Tabela 10</b> – Tempo de experiência x influência do controle interno .....	90
<b>Tabela 11</b> – Cargo .....	91
<b>Tabela 12</b> – Cargo x influência do controle interno.....	91
<b>Tabela 13</b> – Objetivos do investimento .....	92
<b>Tabela 14</b> – Objetivo do investimento x influência do controle interno .....	93
<b>Tabela 15</b> – Expectativa sobre performance nas oscilações do mercado .....	93
<b>Tabela 16</b> – Expectativa sobre performance x influência do controle interno .....	94
<b>Tabela 17</b> – Postura diante da volatilidade do investimento .....	94
<b>Tabela 18</b> – Postura diante da volatilidade x relevância do controle interno .....	95
<b>Tabela 19</b> – Nível de influência das informações.....	97
<b>Tabela 20</b> – Correlação características pessoais x controle interno .....	102
<b>Tabela 21</b> – Correlação características do investimento x controle interno .....	104
<b>Tabela 22</b> – Correlação relevância controle interno x demais informações.....	106
<b>Tabela 23</b> – Teste Friedman: controle interno x demais informações.....	107
<b>Tabela 24</b> – Teste Wilcoxon: controle interno x demais informações .....	108
<b>Tabela 25</b> – Teste Wilcoxon: tabela ranking média .....	109

## LISTA DE QUADROS

<b>Quadro 1</b> - Categorias de controle de acordo com sua natureza .....	32
<b>Quadro 2</b> - Características pessoais dos analistas de mercado de capitais.....	78
<b>Quadro 3</b> - Variáveis do processo de análise de investimentos .....	80
<b>Quadro 4</b> – Testes de associação variáveis perfil x controle interno.....	100

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

COSO	The Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission
SOX	Sarbanes Oxley Act
NYSE	New York Stock Exchange
SEC	Securities and Exchange Commission
ADR	American Depositary Receipts
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
Ibovespa	Índice Bovespa
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
PCGA	Princípios Contábeis Geralmente Aceitos
AIA	American Institute of Accountants
SAP	Statement on Audit Procedures
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
SAS	Statement on Auditing Standards
ASB	Auditing Standards Board
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
CFO	Chief Financial Officer
CEO	Chief Executive Officer
CICA	Chartered Accountants of Canada
ICAEW	The institute of Chartered Accountants in England & Wales
IIAA	Institute of Internal Auditors of Australian
CoCo	Control Committee of Canadian Institute of Chartered Accountants

ACC	Australian Criteria of Control
AAA	American Accounting Association
FEI	Financial Executives International
IAA	The Institute of Internal Auditors
IMA	Institute of Management Accountants
CMN	Conselho Monetário Nacional
BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
CETIP	Central de Custódia e de Liquidação Financeira
CBCL	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
SPB	Sistema de Pagamentos Brasileiro
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos em Mercado de Capitais
ABAMEC	Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais

# SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO .....	17
1.1 Considerações iniciais .....	17
1.2 Caracterização do problema.....	21
1.3 Objetivos.....	22
1.3.1 Objetivo geral.....	22
1.3.2 Objetivos específicos .....	23
1.4 Hipóteses de pesquisa.....	23
1.5 Justificativa .....	24
1.6. Delimitação do estudo .....	28
2. CONTROLE INTERNO .....	29
2.1 Definição e objetivos dos controles internos.....	29
2.2 Características do controle interno .....	33
2.3 Evolução histórica do controle interno .....	39
2.4 Estrutura de controle interno.....	48
3 INVESTIMENTOS .....	55
3.1 Mercado de capitais.....	55
3.2 Sistema financeiro nacional .....	57
3.3 Principais participantes do mercado de capitais .....	59
3.3.1. Investidor .....	59
3.3.2 Companhias abertas.....	60
3.3.3 Bolsa de valores .....	63
3.3.4 Corretoras e analistas de mercado .....	64
3.4 Processo de análise de investimento .....	68
3.4.1 Metodologia de análise de investimento .....	68
3.4.2 Informações utilizadas no processo de análise de investimento.....	69
3.4.3 Rentabilidade, liquidez e risco .....	72
3.5 Perfil do investidor .....	74



4 PROCEDER METODOLÓGICO .....	76
4.1 Questionário de pesquisa .....	78
4.2 População e amostra da pesquisa.....	81
4.3 Tratamento estatístico .....	82
5 ANÁLISE DOS DADOS.....	84
5.1 Análise descritiva da amostra pesquisada.....	84
5.1.1 Perfil do entrevistado .....	84
5.1.2 Nível de relevância do controle interno.....	95
5.1.3 Concordância com as funções e objetivos do controle interno .....	98
5.2. Análise da correlação entre as variáveis .....	99
5.2.1 Associação entre perfil e controle interno .....	101
5.2.2 Testes complementares.....	105
6 CONCLUSÕES .....	110
REFERÊNCIAS.....	113
APÊNDICE A – Carta de apresentação .....	121
APÊNDICE B – Questionário de pesquisa .....	123
APÊNDICE C – Resultados testes SPSS .....	128

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Considerações iniciais

Com o crescimento do tamanho das organizações, o aumento da complexidade dos processos organizacionais e a conseqüente necessidade de descentralização do poder decisório, fez-se necessária a criação de mecanismos de prestação de contas e monitoramento das organizações, tanto para os proprietários quanto para aqueles que possuíam negócios e interesses sobre a companhia, incluindo os seus clientes, fornecedores e financiadores.

A partir dessa necessidade de controle, foram desenvolvidos diversos conceitos sobre o assunto, inicialmente apenas no meio acadêmico, mas logo em seguida também através de determinações impostas por instrumentos legais.

As primeiras discussões sobre controle interno focavam a sua utilização pelas organizações como uma forma de impedir a ocorrência de fraudes e, principalmente, um instrumento a ser analisado nos trabalhos de auditoria contábil, cujo objetivo principal é emitir uma opinião sobre a fidedignidade das demonstrações contábeis. Neste sentido, a avaliação da estrutura de controle interno da organização era utilizada para definir, com maior precisão, qual seria extensão dos testes a serem executados durante a auditoria.

Com a crise de 1929, o controle interno começou a ser definido como um meio para garantir que os relatórios apresentados pela companhia foram apropriados. Neste momento, o foco da discussão em torno do controle interno era apenas para definir a sua avaliação como uma etapa do procedimento do trabalho dos auditores contábeis. Só em 1948, a ênfase da discussão sobre o tema passou a incluir a responsabilidade da administração da empresa, que deveria estruturar e monitorar os controles de forma a garantir a salvaguarda dos ativos, a eficiência das

políticas internas e a acuracidade dos dados contábeis. Em 1977, com promulgação da lei americana *Foreign Corrupt Practices*, o controle interno passou a ser abordado também através de institutos legais como um meio de garantir a conformidade das atividades empresariais com relação ao cumprimento das determinações legalmente impostas (HEIER, DUGAN e SAYERS, 2004, tradução nossa).

Desde então, diversas instituições e organismos internacionais têm discutido o tema e proposto metodologias para sua estruturação, avaliação e monitoração visando atender diferentes propósitos, tais como a eficácia de políticas internas, conformidade com instrumentos legais e fidedignidade das demonstrações contábeis. É justamente por conta destas características que o organismo americano *The Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission* (COSO) (2006, tradução nossa) afirma que o controle interno vem sendo cada vez mais demandado e visto como uma solução para uma grande variedade de potenciais problemas.

Com base na definição apresentada por diversos autores, entre eles Boyton, Johnson e Kell (2002) e Roehl-Anderson e Bragg (2000, tradução nossa), pode-se definir o controle interno como um conjunto de procedimentos, políticas, atribuições de deveres e responsabilidades, métodos e técnicas, que visam minimizar a possibilidade de ocorrência de determinados eventos (riscos) que possam vir a impedir que a companhia atinja os seus objetivos organizacionais, quer sejam na área administrativa, operacional ou contábil.

Segundo Roehl-Anderson e Bragg (2000, tradução nossa), os objetivos organizacionais na área administrativa focam a eficiência operacional e aderência a políticas gerenciais; já na área operacional, o foco está nas políticas e linhas básicas para alcance dos objetivos da organização; os objetivos contábeis refletem a necessidade de que todos os registros sejam reais, adequados e classificados corretamente e tempestivamente, a fim de que possam fornecer confiabilidade aos relatórios financeiros, que incluem as demonstrações contábeis e todos os demais dados financeiros divulgados publicamente.

A importância atribuída a este objetivo contábil reside justamente na utilização destas informações contábeis por um grande e diverso número de usuários, servindo, inclusive, como subsídio para a tomada de decisão para realização de investimentos no mercado de capitais, o que constitui o objeto de estudo deste

trabalho, tendo em vista que o mercado de capitais é uma peça de grande relevância econômica para um país, por estimular a poupança e aumentar a capacidade de financiamento de projetos de expansão e aperfeiçoamento tecnológicos das empresas (BOVESPA, 2006a).

Apesar da missão atribuída ao controle interno de garantir a fidedignidade das informações contábeis, observaram-se diversos escândalos contábeis em multinacionais, simbolizados principalmente por empresas americanas como a Enron, em 2001, que superestimou lucros na ordem de US\$ 600 milhões de dólares, e a WorldCom, em 2002, que contabilizou despesas na ordem de US\$ 3,8 milhões como se fossem investimentos, inflando o seu lucro (FARHI e CITRA, 2003).

Esses escândalos abalaram não só a economia local, mas também a economia mundial, como reflexo da interligação das economias propiciada pela globalização, como afirma Farhi e Citra (2003, p. 43): “a crise de confiança dos investidores nas ações americanas repercutiu nas bolsas de valores mundiais [...] as perdas nas bolsas mundiais já ultrapassaram US\$ 11,5 trilhões, sendo mais de US\$ 5,4 trilhões, apenas nos EUA”.

O resultado final desses eventos foi uma queda no volume de investimentos em ações, decorrente, principalmente, da perda de credibilidade dos investidores com relação às informações publicadas pelas companhias, como afirmado por Farhi e Citra (2003, p. 57 e 59):

Os efeitos [...] foram catastróficas quedas dos preços das ações nas bolsas americanas e nas principais bolsas mundiais. [...] A crise de confiança também levou investidores e instituições financeiras a reduzir o volume de crédito que estão dispostos a conceder (*credit crunch*), seja às empresas, seja aos países.

Como reação a esse fato e com a finalidade de acalmar os ânimos do mercado e proteger os investidores, o congresso americano promulgou ainda em 2002 a *Sarbanes Oxley Act* (SOX), oficialmente intitulada como “uma lei para proteger o investidor através do aperfeiçoamento da precisão e confiabilidade dos relatórios corporativos, fazer com que as leis de segurança sejam seguidas e para outros propósitos” (SOX, 2002, tradução nossa).

A estratégia utilizada por essa lei foi determinar medidas que forcem a intensificação dos controles internos, maior controle sobre os trabalhos da auditoria externa, bem como atribuição de maiores responsabilidades e possibilidade de aplicação de penalidades aos executivos financeiros e de operações das organizações (responsabilidade corporativa), aos auditores independentes e aos analistas de mercado de capitais.

A obrigatoriedade de cumprimento das determinações legais impostas pela SOX vai além do território americano, estendendo-se às subsidiárias das empresas americanas instaladas em outros países e a todas as empresas estrangeiras que negociam títulos mobiliários nas bolsas de valores norte-americanas, títulos esses denominados *American Depositary Receipts* (ADR). Essas empresas foram denominadas pela *Security and Exchange Commission* (SEC) como *Foreign Private Issuers*. Atualmente, existem 35 empresas brasileiras com títulos negociados na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE), conforme página da internet dessa bolsa, que é a maior dos Estados Unidos.

A SOX reacendeu o debate mundial a respeito do controle interno e da segurança que este instrumento fornece para os seus investidores e tem sido considerada como a peça mais significativa da legislação comercial dos últimos 50 anos, por mudar fundamentalmente o ambiente regulador em que estão inseridas as empresas que buscam captação de recursos no mercado de títulos e valores mobiliários (DONALDSON, 2005, tradução nossa).

Assim, tendo em vista os objetivos e benefícios atribuídos a sua adequada manutenção, principalmente por garantir a confiabilidade dos registros contábeis e, conseqüentemente, a confiança dos investidores, o controle interno assume relevância na tomada de decisão para negociações de ações no mercado de capitais, o que constitui objeto de análise desta pesquisa.

## 1.2 Caracterização do problema

Uma estrutura mais sólida e adequada de controle interno nas organizações tem sido considerada como uma ferramenta-chave para provimento de transparência e confiabilidade aos relatórios financeiros, capaz de recuperar a credibilidade dos investidores, abalada por recentes eventos de fraudes financeiras, como se observa nos preceitos base da SOX (2002) e do COSO (2006). Sentindo-se mais seguros, os investidores tendem a aumentar o volume de investimentos em títulos e valores mobiliários, o que, conseqüentemente, fornece um maior volume de capital disponível para financiar projetos de expansão das organizações e, por fim, movimentar a economia do país.

Diante desse cenário, surge a indagação sobre a relevância da estrutura de controle interno das organizações para os participantes do mercado de capitais, no momento da tomada de decisão para compra de ações. Se o controle interno efetivamente influencia a credibilidade e, conseqüentemente, impacta na decisão do investidor (SOX, 2002; COSO, 2006), o grau de influência dessa variável pode estar relacionada com o perfil pessoal dos investidores, uma vez que toda tomada de decisão de investimento é diretamente influenciada por esse aspecto (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006).

O perfil do investidor corresponde a um conjunto de características pessoais no que se refere às suas expectativas com relação aos seus investimentos, que depende basicamente de elementos como a idade, o grau de instrução e familiarização com recursos financeiros, seu horizonte de tempo para o investimento e a expectativa de retorno (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006).

Considerando que para realização de qualquer investimento no mercado de capitais, o investidor depende da intermediação das corretoras de valores mobiliários, através da atuação dos analistas de mercado de capitais, profissionais que efetuam a análise financeira das empresas e fundamentam recomendações de compra e venda de ações e títulos mobiliários para os investidores, utilizou-se, neste trabalho, o analista de mercado de capitais como *proxy* para os investidores .

Assim resume-se a problemática desta pesquisa na seguinte questão:

*Estará o nível de influência das informações relativas ao sistema de controle interno das organizações de capital aberto, para tomada de decisão de investimentos no mercado de capitais, está relacionada com o perfil do investidor?*

Para o perfil foram consideradas as características relacionadas à formação pessoal do analista e às relacionadas à sua visão sobre investimentos financeiros, dividindo, assim, as características em dois grandes grupos:

- Grupo 1 – Características pessoais: compreendendo dados sobre o gênero, idade, formação acadêmica, nível de escolaridade, tempo de experiência na função de análise de investimentos e cargo que ocupa na corretora de valores mobiliários.
- Grupo 2 – Característica de investimento: compreendendo a visão pessoal do analista quanto a segurança e horizonte de tempo do investimento, às oscilações do mercado e à volatilidade de um investimento financeiro.

## **1.3 Objetivos**

### **1.3.1 Objetivo geral**

O objetivo deste estudo foi analisar se o nível de influência das informações relativas à estrutura de controle interno das organizações de capital aberto para decisão de investimentos no mercado de capitais brasileiro está relacionado com o perfil do investidor.

### **1.3.2 Objetivos específicos**

Para consecução deste objetivo geral, utilizou-se como instrumento os seguintes objetivos específicos:

I – Identificar um referencial teórico sobre o conceito, características e objetivos do controle interno das organizações e as exigências legais sobre este tema, bem como o embasamento teórico sobre os fatores que norteiam e influenciam o processo de tomada de decisão para investimentos no mercado de capitais;

II – Avaliar o nível de influência das informações relativas à estrutura de controle interno pelos analistas de mercado de capitais das corretoras credenciadas na BOVESPA;

III – Analisar os dados coletados, a fim de identificar se a relevância atribuída ao controle interno das organizações pelos analistas de mercado, está relacionada às suas características pessoais e suas expectativas com relação aos investimentos, neste trabalho, restritas ao gênero, idade, formação acadêmica, nível de escolaridade, tempo de experiência na função de análise de investimentos, cargo que ocupa na corretora de valores mobiliários, objetivo dos investimentos financeiros quanto ao segurança e horizonte temporal para retorno, postura que assume diante das oscilações do mercado e da volatilidade dos investimentos.

### **1.4 Hipóteses de pesquisa**

Diante da problemática de pesquisa proposta, a suposição provisória de resposta, isto é, a hipótese geral desse estudo pode ser definida como:



**Hipótese Geral:** A influência do controle interno nas decisões de investimento depende do perfil do analista de mercado de capitais.

A partir desta hipótese geral, surgem as seguintes hipóteses secundárias estatísticas:

### **1ª Hipótese**

H<sub>0</sub>: A influência do controle interno nas decisões de investimento independe das características pessoais do analista de mercado de capitais.

H<sub>1</sub>: A influência do controle interno nas decisões de investimento depende das características pessoais do analista de mercado de capitais.

### **2ª Hipótese**

H<sub>0</sub>: A influência do controle interno nas decisões de investimento independe das características de investimento do analista de mercado de capitais.

H<sub>1</sub>: A influência do controle interno nas decisões de investimento depende das características de investimento do analista de mercado de capitais.

## **1.5 Justificativa**

O trabalho em tela tem sua justificativa ao procurar identificar se a estrutura de controle interno instituído pelas organizações efetivamente cumpre o papel de aumento da credibilidade nas informações disponibilizadas pelas companhias para o mercado de capitais, buscando contribuir com a evolução e aperfeiçoamento dos estudos sobre o tema.

O tema propicia também uma reflexão por parte das organizações sobre o benefício a ser obtido com o fornecimento de maior segurança para os investidores, tornando-as mais atrativas para as negociações no mercado de capitais, que é uma importante fonte de aquisição de capital, a custos mais reduzidos, para financiar seus projetos de expansão, possibilitando auferir maiores lucros e garantir a sua continuidade.

Além de constituir uma vantajosa opção de captação de recursos para as instituições, através do desenvolvimento que propicia a empresa, o mercado de capitais repercute em todo o ambiente econômico e social do país, gerando novos empregos (BOVESPA, 1999).

Outro fator relevante é o crescimento que este mercado vem apresentando desde 2003, decorrente, principalmente da junção de um bom cenário de alta liquidez internacional com condições políticas, monetárias e fiscais favoráveis mantidas pelo governo brasileiro (CVM, 2005).

A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) vem apresentando crescimentos consecutivos. Em setembro de 2005, o valor das companhias listadas nesta bolsa ultrapassou um trilhão de Reais, contemplando um crescimento total naquele ano de 29% com relação ao ano anterior, mesmo após sucessivos aumentos de 59% em 2003 e 35% em 2004 (CVM, 2005).

O volume financeiro negociado na mesma bolsa tem apresentado um crescimento sucessivo de 32%, em 2005, contra 47%, em 2003, e 49%, em 2004 (CVM, 2005). Segundo a BOVESPA (2005), em termos médios diários, o giro financeiro de 2005 foi de R\$ 1,6 bilhão, 31,9% superior ao do ano anterior, como apresentado no Gráfico 1.

Esse crescimento é confirmado pela BOVESPA (2005) ao classificar o mercado acionário como a aplicação financeira que proporcionou melhor retorno aos investidores em 2005.



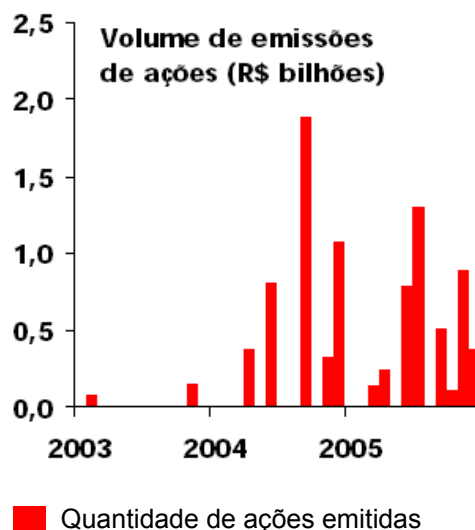
**Gráfico 1** – Capitalização da BOVESPA

Fonte: CVM, 2005

Superando os resultados obtidos em 2004, o Índice Bovespa (Ibovespa) fechou o ano em 33.455 pontos, com as expressivas valorizações de 27,7% em termos nominais e de 44,8% frente à variação cambial. Em novembro de 2006, este valor já estava em 41.931 pontos, demonstrando um crescimento de 25,33% em termos nominais e 35,39 em termos frente à variação cambial (BOVESPA, 2005 e 2006a).

O valor de mercado das empresas da BOVESPA atingiu R\$ 1.128,5 bilhões em dezembro de 2005, exibindo um acréscimo de 24,7% comparativamente ao valor obtido em dezembro de 2004.

A alta consistente no preço das ações em circulação no ano de 2003 estimulou as empresas abertas a realizar novas captações e as companhias fechadas a abrir o seu capital, o que, em 2004, fez com que o mercado primário fosse palco de um volume de emissões inédito desde 1998 e, em 2005, chegou a atingir R\$ 4,4 bilhões (CVM, 2005), como ilustrado no Gráfico 2.



**Gráfico 2** – Volume de emissões de ações na BOVESPA

Fonte: CVM, 2005

Apesar do seu expressivo aumento de volume negociado, a BOVESPA (2005) ressalva que os investidores pessoas físicas, institucionais, instituições financeiras e empresas apresentaram redução em sua participação na Bolsa. Em contrapartida, os recursos dos investidores internacionais apresentaram crescimento respondendo por 32,8% do total geral, participação superior à de 27,3% de 2004, registrando um saldo líquido comprador de R\$ 5,9 bilhões em 2005. Segundo a CVM (2005), mais de um terço do volume negociado, hoje, na BOVESPA, deve-se a investidores estrangeiros.

De acordo com a BOVESPA (2006a), o maior problema do mercado de ações do Brasil é a insuficiência de papéis de qualidade, isto é, empresas sem perspectivas de vencimento e ausência de cultura de governança, o que pode ser suprido com a criação de produtos de confiança.

O momento para estas reflexões é bastante propício, pois o Brasil passa por um momento de transição do modelo empresarial, no qual oligopólios, empresas familiares e de controle acionário altamente concentrado estão migrando para uma nova estrutura, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e com foco na eficiência econômica (IBGC, 2006). Além disso, a estabilização da economia nacional, mantida através da política

monetária, propicia condições macroeconômicas extremamente favoráveis para retomada de crescimento da economia, como pode ser observado na afirmativa constante no relatório de gestão anual da BOVESPA (2005, p. 25) “[...] é importante que aproveitemos o cenário favorável para implementar todas as medidas necessárias para estimular ainda mais a economia nacional e para nos dirigirmos definitivamente rumo ao desenvolvimento sustentado”.

## **1.6. Delimitação do estudo**

A presente pesquisa foi realizada no ano de 2006, com uma amostra intencional de 47 analistas do mercado de capitais brasileiro, todos vinculados às corretoras de valores mobiliários, nacionais e internacionais com sede no Brasil, associadas à BOVESPA, e limitou-se à identificação da percepção pessoal dos referidos analistas quanto ao sistema de controle interno das organizações, apenas com relação às outras variáveis de informações utilizadas na análise de investimentos consideradas nessa pesquisa, que foram: informações globais sobre o ambiente externo; informações sobre o mercado de atuação da companhia; indicadores financeiros; demonstrações contábeis; governança corporativa e o histórico de solidez da empresa.

Essa percepção pessoal dos analistas foi desenhada com base no perfil de investimento deles, considerando as seguintes características pessoais: gênero, idade; tempo de experiência na função de análise de investimentos, cargo que ocupa, formação acadêmica, nível de escolaridade, objetivos do investimento com relação ao horizonte de tempo para retorno e nível de segurança, postura assumida diante das oscilações do mercado e da volatilidade do investimento.

A coleta dos dados dos analistas contidos na amostra foi realizada através de questionário do tipo fechado, composto por uma série ordenada de 20 questões objetivas, restritas ao assunto da pesquisa.

## 2 CONTROLE INTERNO

### 2.1 Definição e objetivos dos controles internos

Diversos autores, tais como Chiavenato (2003) e Anthony e Govindarajan (2001), tratam das etapas do processo de gestão das organizações empresariais elencando as funções de Planejamento, Execução e Controle.

A etapa de controle é freqüentemente definida como um processo através do qual a organização realiza a sua atividade de planejamento e execução dos planos e políticas de gestão, influenciando os outros membros na entidade, para que estes sigam às estratégias definidas.

Para Chiavenato (2003), o controle é algo universal, inerente a todas as atividades humanas, que consiste em um processo que direciona a execução das atividades para o fim previamente determinado no planejamento organizacional.

Compartilhando deste entendimento, Mintzberg (2003) afirma que o plano especifica o padrão desejado e o controle tem o propósito de avaliar se este padrão foi ou não alcançado.

Segundo Atkinson *et al* (2000) controle configura-se como um instrumento administrativo para que as entidades possam obter um bom desempenho e alcançar os seus objetivos.

Esta possibilidade de alcance dos objetivos organizacionais também é citada por Choi, Frost e Meek (1999, tradução nossa) e por Loebbecke e Arens (1991, tradução nossa), que consideram o controle como o meio mais efetivo e eficiente para alcance desses objetivos.

Assim sendo, o controle pode ser definido como o meio de garantir que aquilo que foi determinado como objetivo organizacional na etapa de planejamento, na

definição da estratégia da companhia, seja efetivamente realizado na etapa de execução, inclusive influenciando os integrantes da entidade para caminharem na mesma direção, permitindo que os objetivos organizacionais sejam realmente alcançados e da maneira mais efetiva e eficiente.

Oliveira, Perez Jr. e Silva (2004) atribuem ao controle a característica de continuidade e permanência, ao afirmarem que o controle é uma função concomitante às demais funções de gestão (planejamento e execução). Os autores destacam ainda que, para o sucesso de qualquer empreendimento, o controle deve ser identificado como primordial entre as funções, pois nenhum planejamento, por melhor que seja, pode garantir que os objetivos serão atingidos.

Seguindo esta mesma linha de pensamento, Penha (2005) também afirma que o controle é de uma etapa contínua e recorrente, que interage com o planejamento e a consecução, envolvendo a avaliação do grau de aderência entre estas funções, apontando os desvios, analisando as suas causas e propondo direcionamento para ações corretivas. Tudo isso com a finalidade precípua de assegurar que o desempenho efetivo da empresa esteja em conformidade com os objetivos planejados.

Chiavenato (2003, p.373) também destaca o aspecto cíclico e repetitivo do controle, definindo que o processo de controle deve ser “visualizado como um processo sistêmico em que cada etapa influencia e é influenciada pelas demais”.

A necessidade do estabelecimento de controles dentro das organizações surgiu principalmente em decorrência do crescimento das instituições e a conseqüente necessidade de descentralização dos poderes decisórios, bem como o aumento da complexidade dos processos organizacionais (ATKINSON *et al*, 2000 e MOSIMANN e FISCH, 1999).

Esta causa de surgimento do controle também foi prescrita por Lima (2002, p. 20) ao afirmar que:

[...] a descentralização do processo decisório e a delegação de poderes fornecida aos gestores, para impulsionar os seus processos, trazem consigo a imposição de mecanismos de prestação de contas e de monitoramento das transações realizadas na empresa.

Para realizar a atividade de controle, as organizações desenvolvem um sistema de controle interno, através do estabelecimento de diversas políticas e procedimentos, que buscam assegurar a proteção da sua estrutura patrimonial e a eficácia do seu desempenho, fornecendo assim segurança razoável para o alcance dos seus objetivos.

Crepaldi (2004) afirma que o controle interno corresponde a um sistema, que visa controlar um sistema ainda maior, no qual são definidos os procedimentos de cada uma das atividades necessárias para a operação da empresa. Este sistema de controle compreende o plano de organização, os deveres, as responsabilidades e todos os demais métodos e medidas adotadas com o intuito de salvaguardar os ativos, verificar a fidedignidade das informações, promover a eficiência organizacional e estimular a comunicação e o cumprimento das políticas, normas e procedimentos administrativos adotados pela entidade.

Esta mesma idéia também é preceituada pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), através da resolução n.º 820/97, que estabelece que o sistema de controle interno compreende o plano da organização e o conjunto integrado de métodos e procedimentos adotados pela entidade para proteção do seu patrimônio, promoção da confiabilidade e tempestividade dos seus registros e demonstrações contábeis e da sua eficácia operacional.

Já para o Antunes (1998) a estrutura de controle interno de uma organização corresponde a um sistema maior no qual está inserido o subsistema contábil desta.

O estabelecimento de políticas e procedimentos de forma adequada assevera fluidez para conquista dos objetivos específicos da organização, já que suas medidas são dirigidas contra o risco de que estes objetivos não sejam alcançados (ATTIE, 1998; BOYNTON, JOHNSON e KELL, 2002; ROEHL-ANDERSON e BRAGG, 2000, tradução nossa).

Segundo Choi, Frost e Meek (1999, tradução nossa), o sistema de controle é composto por políticas financeiras e operacionais, estrutura de relatórios internos, orçamento operacional e procedimentos manuais sempre consistentes com os objetivos da alta administração.



O controle interno é usualmente categorizado pelos autores de acordo com a natureza do controle, como resumido no Quadro 1. Essas categorias devem ser relacionadas para permitir que o sistema de controle apresente bons resultados.

<b>Categoria</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Exemplo</b>	<b>Autor</b>
Controles Contábeis	Salvaguarda de ativos e registros financeiros apropriados	Auditoria interna	Roehl-Anderson e Bragg (2000, tradução nossa) e Almeida (2003)
Controles Administrativos	Eficiência operacional e aderência às políticas gerenciais, auxiliando os executivos na conduta dos seus negócios	Estudos dos tempos e movimentos; relatórios de desempenhos; programas de treinamentos e qualidade total	Roehl-Anderson e Bragg (2000, tradução nossa) e Almeida (2003)
Controles Operacionais Básicos	Políticas e linhas básicas de direcionamento para alcance dos objetivos	-	Roehl-Anderson e Bragg (2000, tradução nossa)
Controles organizacionais	Designar responsabilidade e delegar autoridade	Manuais de organização; organograma; descrição de cargos e segregação de função	Crepaldi (2004)
Controle de sistema de informação	Prestação de informações à administração para planejamento e tomada de informação	-	Crepaldi (2004)
Controle de procedimento	Estabelecimento de políticas e procedimentos, incluindo o fluxo de documentações, que inclui sistema de processamento das transações, e controles independentes das rotinas de processamento das transações	Revisão de cálculos. Endosso restritivo de cheques administrativos, conciliação de saldos contábeis	Crepaldi (2004)

**Quadro 1** - Categorias de controle de acordo com sua natureza

**Fonte:** Autora, 2007

Já o COSO (2006) não cria categoria de controle, mas sim o subdivide, partindo da análise do objetivo a que se destinam, classificando-os em três grupos:

a) **Eficiência e efetividade**, que está relacionado com o objetivo básico da entidade, incluindo as metas de desempenho e de lucratividade e a salvaguarda de ativos;

b) **Confiabilidade nos relatórios financeiros**, que está relacionado com a preparação dos relatórios financeiros publicados, incluindo os intermediários e os consolidados, bem como todos os demais dados financeiros que são publicados.

c) **Conformidade com leis e regulamentos** inerentes a atividade da empresa.

Esta subdivisão proposta pelo COSO (2006, tradução nossa) possui o intuito de facilitar o direcionamento e visualização de necessidades, de acordo com as diferentes naturezas que possuem.

Esta instituição enfatiza ainda que, como o controle interno serve para muitos importantes propósitos, há uma crescente demanda por sistemas melhores de controle e isso vem sendo, cada vez mais, visto como a solução para uma grande variedade de potenciais problemas.

## 2.2 Características do controle interno

Os controles internos possuem características específicas que são diretamente influenciadas pela maneira como o gerenciamento da empresa é realizado e para facilitar a sua implantação, Roehl-Anderson e Bragg (2000, tradução nossa) recomendam que a estrutura organizacional das empresas seja analisada, segregando-a em 04 elementos: ambiente empresarial; fatores externos; procedimentos de controle e sistemas contábeis.

O primeiro elemento, o do **ambiente empresarial**, contempla a filosofia administrativa da organização e o seu estilo de operação; a sua estrutura organizacional; a estrutura dos comitês de diretoria e de auditoria; os métodos de delegação de autoridade; os métodos de controle gerencial; a existência e efetividade da função de auditoria interna, políticas e procedimentos para recursos humanos.

No segundo elemento, estão contidos os **fatores externos** que estão fora do alcance da administração, tais como normas e regulamentos do governo e relacionamento com fornecedores e clientes. Apesar de externos à organização, é importante identificar como os executivos lidam com estes fatores.

No terceiro elemento, que se refere ao **controle dos procedimentos** internos da organização, deve ser contemplada uma adequada estrutura de segregação de funções, procedimentos apropriados para o registro e autorização das transações.

No quarto e último elemento apresentado pelos autores, que corresponde aos **sistemas contábeis**, no qual deve ser assegurado que todas as transações contábeis são registradas apropriadamente, tempestivamente, valoradas corretamente e com nível de detalhes que permitam a sua devida apropriação nos relatórios financeiros.

Este controle do sistema contábil também é mencionado por Boynton, Johnson e Kell (2002, p. 182) quando afirmam que “a administração muitas vezes reconhece o risco inerente de erros ou classificações indevidas em um sistema contábil e então desenha controles internos para impedir que eles aconteçam ou para detectá-los e corrigi-los tempestivamente”.

Anthony e Govindarajan (2001) preceituam que o processo de controle é composto por quatro fatores que são inerentes a sua estruturação, são eles:

a) Fatores **detectores**: possuem o objetivo de identificar o que está ocorrendo na empresa, identificando possíveis problemas;

Destaca-se que um dos principais objetivos do sistema de controle interno é detecção e a prevenção de desvios que possam impactar negativamente no resultado da organização, na sua lucratividade ou estrutura financeira, e que possam afetar significativamente as demonstrações contábeis e as informações gerenciais operacionais e financeiras (OLIVEIRA, PEREZ JR e SILVA, 2004).

b) Fatores **avaliadores**: possibilitam a avaliação da situação atual, demonstrando um comparativo entre o que está ocorrendo com a expectativa que tinha sido construída, ou seja, com aquilo que se esperava que estivesse ocorrendo;

c) Fatores **executantes**: que correspondem à realização de ações corretivas para as grandes distorções identificadas pelo fator anterior, isto é, entre o esperado e o que está ocorrendo;

d) Fatores de **comunicação**: esse fator existe simultaneamente com todos os demais fatores, pois fornece informação para que eles ocorram, interligando-os através da criação e transmissão dos dados necessários para detecção de

problemas, avaliação do impacto destes com o que havia sido previsto e execução de ações corretivas.

Segundo Antunes (1998, p. 60) em qualquer atividade, “o exercício do controle está sempre associado ao ato de fiscalização, para que não ocorram desvios em relação aos padrões anteriormente definidos”. Ocorrendo desvios, cabe ao controle detectá-los e divulgá-los para que a administração possa adotar ações para corrigi-los.

De acordo com Oliveira, Perez Jr e Silva (2004), complementado pelos autores Attie (1998), Wilson, Roehl-Anderson e Bragg (1999, tradução nossa) e Whittington e Pany (1995, tradução nossa), para atingir seus objetivos, os controles internos devem:

- Salvar os interesses gerais da empresa;
- Verificar e assegurar os cumprimentos das políticas e normas da companhia;
- Prevenir a ocorrência de perdas e fraudes, erros e desperdícios;
- Assegurar eficiente utilização dos recursos da empresa;
- Estimular a eficiência operacional e de pessoal, mediante a vigilância exercida por intermédio dos relatórios;
- Prover os gestores com informações adequadas, confiáveis de qualidade e tempestivas;
- Fornecer precisão e a confiabilidade dos informes e relatórios contábeis, financeiros e operacionais;
- Salvar os ativos da empresa, que compreendem os bens e direitos;
- Assegurar a legitimidade dos passivos;
- Garantir que todas as transações sejam reais e sejam registradas apropriadamente, tempestivamente e com descrição apropriada;
- Garantir que as transações sejam autorizadas gerencialmente;
- Permitir a observância e estrito cumprimento das leis e regulamentos em vigor, inclusive com relação ao cumprimento dos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (PCGA).

Para Attie (1998) os meios utilizados para atingir os objetivos do controle interno incluem, mas não se limitam a:

[...] forma de organizações, políticas, sistemas, procedimentos, instruções, padrões, comitês, plano de contas, estimativas, orçamentos, inventários, relatórios, registros, métodos, projetos, **segregação de funções**, sistema de autorização e aprovação, conciliação, análise, custódia, arquivo, formulários e manuais de procedimentos, treinamento, carta de fiança etc (ATTIE, 1998, p.112 – grifo da autora).

A segregação de funções é considerada por Crepaldi (2004) como um dos elementos mais importantes para um sistema de controle interno eficaz, o seu princípio fundamental é de que ninguém deve controlar todas as etapas de uma determinada transação (execução e registro), sem a interferência de uma outra pessoa, para que esta seja capaz de efetuar uma verificação cruzada, fornecendo fidedignidade à escrituração e maior segurança patrimonial.

O COSO (2006, tradução nossa) apresenta algumas afirmativas que buscam ressaltar a abrangência do controle interno, são elas:

a) “O controle interno é um processo, o que significa que é um meio para se chegar a um fim, e não o fim por si só”.

Esta asserção busca chamar a atenção para o fato de o controle interno ser apenas um meio utilizado pela empresa, precisando de todos os demais elementos organizacionais, principalmente a efetiva aderência às normas e procedimentos previamente definidos por todos os que compõem a organização, para consecução final de seu objetivo principal.

b) “Controles internos são influenciados por pessoas, não sendo meramente um manual de políticas e formas”.

Com esta alegação, o COSO destaca a presença humana interferindo diretamente no processo de controle. Além da aderência às normas e aos procedimentos, é fundamental que a administração e os funcionários efetivamente entendam os objetivos da instituição, para que possam conduzi-la da maneira mais adequada e proveitosa para organização.

c) “Controles internos são implantados para alcance dos objetivos em categorias separadas, mas que podem se sobrepor”.

Nesse argumento, o COSO busca mostrar a interligação existente entre os objetivos a serem atingidos pelo sistema de controle interno, que são a promoção da eficiência operacional, a confiabilidade das demonstrações contábeis e a conformidade com leis e regulamentos.

d) “Deve ser esperado dos controles internos que forneçam apenas razoável segurança, e não absoluta segurança”.

Essa afirmação categórica de que os controles fornecem apenas segurança razoável reflete fatores que são inerentes ao processo de controles e que podem impossibilitar o alcance dos seus objetivos. São as chamadas limitações inerentes ao sistema de controle.

Essas limitações são apresentadas também por diversos autores, como Loebbecke e Arens (1991, tradução nossa), ao preceituarem que o sistema de controle é definido para fornecer segurança razoável de que as metas e objetivos da administração serão atingidos; Attie (1998) quando prescreve que bons controles *previnem* fraudes e *minimizam* riscos de erros e irregularidades, mas não os *evitam*; e também por Boynton, Johnson e Kell (2002), quando afirmam que:

[...] pode-se esperar que os controles internos forneçam apenas *segurança razoável*, não segurança absoluta à administração e ao conselho de administração de uma entidade, em razão de suas limitações inerentes e da necessidade de consideração de custos e benefícios relativos a sua implantação (BOYNTON, JOHNSON e KELL, 2002, p.321, grifo da autora).

As limitações provêm, essencialmente, de possíveis erros de julgamento da administração; de falhas cometidas pelos funcionários; de fraudes que venham ocorrer em decorrência da formação de conluio de funcionário; quando a própria administração não respeita os procedimentos definidos ou quando a análise da relação custo versus benefício da implantação ou manutenção do controle não seja favorável, como detalhado a seguir (BOYNTON, JOHNSON e KELL, 2002 e COSO, 2006, tradução nossa):

a) **Erros de julgamento:** ocorre quando são efetuados julgamentos pobres ao tomar decisões empresariais ou realizar tarefas rotineiras com base em informações inadequadas ou com restrições de tempo.

b) **Falhas:** ocorre quando pessoas não entendem as instruções corretamente, ou cometem erros por descuido, distração ou cansaço.

Esta limitação é apresentada também por Crepaldi (2004, p.78) ao afirmar que “na aplicação da maioria dos procedimentos de controle, podem ocorrer falhas resultantes de entendimento precário das instruções, erros de juízo, descuido ou outros fatores humanos”.

c) **Conluio:** quando indivíduos agem conjuntamente com o intuito de burlar e esconder fraude de tal forma que ela não seja detectada pelos controles internos.

Segundo Crepaldi (2004) esta limitação afeta os procedimentos de controle, cuja eficácia depende da segregação de funções que podem ser desviadas mediante conveniência, principalmente por parte dos que ocupam cargos de maior autoridade na organização.

d) **Atropelamento pela administração:** quando a própria administração desconsidera procedimentos ou políticas, descumprindo-os com objetivos ilegítimos.

e) **Custos versus benefícios:** quando o custo dos controles internos de uma entidade for superior aos benefícios de que deles se espera.

De acordo com Crepaldi (2004, p.79), o benefício gerado pelo controle interno “consiste na redução das perdas decorrentes da não-consecução dos objetivos gerais implícitos na definição de controle contábil”.

Para Almeida (2003), o custo do controle deve ser gerenciado de forma que os controles mais sofisticados, que normalmente são mais onerosos, sejam estabelecidos para transações mais relevantes, enquanto os de menor custo devem ser implantados para as transações julgadas menos importantes, de menor risco.

A essas limitações inerentes ao controle interno, Crepaldi (2004) acrescenta ainda mais uma, que é a possibilidade de **defasagem do controle**, devido a mudanças das condições ou do ambiente em que a empresa está inserida ou pelo fato de haver-se deteriorado o grau de observância dos procedimentos definidos.

## 2.3 Evolução histórica do controle interno

De acordo com Heier, Dugan e Sayers (2004, tradução nossa), as questões relacionadas ao controle interno passaram a ser discutidas no início do século, primeiro no meio acadêmico, mas logo em seguida também no meio profissional. Inicialmente, a discussão era apenas em nível conceitual, evoluindo e culminando com a definição de estruturas ideais para avaliação e monitoração do sistema de controle interno.

Um fato importante destacado por esses autores é que a evolução do controle interno foi muito mais reativa do que proativa, ou seja, as discussões normalmente evoluem quando algum fato do mercado coloca em questionamento a credibilidade das organizações, tal como a crise de 29 e escândalos contábeis de grandes empresas internacionais, ocorridos em 2001 e 2002, e não como forma de se antecipar, prevenindo a ocorrência desses fatos, como apresentado por esses autores e descritos a seguir por ordem cronológica.

Em 1929, o *Federal Reserve Board*, em concordância com o *American Institute of Accountants* (AIA), publicou o documento *Financial Statements*, que expandiu a discussão sobre controle interno que havia sido iniciada anos antes no meio acadêmico. Esse documento referia-se ao controle interno como um instrumento de avaliação nos trabalhos de auditoria independente para determinação da extensão dos testes de verificação, específico para cada condição em particular, e definido de acordo com o nível de segurança do controle instituído pela organização: se o nível de controle estivesse bom, apenas testes de auditoria superficiais seriam suficientes; se não estivesse bom, seria necessária a execução de testes mais extensos, com uma porção substancial de dados contábeis.

Esta publicação não conseguiu surtir efeitos suficientes que pudessem evitar a crise na bolsa de valores americana ainda em 1929, como se pode observar nesta declaração de Heier, Dugan e Sayers (2004, p.3, tradução nossa) “estes novos



procedimentos do governo vieram muito tarde para impactar o *crash* do mercado de ações que ocorreu aproximadamente seis meses após a sua publicação”.

Após a crise de 29, com o objetivo de estabilizar o mercado e garantir que os relatórios destinados aos investidores fossem apropriados, foram publicadas pelo congresso americano a *Securities Act*, em 1933, e a *Securities Exchange Act*, em 1934, que determinavam a obrigatoriedade de emissão de relatórios e da realização de auditoria independente, auxiliando na criação de controles regulatórios do mercado e enfatizando a importância da inclusão do procedimento de revisão dos controles internos nos trabalhos de auditoria.

Ainda como reflexo da crise, em 1936, o AIA realizou uma publicação denominada *Examination of Financial Statements by Independent Accountants*, novamente acentuando o foco sobre checagem interna dos controles e, assim como o *Financial Statements*, estabeleceu que a extensão do sistema de controle interno da empresa era fator determinante da necessidade de checagem pela auditoria independente. Quanto mais extensivo fosse o sistema de controle da empresa, menos extensiva seria a necessidade de checagem dos controles.

Em 1939, o AIA recebeu, por delegação da SEC, a responsabilidade pelo desenvolvimento de princípios contábeis e procedimentos de auditoria, criando rapidamente o Comitê de Princípios Contábeis e o Comitê de Procedimentos de Auditoria.

Em 1948, este comitê de procedimentos de auditoria publicou o relatório *Special Report on Internal Control*, expandindo a abrangência do termo controle interno definindo que ele engloba o planejamento da organização e todos os seus métodos e técnicas de mensuração adotadas com o objetivo de salvaguardar os ativos, checar a acuracidade e confiabilidade dos dados contábeis, promover a eficiência e encorajamento da aderência às políticas gerenciais determinadas. Esse relatório buscou ampliar o alcance dos controles internos para além da checagem da auditoria independente, enfatizando também a responsabilidade dos administradores das organizações.

Em 1958, o comitê de procedimentos de auditoria emitiu um novo relatório, denominado *Statement on Audit Procedure (SAP) 29 – Scope of The Independent Auditor’s Review on Internal Control*, que descreve o controle interno segregando-o

em controles contábeis e controles administrativos. Os primeiros relacionavam-se diretamente com os registros contábeis e precisariam ser avaliados pela auditoria; o segundo relacionava-se indiretamente com os registros contábeis e a sua necessidade de avaliação dependeria do entendimento do auditor responsável.

Esse documento sofreu uma atualização em 1972, o que resultou na publicação de dois novos relatórios, o SAP 49 – *Reports on Internal Control*, o qual requereu que os auditores passassem a publicar um relatório sobre o controle interno, e do SAP 52 – *Reports on Internal Control*, que apresentou um guia de avaliação do controle interno, estabelecendo uma clara distinção entre testes de conformidade e testes substantivos, realizados pela auditoria independente com base na revisão da estrutura de controle da entidade.

Também em 1972, o *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA) criou o *Auditing Standard Executive Committee* como sucessor do Comitê de Procedimentos de Auditoria. Este novo organismo consolidou os pronunciamentos SAP em um único documento, o chamado *Statement on Auditing Standards* (SAS) nº 01, não trazendo novidades para a conceituação do controle interno, mantendo a definição de que corresponde ao plano da organização, seus procedimentos e registros relacionados com o processo de tomada de decisão.

O *Auditing Standard Executive Committee*, em 1978, passou a ser denominado *Auditing Standards Board* (ASB).

Em 1977, o AICPA produziu um novo relatório, o *Report of the Special Advisory Committee on Internal Accounting Control*, também conhecido como *Minahan Report*, que forneceu um guia para gerenciamento da estimação e avaliação do controle interno e o seu monitoramento, em busca da conformidade com os procedimentos preestabelecidos pela administração.

No mesmo ano, foi promulgada, nos Estados Unidos, a lei federal *Foreign Corrupt Practices Act*, que basicamente proibia empresas americanas de efetuarem pagamentos de valores a oficiais do governo de países estrangeiros com os quais mantiam negócios.

Essa lei foi uma reação às descobertas, em meados dos anos 70, de que várias empresas americanas pagavam propina a oficiais estrangeiros para facilitar os seus negócios, o que era considerado ilegal do ponto de vista americano e fora dos

seus padrões éticos de negócios, apesar de ser uma prática comum para alguns dos países que estavam recebendo o pagamento (WHITTINGTON e PANY, 1995, tradução nossa).

Para monitorar a aderência a essa lei, determinou-se a manutenção e revisão do controle interno, aconselhando as empresas que mantivessem o sistema de controle interno contábil suficientemente estruturado para fornecerem razoável segurança de que:

a) As transações eram executadas com o conhecimento e com a autorização da administração;

b) As transações eram registradas quando necessário, para possibilitar a preparação das demonstrações financeiras confiáveis;

c) O acesso aos ativos da empresa era restrito a poucos funcionários que eram individualmente autorizados;

d) Os registros contábeis dos ativos eram comparados periodicamente com os ativos físicos existentes e ações apropriadas eram tomadas caso fossem identificadas divergências.

Heier, Dugan e Sayers (2004, tradução nossa) continuam descrevendo que, em 1985, foi criada a *National Commission on Fraudulent Financial Report – Treadway Commission*, com o objetivo de identificar os fatores que explicassem a ocorrência das fraudes e oferecer recomendações que pudessem reduzir a sua incidência. Muitas dessas recomendações foram diretamente endereçadas à estrutura de controle interno, enfatizando a importância do ambiente de controle e de um código de conduta dos administradores e funcionários. Mais tarde, a *Treadway Commission* passou a se chamar *Committee of Sponsoring Organization of The Treadway Commission (COSO)*.

Como reflexo das recomendações do *Treadway Commission*, em 1988, o ASB emitiu nove relatórios, dentre os quais três relacionam-se com a auditoria das demonstrações financeiras, revisando as responsabilidades dos auditores independentes para detecção de erros, irregularidades, atos ilegais e avaliação do controle interno.

Posteriormente, diversas novas publicações foram lançadas pelo ASB, citando a necessidade e importância do controle interno, dentre elas destacam-se a SAS 16 - *Reports on Comparative Financial Statements*; SAS 17 – *The Independent Auditor's Responsibility For Detecting Errors or Irregularities*; SAS 53 – *The Auditor Responsibility to Detecting and Report Errors and Irregularities*; SAS 54 – *Illegal Acts By Clients* e o SAS 55 – *Consideration of Internal Control Structure in Financial Statement Audit*.

Esta última publicação, a SAS 55, que foi realizada em 1988, merece destaque porque redefiniu o termo controle interno para “estrutura de controle interno”, interpretando-o como um conjunto de políticas e procedimentos, que são estabelecidos para fornecer razoável segurança de que os objetivos das entidades seriam alcançados. Essa estrutura de controle interno seria subdividida em três elementos principais: o ambiente de controle, o sistema contábil e procedimentos de controle.

A SAS 55 destacou novamente que o controle interno deveria fazer parte dos trabalhos de auditoria, afirmando que os auditores precisariam conhecer o sistema de controle interno das organizações para que pudessem planejar os seus trabalhos, bem como avaliar como a organização controla os seus riscos. Tanto a avaliação do controle interno quanto do gerenciamento do risco precisavam ser formalmente documentadas pelo auditor.

Esta publicação focou a discussão do conceito de controle de forma mais amplo, realçando o ambiente de controle, representando os efeitos coletivos de vários fatores, que realçavam ou moderavam a efetividade de políticas e procedimentos. Dentre esses fatores, tem-se: a filosofia e o estilo gerencial da administração; a estrutura organizacional da empresa; a função do conselho administrativo e do comitê de auditoria; a forma de delegação de autoridade e responsabilidades; o método de gerenciamento do controle para acompanhamento de desempenho; as políticas de pessoas e práticas da companhia e a influência externa das entidades reguladoras.

Em 1990, o ASB publicou o Guia de Auditoria para SAS 55 (Audit Guide), demonstrando como seria a aplicação prática das determinações da SAS 55, tendo como destaque a extensão do foco da avaliação do controle do risco.

Em 1992, O COSO publicou o documento *Internal Control – Integrated Framework*, conhecido como COSO I, detalhado na seção 2.4 deste trabalho. Esse documento foi composto por 4 volumes: Sumário Executivo; Modelo; Relatório para partes externas e Ferramentas de avaliação.

Tomando como base o volume “Modelo”, que apresentou uma estrutura referencial para avaliação do controle interno, o ASB publicou o SAS 78, considerado como aperfeiçoamento da SAS 55 com a inclusão dos conceitos apresentados pelo COSO.

Em 1997, o ASB efetuou uma nova publicação, a SAS 82 – *Consideration of Fraud in a Financial Statement Audit*, sugerindo a existência de condições corporativas específicas que poderiam vir a facilitar a ocorrência de erros, irregularidades e atos ilegais. Essas condições usualmente relacionam-se ao ambiente ético da empresa e ao seu sistema de monitoramento. Através do estabelecimento de políticas e procedimentos, a administração deveria ser capaz de criar um ambiente que conduz a limitação, ou até mesmo a eliminação, de erros, irregularidade e atos ilegais.

Em 2001 e 2002, o mercado de ações americano estremeceu diante da descoberta de fraudes contábeis cometidas por grandes empresas como o Enron e a Worldcom. Como reação imediata a esses escândalos, o Estados Unidos promulgou, ainda em 2002, a Sarbanes Oxley Act (SOX), redigida pelos Senadores norte-americanos Paul S. Sarbanes e Michael G. Oxley, oficialmente intitulada como “uma lei para proteger o investidor através do aperfeiçoamento da precisão e confiabilidade dos relatórios corporativos, fazer com que as leis de segurança sejam seguidas e para outros propósitos” (SOX, 2002, tradução livre).

Heier, Dugan e Sayers (2004) definem as mudanças regulatórias no mercado de ações promovidas pela SOX como:

[...] um esforço para acalmar a indignação pública sobre o colapso da Enron e outros escândalos de supervalorização dos lucros na virada do século XXI, assim como para calar os críticos sobre a fragilidade da supervisão regulatória do governo (HEIER, DUGAN e SAYER, 2004, p.13, tradução nossa).

Para atingir o objetivo de proteger o investidor e acalmar os ânimos do mercado, a SOX adotou duas vertentes: maior controle das atividades e responsabilidade corporativa.

A citada lei explicita em seu texto uma proposta de regulamentação do processo de gestão de informações contábeis para as empresas de capital aberto, sugerindo, entre outras coisas, a estruturação e monitoração de um adequado sistema de controle interno, com a finalidade precípua de recuperar a credibilidade no mercado de capitais americano.

Segundo Penha (2005, p. 78), “o objetivo principal da Lei Sarbanes Oxley é resgatar a credibilidade das informações corporativas”, evitando que o mercado de ações seja surpreendido com notícias de fraudes administrativas ou erros no processo decisório, que reflitam nas demonstrações contábeis, causando prejuízos a investidores, principalmente os minoritários.

A SOX é composta por 11 capítulos, para os quais segue uma sumarização.

O primeiro capítulo, denominado *Public Company Accounting Oversight Board* (Conselho de Supervisão de Assuntos Contábeis das Companhias Abertas), conhecido como PCAOB, estabelece a criação de um conselho independente, não governamental, cuja responsabilidade é supervisionar a auditoria das empresas, para assegurar a proteção dos investidores e o aumento da confiança pública.

O segundo capítulo, denominado *Auditor Independence* (Independência do Auditor) estabelece regras básicas para a auditoria externa e os comitês de auditoria, entre as quais consta a proibição da prestação de serviços de consultoria pela empresa de auditoria para a companhia auditada, a fim de preservar a sua independência, evitando assim conflitos de interesses.

No terceiro capítulo, denominado *Corporate Responsibility* (Responsabilidade Corporativa), a lei estabelece a independência que deve ser mantida pelo Comitê de Auditoria, órgão de staff que deve estar ligado diretamente a mais alta cúpula da organização, e define as suas responsabilidades; determina a certificação dos relatórios trimestrais e anuais enviados a SEC pelo *Chief Financial Officer* (CFO) e *Chief Executive Officer* (CEO) – que no Brasil equivalem aos cargos de diretor financeiro e presidente - incluindo também uma certificação da efetividade dos

controles internos e, por fim, normas de conduta a serem seguidas pelos dirigentes da organização.

Neste capítulo, destaca-se a seção 302 que trata da certificação de efetividade dos controles internos a serem assinadas pelo CFO e CEO. Esses executivos devem declarar pessoalmente que são responsáveis pelos controles e procedimentos de divulgação e que foi executada a avaliação da eficácia da estrutura de controle. Esse certificado deve acompanhar os relatórios trimestrais. Quaisquer deficiências significativas de controle, insuficiências materiais e atos de fraude devem ser comunicados por esses executivos para o seu Comitê de Auditoria.

O quarto capítulo, *Enhanced Financial Disclosure* (Divulgação das Demonstrações Contábeis), traz questões relativas à necessidade de maior transparência nas demonstrações, incluindo efetividade dos controles internos; certificação da auditoria externa com relação ao controle interno; divulgação das transações *off-balance sheet* (transações não registradas no balanço); adoção e divulgação de código de ética para executivos financeiros.

Neste capítulo se destaca a seção 404 que determina uma avaliação anual dos procedimentos internos para a emissão dos relatórios financeiros. Além disso, o auditor independente deve emitir mais um relatório distinto que ateste a afirmação efetuada pela administração sobre a eficácia dos controles internos da organização.

O quinto capítulo, denominado *Analyst Conflicts of Interest* (Conflitos de Interesses dos Analistas), estabelece regras a serem adotadas pela SEC para coibir conflitos de interesse nas recomendações dos analistas de investimentos.

O sexto capítulo, *Commission Resource and Authority* (Autoridade e Recursos da SEC), apresenta a necessidade de recursos financeiros e de maior autonomia da SEC.

No sétimo capítulo, *Studies and Report* (Estudos e Relatórios), a lei direciona as agências federais de controle para estudos sobre fusão das empresas de contabilidade/auditoria, agências de *rating* de crédito, leis e regulamentos acionário e sobre o papel dos bancos de investimentos e de consultores financeiros.

O oitavo capítulo, *Corporate and Criminal Fraud Accountability* (Responsabilidade Corporativa e Fraudes Criminosas) trata das ações introduzidas

com a finalidade de inibir as fraudes corporativas, dentre as quais se tem o estabelecimento de penas criminais, sem direito a fiança, em caso de manipulação de documentos, fraudes contra acionistas e obstrução da justiça e proteção aos funcionários que denunciarem a ocorrência de fraudes.

No capítulo 9, denominado *White-collar Crime Penalty Enhancements* (Responsabilidade por Fraudes Corporativas e Criminais), a lei equipara os crimes administrativos a crimes comuns, reforça as penalidades e orienta as penas para crimes eletrônicos, bem como determina que os CEO's e CFO's certifiquem a conformidade (*compliance*) com a *Securities Exchange Act* de 1934 – que estabelece a obrigatoriedade de emissão das demonstrações financeiras e realização de auditoria independente – estabelecendo penalidades também para casos em que sejam identificados fraudes nessa certificação.

O décimo capítulo, *Corporate Tax Returns* (Impostos Sobre o Lucro Corporativo) determina que o CFO's também deve assinar a declaração anual do imposto de renda.

Finalmente, o décimo primeiro capítulo, *Corporate Fraud and Accountability* (Fraude e Prestação de Contas), trata das fraudes corporativas e da obrigação de prestação de contas, fornecendo maior autoridade para órgãos reguladores e federais.

As regulamentações impostas pela SOX também são aplicáveis às instituições de outros países que negociam ações no mercado americano, o que inclui as empresas brasileiras que negociam títulos da NYSE, que, de acordo com a página da internet dessa bolsa, em dezembro de 2006, correspondiam a 35 empresas, bem como as empresas subsidiárias de companhias americanas instaladas no Brasil.

Heier, Dugan e Sayers (2004, tradução nossa) destacam que, no final do ano de 2002, também como uma resposta aos escândalos contábeis ocorridos e a própria SOX, o ASB publicou o SAS 99 – *Consideration of Fraud in a Financial Statement Audit*, fornecendo um guia trazendo a definição de fraude, avaliação do risco de sua ocorrência, detecção e avaliação da auditoria com relação à estrutura de controle da organização e, em 2003, a SEC, também influenciada pela SOX,



publicou regulamentações a respeito da avaliação do controle interno das companhias registradas.

Por fim, em 2004, o COSO expandiu a estrutura de controle proposta pelo COSO I, através da publicação do *Enterprise Risk Management*, conhecido como COSO II, detalhado na seção 2.4 deste trabalho.

## **2.4 Estrutura de controle interno**

Para Loebbecke e Arens (1991, tradução nossa) na estruturação do sistema de controle interno, a empresa precisa considerar todas as características inerentes a uma boa estrutura de controle, levando em conta a necessidade de fornecer dados confiáveis; a necessidade de salvaguardar os seus ativos e registros; de promover a eficiência operacional; de motivar a aderência às políticas predefinidas e a necessidade de garantir o cumprimento de determinações legais.

Quanto ao fornecimento de dados confiáveis, este aspecto visa atender à necessidade de informações acuradas para tomada de decisão pelos administradores, melhorando o processo decisório interno, e também para os usuários externos, tais como investidores, credores e clientes.

Para que os funcionários e administradores estejam motivados a cumprir as políticas preestabelecidas, a estrutura de controle interno deve ser coerente com a filosofia da organização, não devendo existir aspectos incompatíveis com a cultura organizacional (OLIVEIRA, 1994).

Choi, Frost e Meek (1999, tradução nossa) complementam trazendo como uma importante característica do sistema eficiente de controle, além da possibilidade que os administradores avaliem o planejamento estratégico da companhia e o revisem quando necessário, a possibilidade de permitir também que o desempenho dos seus subordinados seja avaliado.

Para o Antunes (1998, p.61) o desenvolvimento da atividade de controle deve ser segregada em: “estabelecimento de padrões, avaliação de desempenho e correção de desvios”.

A preocupação com a qualidade dos controles deve ser constante no processo de estruturação do sistema, quanto maior for a qualidade mais seguro e eficaz será o controle (LIMA, 2002).

Diversas organizações internacionais desenvolveram modelos conceituais de estruturação do sistema de controle interno, dentre essas organizações, as mais proeminentes são:

**a) Chartered Accountants of Canada (CICA)**

O instituto de contadores registrados do Canadá, estabelecido desde 1902 e com área de atuação no Canadá e em Bermudas, criou, em 1990, o *Control Committee of Canadian Institute of Chartered Accountants* (CoCo), que propõe um modelo que se concentra nos valores comportamentais como a base fundamental para os controles internos de uma companhia, e não na estrutura e nos procedimentos de controle em si.

**b) The Institute of Chartered Accountants in England & Wales (ICAEW)**

O instituto de contadores registrados da Inglaterra e Gales, estabelecido desde 1870 e com área de atuação na Europa, através do seu comitê de governança corporativa do ICAEW e em parceria com a bolsa de valores de Londres, publicou, em 1999, o chamado *Turnbull Report*, que determina que companhias identifiquem, avaliem e administrem seus riscos mais significativos e avaliem a eficácia do sistema de controles internos correspondentes, ou seja, a base para a estrutura do controle interno é a gestão do risco.

### c) Institute of Internal Auditors of Austrália (IIAA)

O Instituto de auditores interno da Austrália, criado em 1941, publicou em 1998 o *Australian Criteria of Control – ACC*, que enfatiza a competência da administração e dos funcionários para desenvolver e operar a estrutura de controles internos. Trata-se de um controle independente, que inclui atributos como atitude, comportamentos e competência. Esse modelo destaca a responsabilidade dos administradores e funcionários para a eficácia do controle interno.

### d) The Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission (COSO)

Este organismo é o que possui maior destaque dentre os apresentados e vem sendo citado por diversos autores, entre eles Vidal (2004), que o define uma “referência mundial para o estudo e aplicação dos controles internos” e Boyton, Johnson e Kell (2002), além de grandes empresas de auditoria independente, como a Price Waterhouse Coopers, a Ernst Young e a Deloitte Touche Tomatsu.

Com sede nos Estados Unidos, o COSO foi originalmente constituído em 1985 com o nome de *National Commission on Fraudulent Financial Reporting*, uma iniciativa independente do setor privado, para estudar as causas das ocorrências de fraudes em relatórios financeiros e desenvolver recomendações para companhias abertas e seus auditores independentes, para a SEC e outros órgãos reguladores e para instituições educacionais. Seu principal objeto de estudo eram os controles internos.

Posteriormente, a comissão passou a ser conhecida como *Committee of Sponsoring Organization*, sendo patrocinado por cinco das principais associações de classe de profissionais ligados à área financeira dos Estados Unidos, são elas:

- *American Institute of Certified Public Accounts (AICPA)*;
- *American Accounting Association (AAA)*;

- *Financial Executives International* (FEI);
- *The Institute of Internal Auditors* (IIA);
- *Institute of Management Accountants* (IMA).

Apesar de ser patrocinado por estas instituições, o COSO é totalmente independente e é constituído por representantes da indústria, representantes da classe de contadores, representante das empresas, dos investidores e representantes da NYSE.

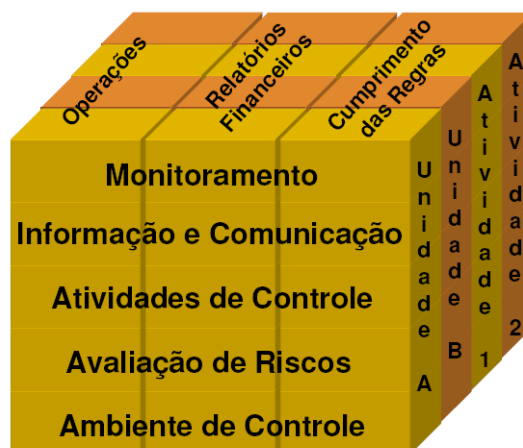
Em 1992, o COSO publicou o trabalho *Internal Control – Integrated Framework*, também conhecido como COSO I, no qual segrega o controle interno em cinco elementos que se inter-relacionam e precisam estar presentes e em efetivo funcionamento para que o controle interno das operações seja eficiente. São eles:

- **Ambiente de Controle** (*control environment*): que representa o alicerce de todos os outros elementos. É o universo no qual todos os demais elementos se estruturam e são disciplinados. É influenciado pela consciência das pessoas que compõem a empresa, incluindo conceitos como a filosofia dos administradores, a conduta, a atitude, os valores éticos, a competência dos empregados, o estilo de operação, a forma como a administração delega autoridade e responsabilidade e o modo como a organização desenvolve o seu pessoal.
- **Avaliação de Risco** (*Risk Assessment*): corresponde à identificação e análise, pela administração, dos riscos internos - que envolvem as condições operacionais - e externos - tais como fatores econômicos e legais - que possam vir a impedir o alcance dos objetivos do negócio. Nessa avaliação, cada objetivo operacional é identificado e são elencados os riscos que podem prejudicar ou impedir o alcance de cada um desses objetivos. Essa avaliação serve de base para determinar como esses riscos deverão ser gerenciados pela organização.
- **Atividades de Controle** (*Control Actives*): são desenvolvidas para direcionar especificamente cada objetivo de controle, representam as tarefas específicas para atenuar cada um dos riscos identificados através do elemento anterior. Inclui as políticas, procedimentos e práticas adotadas para assegurar que os objetivos operacionais sejam atingidos e

as estratégias, para minimizar os riscos, sejam executadas. Ocorre em toda a organização, em todos os níveis e em todas as funções e visam assegurar que as ações identificadas para gerenciar os riscos sejam executadas tempestivamente.

- **Informação e Comunicação** (*Information and Communication*): fornecem suporte aos controles internos, pois, para um perfeito funcionamento do sistema, as informações, tanto internas como externas, precisam ser identificadas, capturadas e comunicadas para que possam ser controladas. Esse elemento corresponde à forma como as diretrizes são transmitidas da administração para os funcionários e também ao fluxo de informação inverso (funcionários para administração), com um formato e com uma estrutura de tempo que lhes permita executar suas atividades de controle com eficácia.
- **Monitoramento** (*Monitoring*): é o processo de estimação e avaliação da qualidade dos controles internos durante avaliações contínuas e especiais. As avaliações contínuas ocorrem no curso das operações, simultaneamente. Mais esporádicas, o escopo e a frequência das avaliações especiais irão depender da avaliação de risco e da efetividade da avaliação contínua. Podem incluir a supervisão interna e externa e pode ser realizada pela administração, funcionários ou partes externas.

Esses elementos são sintetizados em ordem seqüencial de que devem ocorrer na Figura 1, na qual também é demonstrado o relacionamento desses elementos com os objetivos do controle interno (estratégia, operações, relatórios e conformidade), e o modo como a estrutura de controle deve ser extensiva a toda a organização, em todos os seus níveis (divisões, subsidiárias e unidades de negócio).



**Figura 1** – Estrutura Integrada de Controle Interno do COSO I

Fonte: adaptado do Coso, 2004.

Esta é a estrutura que é recomendada pelo *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), o conselho de supervisão fiscal das empresas de auditoria criado a partir de determinações da SOX.

Em 2004, o COSO publicou um novo documento, o *Enterprise Risk Management*, conhecido como COSO II, dando ênfase ao gerenciamento dos riscos.

A estrutura proposta pelo COSO II adicionou mais 03 novos elementos aos 05 anteriores propostos no COSO I:

- **Direcionamento dos objetivos** (Objective setting) – como os objetivos da organização existem antes mesmo da identificação dos potenciais eventos que possam vir a afetar o seu alcance (elemento de avaliação do risco), a administração deve realizar um processo para determinar o alcance dos objetivos que devem estar alinhadas com a missão da empresa e com a sua predisposição para o risco. Este novo elemento, antecede então a avaliação do risco (*risk assessment*).
- **Identificação de eventos** (Event Identification) – refere-se aos efeitos internos e externos que possam afetar o alcance dos objetivos da entidade e que precisam ser identificados, para que seja realizada a distinção entre os riscos e as oportunidades. Esta etapa também antecede a avaliação do risco e é subsequente ao elemento de direcionamento dos objetivos (*objective setting*).

- **Resposta ao risco** (Risk Response) – Neste elemento, os administradores definem a resposta que darão ao risco identificado - evitar, aceitar, reduzir ou mitigá-lo – o que corresponde a um conjunto de ações para alinhar o risco com a tolerância e apetite que os administradores predefiniram para a empresa.

## 3 INVESTIMENTOS

Investir é postergar um consumo imediato, uma satisfação imediata, para que, em um futuro próximo, o investidor possa colher benefícios (BODIE, KANE e MARCUS, 2000 e LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006).

Para a BOVESPA (2006a), investimento corresponde à aplicação de dinheiro em títulos, imóveis e outros tipos de investimentos, para obter ganho econômico ou financeiro. Considera-o como um ato de abstenção do consumo no momento presente, justificado pela intenção do indivíduo de que, no futuro, tenha um padrão de consumo para o qual atribui valor.

Assim, pode-se resumir o conceito de investimento como a supressão de um gasto presente motivado pela expectativa de geração de resultados melhores no futuro. Esses resultados são obtidos através da compra e venda de bens (investimento imobiliário) ou na aplicação em ativos diversos (investimentos em títulos), buscando auferir ganho a partir da oscilação de preços, através da especulação.

### 3.1 Mercado de capitais

A realização de investimentos é possibilitada pelo sistema de oferta e procura de recursos, e é viabilizada através do mercado financeiro ou do mercado de capitais.

No **mercado financeiro**, também chamado de mercado de crédito, ocorrem as intermediações bancárias. As instituições bancárias captam recursos com as pessoas ou organizações que possuem recursos disponíveis para, posteriormente,



transmitir para as que precisam de financiamento, mediante pagamento de taxa denominada *Spread* bancário. Nesse mercado são, predominantemente, negociados títulos de renda fixa e transações financeiras de curto prazo (TOSCANO JÚNIOR, 2004). Para que essas negociações seja realizadas, basta que as condições contratuais sejam satisfeitas, criando obrigações para os tomadores de recursos diante dos doadores, para que a transação seja realizada (RUDGE e CAVALCANTE, 1993).

No **mercado de capitais**, ocorrem as negociações de títulos de valores mobiliários de médio e longo prazo, ou até mesmo sem prazo determinado, como no caso das ações (TOSCANO JÚNIOR, 2004).

O mercado de capitais é composto pelas bolsas de valores mobiliários, sociedades corretoras e outras instituições financeiras e tem o propósito de atribuir liquidez aos títulos de emissão de empresas, viabilizando o seu processo de negociação.

Os títulos negociados nesse mercado são representativos do capital das empresas (ações); de empréstimos tomados pelas empresas através do mercado (debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e *commercial papers*); de negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários e, ainda, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação. Esses títulos permitem a disponibilização de capital para custear o desenvolvimento da atividade da companhia e são remunerados pelo lucro (ou prejuízo) que essas empresas conseguirem gerar (BOVESPA, 1999 e TOSCANO JÚNIOR, 2004).

Diferentemente do mercado financeiro, cujas condições são negociadas através de contrato, no mercado de capitais a empresa paga aos seus acionistas aquilo que a companhia gerar de lucro e “em caso de liquidação ou de redução do capital, depois de satisfeitas as obrigações com credores de qualquer natureza”. Este é um risco inerente ao negócio, o que realmente atrai o investidor é a expectativa de lucro maior do que a taxa de juros praticada no mercado de financeiro (RUDGE e CAVALCANTE, 1993, p.49).

No mercado de capitais, os títulos podem ser adquiridos pelos investidores no mercado primário, que compreende o momento de subscrição das ações, quer para constituição quer o aumento do capital, ou no mercado secundário, que compreende

a negociação de títulos já inscritos nas bolsas ou mercado de balcão, como define a Bovespa (2006a), ao afirmar que “Na distribuição primária a empresa emite e vende novas ações ao mercado [...] numa distribuição secundária, quem vende as ações é o empreendedor e/ou algum dos atuais sócios. Portanto, são ações existentes que estão sendo vendidas”.

Os títulos negociados no mercado de capitais constituem uma forma de captação mais barata para o tomador de recursos se comparada a do mercado financeiro, pois não há cobrança de *spread* bancário (TOSCANO JÚNIOR, 2004) e visa atender às necessidades de financiamento de médio e longo prazo das empresas, como é afirmado pela CVM:

O mercado de capitais surge como fonte de recurso capaz de financiar projetos de expansão ou de aperfeiçoamento tecnológico das empresas, na medida em que reúne condições para oferecer às companhias um volume adequado de recursos a custos satisfatórios, através de instrumentos atraentes para o público, quanto a retorno, prazo, liquidez e garantia (CVM, 2006).

O mercado de capitais assume uma função essencial para as economias modernas, por estimular a poupança e os investimentos, e exige dos seus participantes padrões de conduta rigorosos do ponto de vista ético e da eficiência, baseado em um relacionamento direto e estreito entre ofertantes e tomados de recursos. Esse pressuposto constitui-se um fundamento de confiabilidade que assegura a sobrevivência e o desenvolvimento deste mercado (CVM, 2006).

### **3.2 Sistema financeiro nacional**

Ao conjunto de instituições financeiras que possuem a função de promover e facilitar a transferência de recursos dos agentes superavitários, os que possuem poupança disponível, para os agentes deficitários, aqueles carentes de investimentos, dá-se o nome de Sistema Financeiro (LIMA, GALARDI e

NEUBAUER, 2006; RUDGE e CAVALCANTE, 1999), cuja função está ilustrada na Figura 2.



**Figura 2** - Sistema Financeiro Nacional

**Fonte:** Adaptado de Rudge e Cavalcante, 1993, p.57

As instituições financeiras são responsáveis pela captação de recursos financeiros, pela distribuição e circulação dos valores e pela regulação de todos os processos relacionados às operações financeiras (BOVESPA, 1999).

Para Mellagi Filho e Ishikawa (2000), o sistema financeiro é basicamente o mercado de emprestadores e tomadores de empréstimo, sendo os juros a remuneração desse mercado, que representam, por um lado a remuneração para os emprestadores e, por outro, o custo arcado pelos tomadores.

A estrutura do sistema financeiro no Brasil é composta por (LIMA, GALARDI E NEUBAUER, 2006):

- a) Órgãos de regulação, auto-regulação e fiscalização, sendo o Conselho Monetário Nacional (CMN) o organismo maior e é presidido pelo Ministro da Fazenda e define as diretrizes de atuação no sistema financeiro. Diretamente ligado ao CMN, está o Banco Central do Brasil (BACEN), que atua como o seu órgão executivo, e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que responde pela regulamentação e fomento do mercado de valores mobiliários;
- b) Instituições normativas e de apoio, como o Banco do Brasil e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES);
- c) Sistema de Liquidação e Custódia, composto pelo Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira

de Títulos (CETIP), pelas Câmaras de Liquidação e Custódia, pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) e pelo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB);

d) Intermediários financeiros, como os bancos múltiplos; bancos comerciais; bancos de investimentos e outros auxiliares financeiros, dentre os quais se encontram as bolsas de valores e sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários.

Já Rudge e Cavalcante (1993) agrupam as instituições financeiras em dois subsistemas: o normativo e o operativo. No primeiro se enquadram as instituições anteriormente relacionadas nos tópicos a) e b) e no segundo estão compreendidas nas alíneas c) e d).

### **3.3 Principais participantes do mercado de capitais**

#### **3.3.1. Investidor**

O investidor corresponde a uma pessoa física ou jurídica, ou ainda entidades de investimento coletivo, que utilizam os serviços de instituições autorizadas a realizar operações na bolsa ou mercado de balcão, como as corretoras de valores, com a expectativa de obter ganhos financeiros (BOVESPA, 2006a).

Toscano Júnior (2004) classifica os investidores em três tipos:

a) Investidor Corporativo – que corresponde às empresas capitalizadas em geral;

b) Investidor *Private Banking* - que correspondem aos investidores individuais (pessoa física) de elevado poder aquisitivo, assessorados e aconselhados sobre as melhores alternativas de investimentos pelos bancos privados.

c) Investidores Institucionais Domésticos ou Internacionais – que correspondem a entidades de previdência privada aberta ou fechada, companhias seguradoras e empresas de gestão de recursos de terceiros e independentes. Esse tipo de investidor possui grande quantidade de recursos financeiros estáveis. Normalmente investem por longo prazo e de forma diversificada (renda fixa, ações, imóveis e etc.).

Para a BOVESPA (2006a), este tipo de investidor é o mais relevante participante dos mercados financeiros e de capitais, em face de sua imensa massa de manobra que são os recursos captados junto a seus públicos.

As principais motivações que levam à realização de investimentos são: a expectativa de obter uma reserva econômica que forneça certa margem de segurança diante de qualquer despesa imprevista, e garantia financeira para o futuro, aliada ao desejo de obter uma boa rentabilidade e valorização do capital e a busca por proteção para eventual desvalorização do dinheiro (BOVESPA, 1999).

O retorno gerado pelo investimento depende basicamente do desempenho da empresa da qual se adquiriram ações. Um desempenho positivo permite auferir ganhos com a venda das ações na distribuição secundária por um preço maior do que o da compra (valorização da ação) ou através do recebimento dos dividendos, que corresponde a uma parcela do lucro. Por outro lado, se a empresa apresenta um desempenho desfavorável, o investidor tem suas ações desvalorizadas e também não recebe dividendos (BOVESPA, 2006b).

Por conta desse risco, os investidores preocupam-se muito em acompanhar, fiscalizar e, até mesmo, participar das decisões da empresa para garantir que ela seja rentável e sustentável no curto e no longo prazo (BOVESPA, 2006).

### **3.3.2 Companhias abertas**

De acordo com o art. 4º da lei 6.404, companhia aberta é aquela que pode ter os seus valores negociados no mercado de valores mobiliários.

Essas empresas possuem o capital segregado em ações, que são negociadas com o objetivo de financiar os seus projetos e se tornarem mais competitivas (BOVESPA, 2006a e TOSCANO JUNIOR, 2004).

A obtenção efetiva do recurso se dá na distribuição primária, quando a empresa emite e vende novas ações no mercado primário, operação realizada com o intermédio de instituições financeiras, que atuam como coordenadoras da operação, orientando o processo de captação de investidores e na definição das características da oferta, como afirmado pela BOVESPA (2006b):

Qualquer distribuição pública de ações tem que ser realizada por meio de uma instituição financeira (corretora de valores, banco de investimento ou distribuidora), que atuará como coordenadora da operação. É o intermediário que vai orientar a empresa, em todo o processo, nas questões relacionadas ao marketing da oferta [...].

O intermediário contratado também ajudará na definição das características e do tamanho da oferta, além de auxiliar na avaliação da empresa e na estimativa do preço considerado atrativo para os investidores adquirirem as ações (BOVESPA, 2006b, p10.)

Os principais motivos que levam as empresas a abrir o seu capital e buscar a captação de recursos no mercado de capitais é o fato de esse meio não possuir limitações e exigibilidade. É ilimitado porque enquanto a empresa tiver projetos viáveis e rentáveis os investidores terão interesse em financiá-los. Não possui exigibilidade porque os recursos dos sócios investidores não têm prazo de amortização ou resgate, já que são remunerados pelo desempenho da empresa (BOVESPA, 2006b).

Por estes motivos, a captação de recursos no mercado de capitais representa uma redução de risco e, conseqüentemente, do custo do capital para companhia, já que os outros meio de captação de recursos, através de empréstimos com terceiros ou através de reinvestimentos dos lucros gerados pela própria companhia, possuem limitações e são geralmente viáveis apenas para manutenção das atividades operacionais (BOVESPA, 1999).

As companhias abertas devem ser devidamente registradas na CVM e se sujeitam ao cumprimento de uma série de determinações legais quanto a:

- a) natureza e periodicidade de informações a divulgar;

b) informações prestadas, por diretores e acionistas controladores, relativas a compra, permuta ou venda de ações emitidas pela companhia, sociedades controladas e controladoras;

c) divulgação de deliberações de assembleia de acionistas, órgãos da administração, fatos relevantes ocorridos nos negócios, que possam influir de modo ponderável na decisão de comprar ou vender ações, por parte de investidores;

d) forma e conteúdo dos relatórios de administração e demonstrações financeiras.

No relatório de administração, deve constar a descrição das atividades do exercício, não existindo um formato padronizado, apenas sendo exigido pela CVM que sejam abordados tópicos relativos a: recursos humanos; investimentos; pesquisa e desenvolvimento; novos produtos e serviços; proteção ao meio ambiente; reformulações administrativas; investimentos em coligadas ou controladas; direitos dos acionistas e dados do mercado de ações da companhia; perspectivas e planos para o exercício em curso e futuros; empresas investidoras e considerações finais sobre as demonstrações financeiras.

Rudge e Cavalcante (1993, p.105) ressaltam a relevância do relatório anual na prestação de informações por ter “forte poder de comunicação, por ser mais descritivo e menos técnico do que os demais documentos. Neles se pode prestar conta dos atos praticados e apresentar expectativas sobre desempenhos futuros”.

As demonstrações financeiras das companhias abertas são apresentadas em valores nominais e apresentam, para fins comparativos, os dados do exercício anterior. Compreendem, normalmente, as seguintes peças contábeis: balanço patrimonial; a demonstração do resultado; demonstração das mutações patrimoniais; demonstração de lucros ou prejuízos acumulados; demonstração de origens e aplicações de recursos e as notas explicativas para essas demonstrações.

Essas demonstrações financeiras devem ser acompanhadas do parecer do Conselho Fiscal e do parecer do auditor independente, que corresponde a uma certificação assinada por auditor externo devidamente registrado no CVM, sobre a fidedignidade das informações contidas nas demonstrações, em função do exame dos livros e dos registros contábeis (ALMEIDA, 2003).

Além desses pareceres, de acordo com as determinações da SOX (2002), as empresas nacionais que negociam títulos nos Estados Unidos, bem como as subsidiárias de empresas americanas com sede no Brasil, deverão apresentar também um certificado atestando a eficácia e avaliação do controle interno emitido e assinados tanto pela CFO e CEO das empresas, e um outro certificado emitido pela empresa de auditoria independente, também atestando sobre a eficácia do controle interno, como já tratado detalhadamente na seção 2.3 deste trabalho.

### **3.3.3 Bolsa de valores**

As bolsas de valores são pelas associações civis sem fins lucrativos, autorreguladoras, autorizadas a funcionar e pela CVM sob supervisão desta instituição. Seu quadro social é composto por corretoras de valores mobiliários (corretoras membro), que possuem exclusividade para operar na bolsa, e sua finalidade é oferecer um mercado para a cotação dos títulos nelas registrados (BOVESPA, 2006a).

Para atender a esse fim, o objeto social das bolsas compreende, dentre outros, o fornecimento de local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários em mercado livre e aberto - ou seja, um lugar público onde os corretores vendem e compram títulos em nome dos seus clientes - e a preservação de padrões éticos de negociação, estabelecendo normas de comportamento para as sociedades corretoras e companhias abertas, fiscalizando a sua observância e aplicando penalidades aos infratores dentro do limite das suas competências (SANTOS, 1999).

A relevância das bolsas de valores para os países recai justamente na capacidade de estímulo à poupança e ao investimento, propiciando o crescimento das companhias, o que, conseqüentemente, gera desenvolvimento econômico e social da região.



É por meio das bolsas de valores que se pode viabilizar um importante objetivo do capitalismo moderno: estímulo à poupança do grande público e ao investimento de empresas em expansão, que, diante deste apoio, poderão assegurar condições para o seu desenvolvimento (BOVESPA, 1999, p.14).

Dentre as bolsas de valores do Brasil, destaca-se a BOVESPA, fundada em 1890 e hoje considerada como o maior centro de negociação com ações da América Latina (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006). Seu quadro social é composto por 95 corretoras-membro (dado relativo a março/2006), com autorização para atuar em seu sistema eletrônico de negociação, denominado mega bolsa (BOVESPA, 2006a).

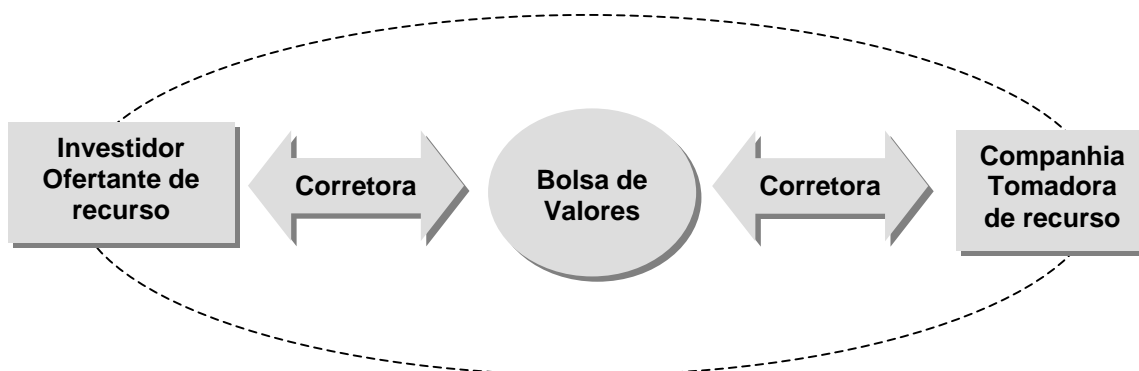
### **3.3.4 Corretoras e analistas de mercado**

As corretoras de títulos e valores mobiliários são instituições financeiras membro das bolsas de valores, que possuem exclusividade para negociar e movimentar valores mobiliários no pregão das bolsas de valores (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006).

As sociedades corretoras são as únicas autorizadas a operar em bolsas de valores, pois toda corretora é membro de uma ou mais bolsas de valores. Possuem autorização prévia do Banco Central do Brasil para serem constituídas e estão sujeitas à fiscalização da própria bolsa de valores, da CVM e do Banco Central (CVM, 2006).

Sua função é intermediar as atividades de compra e venda de ações, atuando entre os investidores, dispostos a investir, e companhias abertas, dispostas a negociar o seu capital, e a bolsa de valores, como afirmado pela BOVESPA e ilustrado na Figura 3.

As corretoras podem ser definidas como intermediárias especializadas na execução de ordens e operações por conta própria e determinadas por seus clientes, além da prestação de serviços como o fornecimento de diretrizes para seleção de investimentos; intermediação de operações de câmbio; assessoria para abertura de capital, emissão de debêntures e etc. (BOVESPA, 1999, p.14).



**Figura 3** - Corretora de Valores Mobiliários

**Fonte:** Autora, 2007

Os intermediários financeiros têm a função de aproximar os agentes tomadores dos agentes ofertantes de recursos, informando as condições gerais do mercado e as condições básicas dos títulos, quanto a prazos, volume financeiro, taxa de retorno, grau de risco e etc. (RUDGE e CAVALCANTE, 1993).

A intermediação financeira é a mais importante fonte de recurso externo para as empresas, auxiliando a transferência de fundos de poupadores para aqueles que oferecem boas oportunidades de investimentos (HILLBRETCH, 1999).

Dentre as atribuições constantes no objeto social das corretoras, destacam-se as funções de (SANTOS, 1999):

- a) Operar nas bolsas de valores;
- b) Intermediar a oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado;
- c) Comprar e vender títulos;
- d) Administrar carteiras e custódia de títulos e valores mobiliários;
- e) Instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimentos.

Estes dois últimos pontos (letras d e e) são considerados por Toscano Júnior (2004) como verdadeiros facilitadores do processo de negociação de títulos, pois evitam que os seus clientes tenham que conhecer todos os mecanismos e canais para realização de investimentos em valores mobiliários.

Essa atividade de gestão de títulos é realizada por profissionais que efetuam a avaliação das empresas e setores produtivos em busca da identificação de boas oportunidades de negócios. Esses profissionais são chamados de analistas de mercado de capitais - também conhecidos como analistas de títulos e valores mobiliários ou, ainda, como analista de investimentos. Esses analistas trabalham como conciliadores dos interesses dos ofertantes e dos tomadores de recursos.

O art. 2º da resolução nº 388, de 30 de abril de 2003, que dispõe sobre a atividade do analista de valores mobiliários e estabelece condições para o seu exercício, define a atividade do analista da seguinte forma:

A atividade de analista de valores mobiliários consiste na avaliação de investimentos em valores mobiliários, em caráter profissional, com a finalidade de produzir recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos para divulgação ao público, que auxiliem no processo de tomada de decisão de investimentos (CVM, 2003).

Sintetiza-se, então, a definição do trabalho do analista como um estudo das companhias cotadas em bolsa de valores para emissão de recomendações de compra ou venda sobre as ações dessas companhias (RIBEIRO, 2005).

O fluxo de trabalho dos analistas inicia-se a partir da análise das informações que lhes são disponibilizadas, buscando conhecer a empresa e mercado em que ele atua, considerando os aspectos macroeconômicos, as políticas públicas, as normas e leis em vigor, as decisões administrativas e os movimentos do mercado. O profissional avalia como todos esses fatores influenciam ou podem vir a influenciar a empresa (BOFF, 2000).

O trabalho do analista termina com a elaboração de um relatório de recomendação de investimento, apresentando indicações sobre as melhores oportunidades de negócio (BOFF, 2000) e atribuindo uma classificação aos títulos,

para a qual não existe uma definição padrão, no entanto Ribeiro (2005) sistematiza-a, genericamente, da seguinte forma:

- a) Vender (*Reduce, Sell, Underperformer*);
- b) Manter (*Hold, Market Performer*);
- c) Comprar (*Accumulate, Buy, Outperformer, Strong Buy, Strong Outperformer*);
- d) O analista prefere não opinar (*Neutral*)

Devido a sua relevância, o trabalho do analista é regido por uma norma de conduta – resolução CVM nº 388 - que destaca a forte observância de princípios éticos, cautela e diligência na análise dos títulos e valores mobiliários, e atribuem responsabilidade por infrações e irregularidade que venham a decorrer do trabalho desses profissionais.

Outro ponto de destaque nessa norma de conduta é a busca pelo fortalecimento da independência e da pessoalidade da opinião do analista, sendo determinado que, nas suas análises e recomendações, deve ser expressamente declarado que:

- a) Suas opiniões são pessoais, independentes e autônomas;
- b) Declarar qualquer vínculo existente com a companhia sob análise, inclusive valores mobiliários, desde que igual ou superior a 5% do seu patrimônio pessoal;
- c) Declarar qualquer vínculo que a empresa para que trabalhe mantenha com a companhia sob sua análise, inclusive participação acionária direta e indireta desde que esta seja igual ou superior a 1% do capital social da referida companhia;

### **3.4 Processo de análise de investimento**

O processo de análise de investimento consiste na busca pela atribuição de um valor à ação de uma determinada companhia e é realizado através de metodologias específicas, utilizando tanto informações qualitativas, quanto quantitativas. Essas metodologias direcionam o tratamento de informações levantadas, permitindo a identificação da situação da empresa e possibilitando a estimativa da rentabilidade, liquidez e o risco do investimento.

A análise de investimento fornece subsídios para a tomada de decisão sobre qual o melhor negócio a ser feito, no entanto, a decisão final sempre sofrerá influência direta das características pessoais do investidor, entre elas a sua expectativa com relação ao retorno, que pode ser influenciado por sua idade ou nível de conhecimento do mercado de capitais, e a sua capacidade de tolerância diante do risco de possíveis perdas financeiras.

#### **3.4.1 Metodologia de análise de investimento**

A análise de investimentos pode ser estruturada sob a metodologia fundamentalista ou técnica, que visam, basicamente, determinar o preço adequado das ações da companhia em análise, para possibilitar a previsão de retorno, quer seja em dividendos, quer seja estimando os lucros a serem auferidos com a revenda do título (BODIE, KANE e MARCUS, 2000).

### **a) Análise Fundamentalista**

A análise fundamentalista tem como base os fatores econômicos que envolvem a companhia sob análise. Nesse método, o preço justo da ação é determinado com base na expectativa de lucros futuros, que é calculada através de estatísticas e projeções, considerando também a expectativa dos compradores e vendedores de ações e os fundamentos da economia e da administração da empresa (BOVESPA, 2006a).

Gallagher (2004) destaca que esse tipo de análise é a mais usual, afirmando que é utilizada por nove, em cada dez administradores de recursos financeiros.

### **b) Análise técnica**

Na análise técnica, a estimação do preço da ação é realizada a partir da análise do comportamento dos preços, estudando as séries históricas dos gráficos de preço *versus* volume e outros indicadores, por se acreditar que essa informação conduz a massa de investidores e induz a formação de preço, permitindo que seja determinada a tendência de alta, estabilidade e baixa (RUDGE e CAVALCANTE, 1999 e BOVESPA, 2006a).

Em outras palavras, nessa metodologia é analisado como os preços se comportaram no passado e, com base nisso, projeta-se uma série de expectativa de movimentos de preço no futuro.

## **3.4.2 Informações utilizadas no processo de análise de investimento**

Na análise dos investimentos são utilizadas tanto informações quantitativas, que envolvem a avaliação de valores mensuráveis, quanto qualitativas, que inclui que

fatores importantes não mensuráveis, como a experiência, o caráter e a qualidade da administração, o relacionamento com os funcionários, o status das relações trabalhistas e etc. Embora diferentes, a análise quantitativa e a qualitativa são complementares para que se possa obter a avaliação correta e segura sobre o objeto em análise (BOVESPA, 2006a).

As principais fontes de informações utilizadas pelos analistas são: o mercado (outros analistas, empresas, fornecedores, clientes); o setor produtivo (relatórios, literatura especializada, consultores e especialistas) e a própria empresa que está sendo avaliada (administradores, empregados, documentos, demonstrações financeiras, projetos) (BOFF, 2000).

Segundo Rudge e Cavalcante (1999), as demonstrações financeiras e o relatório de administração das empresas são ferramentas de trabalho diário do analista de investimento, sendo o principal indicador o índice preço/lucro, que estima o prazo de recuperação integral do capital investido.

As demonstrações financeiras fornecem uma série de *dados* contábeis, classificados de acordo com as normas e princípios contábeis e dentro do padrão estabelecido pela lei 6.404/76. Através das técnicas de análise de balanço, estes *dados* contábeis são transformados em *informações* a respeito da companhia, indicando a sua situação financeira e econômica, seu desempenho, sua eficiência na gestão de recursos, seus pontos fortes e fracos, as tendências e perspectivas futuras, entre outras informações (MATARAZZO, 2003).

Bodie, Kane e Marcus (2000) acrescentam que, na análise de investimentos, também é realizado o estudo de informações relativas ao ambiente econômico geral e o seu impacto sobre o setor no qual a empresa atua e a posição que ocupa dentro do setor.

A análise do ambiente econômico engloba o estado da macroeconomia doméstica e também a economia internacional. Na análise da macroeconomia doméstica são observados as políticas do Governo Federal e os indicadores econômicos, tais como o Produto Interno Bruto (PIB), a taxa de desemprego, a inflação, a taxa de juros, o déficit orçamentário. Além disso, também são considerados os sentimentos dos consumidores e produtores sobre a situação da economia do País. Já a análise da economia internacional justifica-se, para

determinadas organizações, por afetar diretamente perspectivas de exportação, competição de preços com concorrentes estrangeiros e os lucros com possíveis investimentos no exterior (BODIE, KANE e MARCUS 2000).

Na análise do setor em que a companhia atua, denominada análise setorial, será observado o ciclo de negócios, o grau de alavancagem operacional, o ciclo de vida do setor, o seu desempenho e a estrutura, a possibilidade de entrada de novos concorrentes, as pressões de consumidores, a possibilidade de entrada de produtos substitutos e o poder de barganha dos compradores e fornecedores (BODIE, KANE e MARCUS 2000).

Outro tipo de informação que atualmente vem sendo requerida no processo de análise dos investimentos é a relativa à governança corporativa, que, segundo a CVM (2002), auxilia o investidor na sua tomada de decisão.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), fundado em 1995, governança é o sistema pelo qual se realiza a direção e monitoração da organização, buscando proteger o relacionamento entre os diferentes agentes que nela possuem interesses, normalmente não alinhados. Esses agentes são os acionistas, o conselho de administração, a diretoria, o conselho fiscal e a auditoria independente. A boa governança implica a adoção de práticas de transparência, prestação de contas e equidade, e propicia a gestão estratégica da empresa e a efetiva monitoração da direção executiva.

A prática da governança corporativa, apesar de não obrigatória, é recomendada pela CVM (2002), que preceitua que a análise das práticas de governança corporativa auxilia os investidores a determinarem o nível e a forma de atuação, ou seja, o quanto e como podem ou devem influenciar o desempenho da companhia, funcionando como um mecanismo de proteção contra o risco de desvios de ativos a que estão sujeitos. Por outro lado, a empresa que investe em governança ganha no aumento do seu valor, pois boas práticas tendem a valorizá-las, por fornecer maior proteção aos investidores, facilitando o seu acesso ao mercado de capitais, que disponibiliza recursos a custos mais baixos (CVM, 2002).

Justamente em reconhecimento à importância da governança corporativa e do seu impacto no mercado de capitais, em 2000, a BOVESPA passou a adotar classificações (novo mercado, nível 1 e nível 2) para as empresas listadas, de



acordo com o nível de governança que praticam, que variam de acordo com o tipo de capital e a quantidade de informações divulgadas, além das determinadas por leis. O objetivo dessa classificação foi propiciar uma ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias (BOVESPA, 2006a).

### 3.4.3 Rentabilidade, liquidez e risco

No processo de tomada de decisão para realização de investimentos no mercado de ações, as informações obtidas na análise da companhia, independente da metodologia utilizada, buscam, primordialmente, a identificação da rentabilidade, liquidez e risco do investimento.

A **rentabilidade** (ou lucratividade) corresponde ao retorno sobre o capital investido, isto é, a capacidade de auferir lucros. A **liquidez** (ou negociabilidade) corresponde à facilidade e rapidez com que os ativos financeiros podem ser convertidos em dinheiro. O **risco** corresponde à possibilidade de mudanças futuras nos cenários e nos parâmetros sobre os quais foi baseada a decisão de investir, que venham a impossibilitar a capacidade de receber de volta ao menos o capital aplicado (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006 e RUDGE e CAVALCANTE, 1993).

Esses fatores estão diretamente associados: quanto maior o risco ou maior o prazo, maior deve ser a rentabilidade; quanto mais líquido for o título, menor será a sua taxa de retorno e menor a incerteza quanto ao cenário futuro (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006).

O risco é um fator inerente ao processo de investimento e nunca poderá ser eliminado, no entanto pode ser minimizado através do seu adequado gerenciamento, que procura quantificar desvios relacionados às probabilidades conhecidas e estabelecer um determinado grau de confiança - ou de incerteza - de uma decisão de investimento (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006).

Para ROCCA (2004), nas operações no mercado de capitais, os riscos são diretamente assumidos pelos investidores e, segundo a CVM (2006), o grau de risco a que o investidor se expõe depende, fundamentalmente, do nível de informações de que ele disponha.

Os principais riscos a que os investidores estão expostos são apresentados por Lima, Galardi e Neubauer (2006) como:

**a) Risco de mercado:** decorre de mudanças futuras nas condições de mercado, tais como os preços de um ativo, taxas de juros, volatilidade de mercado e liquidez. É impactado por fatores como a variação nos preços de mercado nas carteiras próprias ou de fundos de ações, opções, índices e *commodities*; variação na taxa de câmbio nas carteiras próprias ou de fundos indexados em moeda estrangeira e por variações da taxa de juros nos títulos/carteiras próprias ou de fundos de renda fixa.

**b) Risco de crédito:** é o risco de inadimplência, corresponde à possibilidade de uma obrigação (principal ou juros) não vir a ser honrada pelo emissor, na data e condições contratadas. É impactado direta ou indiretamente pelo desempenho econômico e financeiro das empresas e das instituições financeiras, que são afetados por fatores macroeconômicos nacionais e internacionais; fatores setoriais e fatores internos nas empresas.

**c) Risco de liquidez:** ocorrências de desequilíbrios entre ativos negociáveis e passivos exigíveis, que podem afetar a capacidade de pagamento das instituições.

Para minimizar o risco de liquidez, a resolução 2.804, de 21 de dezembro de 2000, do BACEN, cita a estruturação e constante avaliação de um sistema de controle interno:

Art. 1º - [...] as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil devem manter **sistemas de controle** estruturados em consonância com seus perfis operacionais, periodicamente reavaliados, que permitam o acompanhamento permanente das posições assumidas em todas as operações praticadas nos mercados financeiro e de capitais, de forma a evidenciar o risco de liquidez decorrente das atividades por elas desenvolvidas (BACEN, 2005, grifo da autora)

### 3.5 Perfil do investidor

As combinações de ativos financeiros podem ser infinitas e a decisão do investidor é diretamente influenciada pelo perfil do investidor, que corresponde a um conjunto de características pessoais no que se refere aos seus investimentos, não existindo regras gerais e podendo mudar com o tempo e condições financeiras do investidor, relacionando-se com “nível de risco que aceita, nível de rendimento desejado, horizonte de renda a receber, nível de despesas familiares, nível de segurança a garantir, etc.” Por isso, o investimento ideal será sempre aquele que melhor se adequar ao perfil do investidor (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006, p.76).

De maneira geral, o perfil depende de elementos como idade do investidor, seu grau de instrução e sua familiarização com os recursos financeiros, seu horizonte de tempo para a realização do investimento e o lucro que pretende obter (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006).

Para Lima, Galardi e Neubauer (2006), normalmente, quanto mais jovem é o investidor, maior é a sua tolerância ao risco, pois pessoas mais novas estão iniciando a formação do patrimônio, possuem mais acesso ao mercado de capitais e costumam ter uma predisposição para uma maior exposição a possibilidade de perdas, já que possuirão tempos suficiente para recuperá-las. As pessoas que já possuem algum patrimônio formado destinam suas aplicações para níveis mais equilibrados entre risco e retorno e com maior liquidez. Quando já possuem o patrimônio consolidado, a preocupação passa a ser a de garantir o padrão de vida futuro, direcionando a maior parcela de seus investimentos para aplicações seguras e líquidas, disponibilizando uma quantidade muito limitada para aplicações de risco. As pessoas que estão mais próximas da aposentadoria preocupam-se com a segurança do seu patrimônio financeiro e provavelmente não arriscarão em investimentos com possibilidade de perdas.

Com relação ao nível de conhecimento, generaliza-se que quanto menor for nível de conhecimento do produto, mais conservador será o investidor. As pessoas com baixo grau de instrução e familiarização com relação ao mercado financeiro,

tendem a aplicar os seus recursos de forma conservadora, com maiores níveis de segurança e controle; pessoas mais familiarizadas com o mercado requerem informações mais detalhadas sobre o investimento e estão mais dispostas a uma maior exposição ao risco (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006).

O prazo de realização do investimento é basicamente determinado pela finalidade do investimento. Se uma pessoa não precisa do dinheiro a curto ou médio prazo poderá optar por assumir riscos maiores, pois aplicações de maiores riscos tendem a dar melhores retornos a longo prazo; se a finalidade do investimento é garantir a aposentadoria, certamente a opção será por um produto mais conservador, seguro, de liquidez e lucros certos; se a finalidade é a constituição de uma reserva de emergência, a opção será por investimentos de alta liquidez com riscos mais baixos e, conseqüentemente, um retorno mais modesto (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006).

Considerando esses fatores, o perfil do investidor é comumente distribuído por diversos autores, entre eles BOVESPA (2006a) e Lima, Galardi e Neubauer (2006), em três categorias, baseadas no grau de aversão do indivíduo com relação ao risco:

a) Conservador: Busca sucesso a curto prazo, é avesso ao risco, sente-se desconfortável com as oscilações de preço e não suporta ver o seu patrimônio ser reduzido. Busca preservar o capital. Abre mão da rentabilidade em troca de tranqüilidade. Suas reações são mais emocionais do que racionais. Em geral, tem poucas informações sobre o mercado.

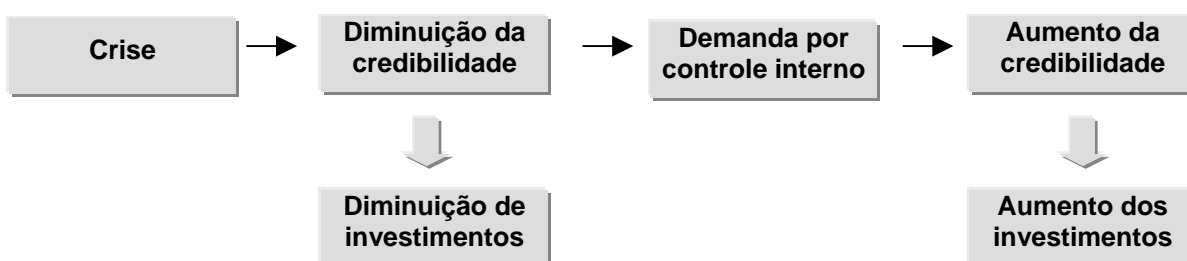
b) Moderado: Busca sucesso, opta por prazos maiores e tolera certo volume de risco. Aceita flutuações de preços, em troca de ganho compensador. Não se expõe a grandes riscos. Tem razoável conhecimento do mercado e usa mais a razão nas suas decisões.

c) Arrojado: Esse é o investidor típico de renda variável, pois aceita grande quantidade de risco, inclusive perdas de capital. É movido pelas perspectivas futuras e expectativas de retornos acima da média. Tem grande conhecimento do mercado e acesso a informações, além de consultores financeiros. Acompanha ativamente seus investimentos, é ágil e racional na administração.

## 4 PROCEDER METODOLÓGICO

Os pressupostos que fundamentam este trabalho partem de dois modelos conceituais, desenhados com base na pesquisa bibliográfica realizada. O primeiro relaciona-se com o controle interno influenciando a credibilidade do investidor na companhia; o segundo refere-se aos fatores que determinam a decisão de investimento.

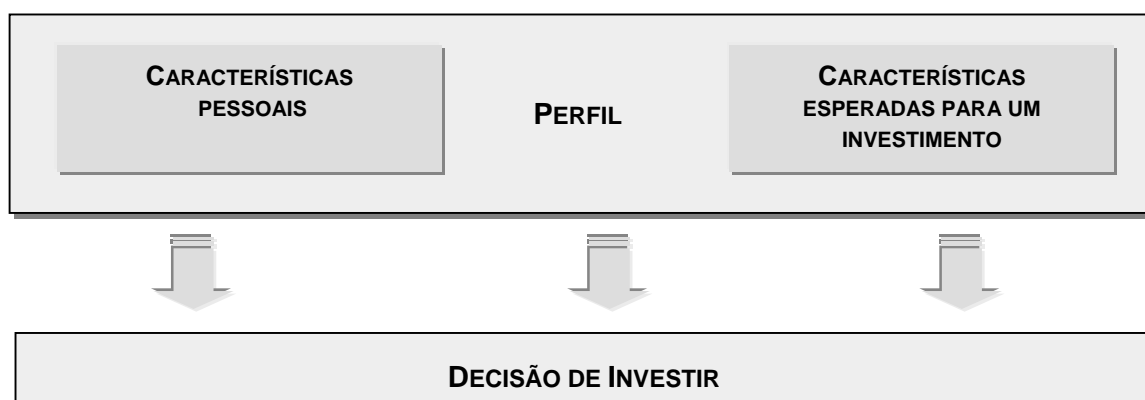
O primeiro modelo, ilustrado na Figura 4, foi desenvolvido através da observação de que a evolução conceitual e a demanda legal pelo controle interno é impulsionada, essencialmente, pela busca do mercado por fatores que expliquem a ocorrência de determinados eventos que causem impactos na economia, tais como o ocorrido com a crise de 1929, o escândalo do pagamento de propina, em 1970 nos Estados Unidos e as recentes fraudes contábeis ocorridas no mundo (HEIER, DUNGAN e SAYERS, 2004). Nesses cenários, o controle interno é sempre requerido como um fator para recuperação da credibilidade no mercado financeiro e nas corporações para que, mais seguros, os investidores voltem a investir, reaquecendo o mercado.



**Figura 4 - Modelo Conceitual I**

Fonte: Autora, 2007

O segundo modelo, ilustrado na Figura 5, preceitua que, na análise de investimento, a decisão final é diretamente influenciada pelo perfil do investidor, mas especificamente, por suas características pessoais, como a sua idade e o seu nível de conhecimento do mercado, e pelas características dos seus investimentos, tais como o horizonte de retorno e a sua tolerância quanto ao risco para eventuais perdas financeiras (LIMA, GALARDI E NAUBER, 2006).



**Figura 5 - Modelo Conceitual II**

**Fonte:** Autora, 2007.

Como o controle interno é visto como um elemento favorável para atração de investidores, principalmente por propiciar confiabilidade às informações financeiras, e a tomada de decisão para compra de ações está diretamente relacionada ao perfil do investidor, este trabalho buscou relacionar os dois modelos para identificar se a influência das informações relativas ao controle interno, no processo de tomada de decisão para investimento, pode ser explicada pelo perfil do investidor, o que constitui a hipótese geral desse trabalho, anteriormente apresentada no tópico 1.4.

Utilizaram-se os analistas de investimento das corretoras de valores mobiliários membros da BOVESPA, como *proxy* para o investidor, já que esse profissional possui um papel fundamental no processo de compra e venda de ações, por realizar a análise e a recomendação de investimentos para os investidores, além de administrar os títulos e valores mobiliários, fundos e clubes de investimentos.

A BOVESPA, que possui 95 corretoras de valores mobiliários associadas, foi escolhida por ser a bolsa de valores de maior relevância na América Latina.

Para definir o perfil do investidor foram consideradas as suas características, subdividindo-as em dois grupos. O primeiro busca relacionar as características pessoais do analista e a segunda, características de investimento, busca captar a percepção pessoal do analista com relação as suas expectativas diante de um investimento financeiro, como relacionado no Quadro 2:

Para consecução deste trabalho, utilizou-se o método indutivo, subsidiado por pesquisa bibliográfica e pela técnica direta de coletas de dados. Essa coleta de dados foi viabilizada através de uma pesquisa de campo com aplicação de questionário do tipo fechado.

<b>PERFIL</b>	
<b>Características pessoais</b>	Gênero Idade Formação acadêmica Nível de escolaridade Tempo de experiência na função de análise Cargo
<b>Características de investimento</b>	Objetivo quanto à segurança e horizonte temporal Postura diante das oscilações do mercado (altas, baixas e constâncias) Postura diante da volatilidade do investimento (risco <i>versus</i> retorno)

**Quadro 2** - Características pessoais dos analistas de mercado de capitais  
**Fonte:** Autora, 2007

#### 4.1 Questionário de pesquisa

O questionário utilizado, apresentado no apêndice B desse trabalho, foi do tipo fechado, composto por uma série ordenada de vinte perguntas, claras e limitadas ao assunto da pesquisa, segregadas em três seções, denominadas “A - perfil”, “B - Nível de influência do controle interno” e “C – Nível de concordância com as funções do controle interno”.

### **a) Seção A – perfil**

Essa seção é composta por nove questões, com respostas estruturadas em questões objetivas, com nível de variação nominal e ordinal, que identificam o perfil dos entrevistados.

As seis primeiras questões captam as características pessoais do analista, compreendendo dados quanto ao gênero; idade; formação acadêmica, nível de escolaridade, tempo de experiência na função de análise e cargo que ocupa na corretora de valores a que está vinculado.

As outras três questões captam a percepção do analista quanto às características de um investimento financeiro próprio, focando questões relacionadas ao objetivo do investimento com relação à segurança e ao horizonte de tempo para retorno; postura diante das oscilações do mercado, isto é, a sua postura com relação aos momentos de alta, baixa e constância do mercado, e volatilidade do investimento (relação risco de perda financeira *versus* lucratividade). Essas perguntas foram desenvolvidas com base no questionário de identificação de perfil utilizado pela corretora de valores mobiliários *Merril Lynch* (sede nos Estados Unidos), uma das maiores do mundo.

### **b) Seção B – Nível de influência das informações**

Nessa seção do questionário, relacionaram-se sete perguntas, que identificam qual a percepção do analista sobre a relevância de diversas informações utilizadas no processo de tomada de decisão para realização de investimentos. Essas informações estão elencadas no Quadro 3 e foram definidas a partir da pesquisa bibliográfica realizada.



Variável	Informação
Ambiente externo	Informações econômicas, tecnológicas, políticas e sociológicas globais
Mercado	Previsões de mercado, demanda, sazonalidade, potencialidade de crescimento, posição da empresa no mercado, concorrente e clientes
Rentabilidade	Histórico de rentabilidade, taxa de retorno e outros indicadores financeiros
Demonstrações financeiras	Demonstrações contábeis obrigatórias e outros demonstrativos financeiros
Controle interno	Dados sobre a estrutura do sistema de controle interno da empresa
Governança corporativa	Nível de governança corporativa de acordo com a classificação da BOVESPA
Histórico e Solidez	Dados históricos sobre da empresa a sua solidez no mercado

**Quadro 3** - Variáveis do processo de análise de investimentos

**Fonte:** Autora, 2007.

As respostas foram estruturadas em um conjunto de alternativas propostas em escala *Likert-5*, variando de 0 (informação não possui nenhuma influência) a 4 (informação extremamente influência), para que fosse escolhida a que melhor evidencia o ponto de vista do respondente com relação ao nível de influência da informação na sua tomada de decisão.

O objetivo dessa seção foi permitir que o nível de influência do controle interno fosse identificado e comparado com o nível de influência das demais informações utilizadas no processo de análise de investimentos, bem como para relacioná-lo ao perfil dos entrevistados.

### **c) Seção C – nível de concordância sobre a função do controle interno**

Esta seção foi composta por quatro questões que buscaram identificar se os analistas de investimento concordam com as função e objetivos do controle interno, elencadas em conformidade com a bibliografia pesquisada, com foco principalmente nas definições propostas pelo COSO (2006).

Esse entendimento foi medido a partir do nível de concordância com as alternativas indicadas em uma escala de resposta *Likert-5*, variando de 0 (não concordo) a 4 (concordo plenamente).

Uma primeira versão do questionário foi testada para verificar a clareza das questões, a existência de perguntas desnecessárias e para obtenção de sugestões de melhoria. Esse pré-teste foi realizado com seis professores que lecionam disciplinas relativas ao mercado financeiro.

## **4.2 População e amostra da pesquisa**

Em novembro de 2006, havia 791 analistas de valores mobiliários ativos registrados na CVM e 95 corretoras de valores mobiliários associadas à BOVESPA.

Inicialmente o questionário foi encaminhado por meio eletrônico para todas as 95 corretoras de valores mobiliários, no entanto não se obteve nenhum retorno.

Sendo assim, tentou-se uma visita pessoalmente às corretoras de São Paulo, cidade escolhida por possuir maior concentração de corretoras, ao todo 74 (78% do total de corretoras membro da BOVESPA), mas, obteve-se sucesso na visita a apenas uma única corretora, na qual se obteve um único questionário respondido.

A terceira estratégia utilizada contemplou o curso de MBA em mercado de capitais promovido pela FIPECAFI, aonde se buscou identificar, dentre os alunos, quais trabalhavam como analista de investimento. Nessa ocasião foram obtidos mais 15 questionários.

A quarta estratégia correspondeu ao contato com os órgãos da classe profissional - a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais (APIMEC) e a Associação Brasileira dos Analistas de Mercado de Capitais (ABAMEC) - porém não se conseguiu qualquer auxílio.

Por fim, através de diversas pesquisas na internet, obteve-se o contato direto com cerca de 200 analistas, para os quais o questionário foi remetido por meio eletrônico e se obteve retorno de 31 questionários.

Assim sendo, para consecução desse trabalho foi utilizado o método não probabilístico para composição da amostra, conceituada como do tipo intencional (FONSECA e MARTINS, 1996), que compreendeu um total de 47 analistas de investimentos vinculados às corretoras de valores mobiliários membro da BOVESPA.

### **4.3 Tratamento estatístico**

Para responder ao problema de investigação desse trabalho, descrito no capítulo 1, os dados, coletados através dos 47 questionários de pesquisa, foram estatisticamente tratados através dos *softwares Excel*, da Microsoft, e do *Statistical Package of The Social Sciences (SPSS)*, versão 11.0.

Inicialmente foi realizada uma análise descritiva dos dados coletados, observando a sua frequência com foco no perfil dos entrevistados, grau de influência atribuído às variáveis de informações do processo de análise de investimentos e nível de concordância com as funções e objetivos do controle interno.

Em seguida, foram realizados testes das hipóteses, por meio de testes estatísticos não paramétricos de correlação e contraste de médias, para identificar possíveis associações entre as variáveis estudadas.

A estatística não paramétrica é a mais indicada para análise dos dados qualitativos da ciência do comportamento e para investigação de pequenas amostras, por não exigir quaisquer suposições quanto à distribuição da população e suas respectivas estimativas, sendo adaptável aos estudos que envolvem variáveis com níveis de mensuração nominal e ordinal (FONSECA e MARTINS, 1996).

Quanto aos testes estatísticos, primeiro verificou-se a existência de correlação entre o perfil e o nível de relevância do controle interno, por meio do teste de associação Qui-Quadrado, para as variáveis nominais, e o Teste de Spearman, para as variáveis ordinais.

Segundo Siegel e Castellan (2006) o teste Qui-Quadrado é utilizado para identificar a associação de variáveis aleatórias independentes nominais ou categóricas. Já o teste de Spearman é utilizado para indicar o grau de associação de duas variáveis ordinais (Vieira, 2004).

Essa primeira etapa forneceu subsídios para responder a hipótese geral de pesquisa apresentada no tópico 1.4, de que a influência do controle interno nas decisões de investimento depende do perfil do analista de mercado de capitais.

Complementarmente, com a finalidade de obter mais subsídios para conclusão dessa pesquisa, verificou-se a existência de correlação entre o controle interno e as demais variáveis de informações utilizadas no processo de análise de investimentos constantes na seção B do questionário, por meio do teste de Spearman, já que as respostas foram estruturadas em escala ordinal. Também foi verificado se o grau de relevância era o mesmo para todas essas informações, através do teste de contraste de média de Friedman e de Wilcoxon, diante da possibilidade de rejeição do primeiro.

O teste de Friedman é indicado para variáveis ordinais, com a mesma distribuição para  $k$  amostras combinadas, e avalia se há igualdade entre a mediana de todas as variáveis, já o teste de Wilcoxon é direcionado para 2 amostras combinadas, também em escala ordinal, levando em conta a direção e a magnitude da diferença (SIEGEL e CASTELLAN, 2006).

Para todos esses testes não paramétricos foi considerado o nível de significância de 5% ( $\alpha = 0,05$ ).

## **5 ANÁLISE DOS DADOS**

### **5.1 Análise descritiva da amostra pesquisada**

Procede-se a análise descritiva dos dados obtidos com a aplicação do questionário de pesquisa com os 47 analistas de investimentos entrevistados, realizada através do Excel.

Essa análise foi segregada em três momentos, no primeiro busca-se avaliar a frequência dos entrevistados quanto ao seu perfil e o nível de influência atribuído ao controle interno. No segundo observa-se o grau de relevância atribuído ao controle interno e o compara com o grau de relevância atribuído às demais variáveis de informação contidas na pesquisa e, no terceiro momento, avalia-se o nível de concordância do entrevistado com as funções e objetivos do controle interno.

#### **5.1.1 Perfil do entrevistado**

Como já previsto no capítulo 4, a análise do perfil foi subdividida quanto às características pessoais do entrevistado, considerando o gênero, faixa etária, formação acadêmica, nível de escolaridade, tempo de experiência na função de análise e cargo que ocupa na corretora de valores, e quanto às características de seus investimentos, seus objetivos com relação a segurança e ao horizonte de tempo, sua postura diante das oscilações de mercado e sua postura com relação à volatilidade.

Inicia-se com a análise da freqüência dessas características, seguida da verificação do nível de influência atribuído às informações relativas à estrutura de controle interno das organizações no processo de tomada de decisão para realização dos investimentos, isoladamente, para cada uma das características.

### a) Características Pessoais

Quanto ao gênero, 85% dos entrevistados são do sexo masculino e 15% são do sexo feminino, de acordo com Tabela 1.

**Tabela 1 – Gênero**

Gênero	Freqüência	
	Absoluta	Relativa
Feminino	07	15%
Masculino	40	85%
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100%</b>

Fonte: Autora, 2007

Do total dos entrevistados, 45% dos homens e 43% das mulheres atribuíram ao controle interno o nível de pouca influência no processo de tomada de decisão para investimentos, como pode ser observado na Tabela 2.

**Tabela 2 – Gênero x nível de influência de controle interno**

Gênero	Nível de influência do controle interno									
	Nenhuma		Quase nenhuma		Pouca		Muita		Extrema	
Feminino	-	-	1	14%	3	43%	1	14%	1	14%
Masculino	3	8%	3	8%	18	45%	10	25%	6	15%

Fonte: Autora, 2007

Com relação à faixa etária, 36% dos entrevistados possuem idade até 25 anos, 43% entre 26 e 35 anos, 15% entre 36 e 45 anos e apenas 6% possui idade superior a 45 anos, como se verifica na Tabela 3.

**Tabela 3 – Faixa etária**

Faixa etária	Frequência	
	Absoluta	Relativa
Até 25 anos	17	36%
Entre 26 e 35 anos	20	43%
Entre 36 a 45 anos	07	15%
Mais de 45 anos	03	6%
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100%</b>

Fonte: Autora, 2007

A maioria dos entrevistados mais jovens, com idade até 35 anos, classificaram o controle interno como uma informação de pouca importância no processo de decisão de investimento. Os demais entrevistados tiveram suas respostas bastante dispersas, havendo maior concentração (43%), para os que possuem idade entre 36 a 45 anos, no nível de extrema importância para o controle interno, já os com idade maior que 45 anos, distribuíram suas respostas, uniformemente, nas opções nenhuma, pouco e muita influência, como pode ser constatado na Tabela 4.

**Tabela 4 – Faixa etária x influência do controle interno**

Faixa etária	Nível de influência do controle interno									
	Nenhuma		Quase nenhuma		Pouca		Muita		Extrema	
Até 25 anos	1	6%	1	6%	8	47%	4	24%	3	17%
Entre 26 e 35 anos	-	-	2	10%	12	60%	5	25%	1	20%
Entre 36 a 45 anos	1	14%	1	14%	-	-	2	29%	3	7%
Mais de 45 anos	1	33%	-	-	1	32%	1	33%	-	-

Fonte: Autora, 2007

Esse resultado era esperado quando se considera que quanto mais jovem o investidor, maior a sua predisposição ao risco (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006) e ao considerar os que buscam o controle interno buscam segurança para os seus investimentos. No entanto, ao analisar os mais velhos (até 45 anos) esperava-se uma maior concentração nas opções muito e extrema influência, uma vez que os investidores com essa característica buscam maior segurança para garantir o padrão de vida no futuro, como predito por Lima, Galardi e Neubauer (2006).

Concernente à formação acadêmica dos analistas pesquisados, identificou-se que 30% são formados em economia, 47% são formados em administração, incluindo a área de mercado de capitais, 4% são formados em ciências contábeis e 9% são formados em outros cursos não relacionados com a área financeira, como afere-se na Tabela 5.

**Tabela 5 – Formação acadêmica**

Formação acadêmica	Frequência	
	Absoluta	Relativa
Economia	14	30%
Administração	22	47%
Ciências Contábeis	02	4%
Outro	09	19%
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100%</b>

**Fonte:** Autora, 2007

Quando observado o nível de importância atribuído ao controle interno de acordo com a faixa etária dos analistas, constatou-se que a maioria dos que possuem formação em economia (43%) e administração (50%) atribuem pouca importância para esta variável. Já os analistas formados em ciência contábeis, apesar da sua pequena quantidade na amostra, apresentaram opiniões bastantes concisas e atribuíram muita relevância ao controle interno, como demonstrado na Tabela 6.

Esse resultado pode estar relacionado ao fato de que os bacharéis em ciências contábeis tendem a possuir conhecimentos mais profundos do que os



demais cursos quanto às demonstrações financeiras e um dos objetivos do controle interno é justamente proporcionar maior confiabilidade a essas peças contábeis, como afirmado por diversos autores, entre eles o COSO (2006).

**Tabela 6 – Formação acadêmica x influência do controle interno**

Formação acadêmica	Nível de influência do controle interno									
	Nenhuma		Quase nenhuma		Pouca		Muita		Extrema	
Economia	2	14%	1	7%	6	43%	2	14%	3	21%
Administração	1	5%	1	5%	11	50%	7	32%	2	9%
Ciências Contábeis	-	-	-	-	-	-	2	100%	-	-
Outro	-	-	2	22%	4	44%	1	11%	2	22%

Fonte: Autora, 2007

Com referência ao nível de escolaridade dos entrevistados, 68% possuem apenas curso superior, 28% possuem curso de especialização e 4% possuem curso de mestrado. Nenhum dos entrevistados possui apenas nível médio e nenhum possui curso de doutorado, como se confere na Tabela 7.

**Tabela 7 – Nível de escolaridade**

Nível de escolaridade	Frequência	
	Absoluta	Relativa
Nível Médio	00	-
Nível Superior	32	68%
Especialização	13	28%
Mestrado	02	4%
Doutorado	00	-
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100%</b>

Fonte: Autora, 2007

A maioria dos entrevistados que possuem curso superior (47%) e especialização (46%), atribuiu pouca importância ao controle interno. Já os que possuem mestrado, apesar da pequena representatividade na amostra,

apresentaram opiniões bastante divergentes entre si, selecionando as opções quase nenhum e muita influência, conforme Tabela 8.

**Tabela 8 – Nível de escolaridade x influência do controle interno**

Nível de escolaridade	Nível de influência do controle interno									
	Nenhuma		Quase nenhuma		Pouca		Muita		Extrema	
Nível Médio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nível Superior	2	6%	1	3%	15	47%	8	25%	6	19%
Especialização	1	8%	2	15%	6	46%	3	23%	1	8%
Mestrado	-	-	1	50%	-	-	1	50%	-	-
Doutorado	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Autora, 2007

Com referência ao tempo de experiência dos entrevistados no exercício da função de análise de investimento, a maior parte (70%) possui até 5 anos de experiência, 15% possui entre 6 a 10 anos, 6% possui entre 11 a 15 anos e 9% possui mais de 15 anos, conforme apresentado na Tabela 9.

**Tabela 9 – Tempo de experiência**

Tempo de experiência	Frequência	
	Absoluta	Relativa
Até 5 anos	33	70%
De 6 até 10 anos	07	15%
De 11 até 15 anos	03	06%
Mais de 15 anos	04	09%
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100%</b>

Fonte: Autora, 2007

A maioria parte dos analistas com até 5 anos na função de análise (61%) concentrou sua opinião sobre o controle interno como de pouca influência no processo de análise de investimentos. Os que possuem entre 6 a 10 anos apresentaram opiniões diversas, distribuídas, quase que equitativamente, nas

opções quase nenhum, pouca e muita influência. Os analistas que possuem de 11 a 15 anos de experiência, apesar da pequena representatividade de amostra, foram bastante coerentes entre si, pois 100% classificaram o controle interno como de muito importância. Já os analistas como mais de 15 anos na função de análise, apresentaram opiniões bastante divergentes, como constata-se na Tabela 10.

**Tabela 10** – Tempo de experiência x influência do controle interno

Tempo de experiência	Nível de influência do controle interno									
	Nenhuma		Quase nenhuma		Pouca		Muita		Extrema	
Até 5 anos	2	6%	2	6%	20	61%	6	18%	3	9%
De 6 até 10 anos	-	-	2	29%	-	-	2	29%	3	43%
De 11 até 15 anos	-	-	-	-	-	-	3	100%	-	-
Mais de 15 anos	1	25%	-	-	1	25%	1	25%	1	25%

**Fonte:** Autora, 2007

Considerando que o tempo de experiência dos analistas na função de análise é um fator bastante relevante para o seu nível de conhecimento no mercado financeiro, esse resultado contradiz a expectativa de que aqueles que possuem menor conhecimento no mercado tenderiam a ser mais conservadores e buscariam maior segurança (LIMA, GALARDI e NEUBAUER, 2006) e, conseqüentemente, demonstrariam opiniões mais concentradas nas opções muita e extrema influência para o controle interno.

Quanto ao cargo que os entrevistados ocupam nas corretoras de valores mobiliários, considerando que o plano de carreira usualmente utilizado por essa classe inicia na faixa analista júnior, seguido por analista pleno, analista sênior e gerente, observou-se que 28% dos entrevistados pertencem à categoria júnior, 11% a pleno, 21% a sênior, 15% assumem cargo de gerência e 26% possuem cargos diferentes desses aqui relacionados, como observa-se Tabela 11.

Dentre os analistas que selecionaram a opção outro cargo, identificou-se a indicação da categoria supervisor ou coordenador. Verifica-se que, como o plano de cargos e a política de promoções são critérios que variam de acordo com a política interna de recursos humanos de cada corretora, esse item do questionário apresentou certa limitação na sua categorização.

Tabela 11 – Cargo

Cargo	Frequência	
	Absoluta	Relativa
Analista Júnior	13	28%
Analista Pleno	05	11%
Analista Sênior	10	21%
Gerente	07	15%
Outro	12	26%
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100%</b>

Fonte: Autora, 2007

Deslindando-se o nível de influência atribuído ao controle interno, constatou-se que os analistas juniores concentraram suas respostas entre as opções pouca (38%), muita (31%) e extrema importância (31%). Os analistas plenos apresentaram maior concisão em suas respostas, já que 100% escolheu a opção pouca influência. Os analistas seniores apresentaram opiniões bastante divergentes, concentrando-se, em sua maioria nas opções pouca (30%) e muita relevância (40%). Já os gerentes apresentaram opiniões mais condensadas, também concentrando-se nas opções pouco (57%) e muito relevante (43%), como se pode aferir na Tabela 12.

Tabela 12 – Cargo x influência do controle interno

Cargo	Nível de influência do controle interno									
	Nenhuma		Quase nenhuma		Pouca		Muita		Extrema	
Analista Júnior	-	-	-	-	5	38%	4	31%	4	31%
Analista Pleno	-	-	-	-	5	100%	-	-	-	-
Analista Sênior	1	10%	1	10%	3	30%	4	40%	1	10%
Gerente	-	-	-	-	4	57%	3	43%	-	-
Outro	2	17%	3	25%	4	33%	1	8%	2	17%

Fonte: Autora, 2007

## b) Características do investimento

As características de investimento, que compõem a segunda parte da seção A do questionário de pesquisa, buscam identificar, considerando uma situação hipotética de investimento, qual a visão do analista quanto ao objetivo dos investimentos com relação à segurança e horizonte tempo para retorno, sua postura e expectativa diante das oscilações de mercado e sua posição com relação ao risco de perda financeira.

Com referência ao objetivo do investimento, 70% dos entrevistados informaram que não precisam de retornos imediatos e que o investimento deve ser substancialmente crescente com o passar do tempo, 21% escolheram a opção de que o investimento deve gerar retorno imediato e também aumentar o valor com o passar do tempo e apenas 9% afirmaram que o foco do seu investimento é a segurança, não desejando correr o risco de perder o principal em qualquer momento, como estratificado na Tabela 13.

**Tabela 13 – Objetivos do investimento**

Objetivo do investimento	Frequência	
	Absoluta	Relativa
Segurança	04	9%
Retorno imediato	10	21%
Retorno crescente	33	70%
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100%</b>

**Fonte:** Autora, 2007

Quanto ao nível de relevância do controle interno na tomada de decisão para investimento, os analistas que buscam maior segurança, concentraram suas respostas, nas opções pouca (25%), muita (25%) e extrema influência (50%). Podendo-se assim concluir que 75% dos entrevistados que buscam investimentos mais seguros atribuem importância ao controle interno, o que era esperado, já que uma das funções do controle é fornecer segurança aos investidores de que as

informações financeiras são reais e de que planos organizacionais são cumpridos (COSO, 2006).

Os analistas que buscam retorno imediato centram suas respostas, principalmente, nas alternativas pouca (40%) e muita relevância (40%). Já os que buscam retorno crescente, tiveram suas opiniões bastante pulverizadas, mas com maior concentração (48%) na opção pouca relevância, como observado na Tabela 14.

**Tabela 14 – Objetivo do investimento x influência do controle interno**

Objetivo do investimento	Nível de influência do controle interno									
	Nenhuma		Quase nenhuma		Pouca		Muita		Extrema	
Segurança	-		-		1	25%	1	25%	2	50%
Retorno imediato	1	10%	-		4	40%	4	40%	1	10%
Retorno crescente	2	6%	4	12	16	48%	7	21%	4	12%

Fonte: Autora, 2007

A respeito da postura e expectativa diante das oscilações de mercado, isto é, nos momentos de altas, baixas e constância do mercado, constatou-se que 19% dos analistas entrevistados preferem minimizar as perdas nos momentos da baixa de mercado, mais do que a possibilidade de se sair bem nas altas de mercado, 47% dos entrevistados estão confortáveis com os retornos médios nos momentos de alta e baixa e 34% preferem maximizar as altas de mercado, mais do que a possibilidade de limitar as perdas aos momentos de baixa.

**Tabela 15 – Expectativa sobre performance nas oscilações do mercado**

Objetivo do investimento	Frequência	
	Absoluta	Relativa
Minimizar perdas	09	19
Retornos Médios	22	47
Maximizar altas	16	34
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100%</b>

Fonte: Autora, 2007

Nas opiniões quanto à relevância do controle interno observou-se maior concentração dos analistas que buscam minimizar perdas nas opções pouca (44%) ou muita influência (33%). Os que buscam retornos médios, apesar de ter opiniões desarmônicas, apresentaram maior concentração também no nível pouca (36%) e muita influência (36%). Já os que pretendem maximizar os seus retornos nos momentos de alta (56%), apresentam alta concentração no nível pouca importância. Como se afere na Tabela 16.

**Tabela 16** – Expectativa sobre performance x influência do controle interno

Expectativa sobre performance	Nível de influência do controle interno									
	Nenhuma		Quase nenhuma		Pouca		Muita		Extrema	
Minimizar perdas	-	-	01	11%	04	44%	03	33%	01	11%
Retornos médios	01	5%	02	9%	08	36%	08	36%	03	14%
Maximizar altas	02	13%	01	6%	09	56%	01	6%	03	19%

Fonte: Autora, 2007

Considerando a postura do analista diante da volatilidade do investimento, isto é, da relação risco *versus* retorno, 4% dos analistas entrevistados afirmaram que não querem perder dinheiro, mesmo que isso signifique retornos significativamente pequenos, 77% aceitam perdas ocasionais, desde que tenha crescimento do retorno com o passar do tempo e 19% aceitam o risco substancial de perda financeira para obter retorno significativamente alto, como se observa na Tabela 17.

**Tabela 17** – Postura diante da volatilidade do investimento

Objetivo do investimento	Frequência	
	Absoluta	Relativa
Não quer perder	02	4%
Aceita perda ocasional	36	77%
Aceita o risco substancial de perda	09	19%
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100%</b>

Fonte: Autora, 2007

Relacionando essa postura com a opinião sobre a informação do controle interno, caracterizou-se que todos os analistas que optaram por não perder dinheiro, mesmo que isso gere retornos mais baixos, reconheceram o controle como uma informação de extrema influência na análise do investimento. Para os que aceitaram perdas ocasionais, houve maior concentração (47%) na opção de pouca relevância para essa informação. Já os que aceitam riscos substanciais tiveram suas opiniões bastante segregadas, mas, ainda assim, demonstraram maior concentração também na opção de pouca relevância (44%), conforme Tabela 18.

Esse resultado parece condizente com a afirmativa dos autores Lima, Galardi e Neubauer (2006) de que os investidores mais conservadores, que não suportam a possibilidade de perdas financeiras, mesmo que isso os leve a retornos reduzidos, buscando mais segurança para os seus investimentos, o que é uma das funções atribuídas ao controle interno.

**Tabela 18 – Postura diante da volatilidade x relevância do controle interno**

Expectativa sobre performance	Nível de relevância do controle interno									
	Nenhuma		Quase nenhuma		Pouca		Muita		Extrema	
Não quer perder	-		-	-	-	-	-	-	02	100%
Aceita perda ocasional	01	3%	04	11%	17	47%	09	25%	05	14%
Aceita o risco substancial de perda	2	22%	-	-	4	44%	3	33%	-	-

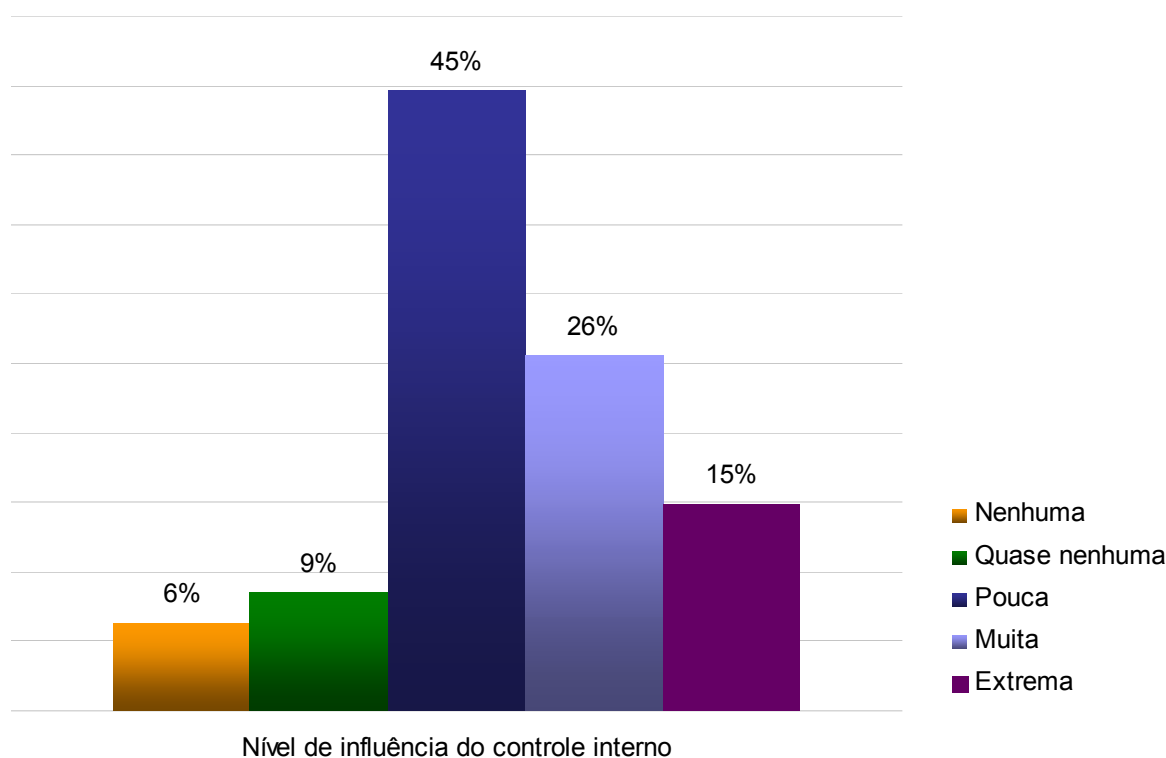
Fonte: Autora, 2007

### 5.1.2 Nível de relevância do controle interno

De modo geral, o nível de relevância atribuído ao controle interno no processo de decisão de investimento foi de pouca influência pela maioria dos entrevistados (45%). Entre os demais, 26% afirmaram que tem muito influência, 15% que têm extrema influência e 9% têm quase nenhuma influência e 6% afirmaram que o



controle interno não influencia de maneira nenhuma as suas decisões, como se pode inferir a partir da análise do Gráfico 3.



**Gráfico 3** – Nível de influência do controle interno

**Fonte:** Autora, 2007

Esse resultado parece ir de encontro ao pressuposto de que o controle interno é capaz de atrair os investidores por possibilitar a recuperação da credibilidade de mercado, uma vez que a maioria dos entrevistados considera essa informação como de pouca importância para suas decisões.

Analisando a Tabela 19, pôde-se concluir que as informações consideradas mais relevantes no processo de decisão para investimentos foram as relativas ao ambiente externo das organizações - incluindo variáveis econômicas, tecnológicas, políticas e sociais, às informações sobre o mercado em que a empresa atua - incluindo as previsões globais do mercado, sua demanda, sazonalidade e potencial de crescimento, carteira de clientes e concorrência, e as informações relativas à

rentabilidade da empresa - considerando a rentabilidade do negócio, taxa de retorno do investimento, entre outros indicadores financeiro, uma vez que 53% dos analistas indicaram a opção de extrema influência em suas decisões para o ambiente externo e o mercado e 45% para a rentabilidade.

Quanto à informação relativa às demonstrações contábeis e histórico e solidez da empresa, verificou-se que houve uma distribuição bastante equitativa entre muito relevante (40%) e extremamente relevante (38%).

Já para a informação relativa à governança corporativa, observou-se que 36% dos entrevistados, a atribuíram muita relevância a essa informação, no entanto as opções extrema relevância e pouca relevância tiveram o percentual de 28%, muito próximo daquele, o que demonstra que as opiniões com relação a governança não são muito harmônicas.

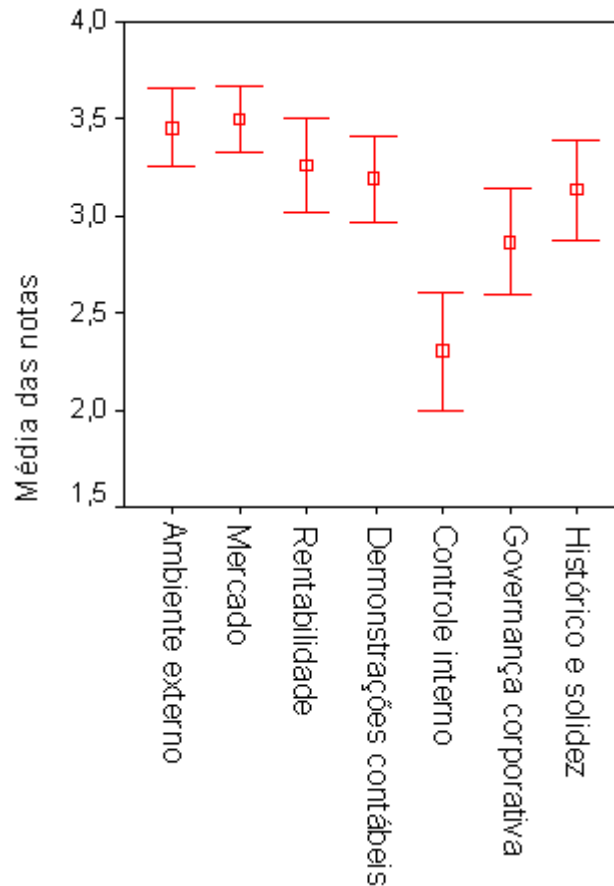
Comparando o nível de influência do controle interno com essas outras informações, utilizadas no processo de análise de investimento, observou-se que o controle interno teve a menor importância dentre elas, pois obteve o maior nível de concentração na opção pouca influência (45%), e teve o maior percentual (6%) para nenhuma influência e, ainda, teve o menor percentual (15%) para o nível de extrema influência, conforme se abstrai da Tabela 19.

**Tabela 19 – Nível de influência das informações**

<b>Informação</b>	<b>Nenhuma</b>	<b>Quase nenhuma</b>	<b>Pouca</b>	<b>Muita</b>	<b>Extrema</b>
Ambiente Externo	2%	-	9%	36%	53%
Mercado	-	2%	4%	40%	53%
Rentabilidade	-	2%	17%	36%	45%
Demonstrações Contábeis	2%	-	19%	40%	38%
Controle Interno	6%	9%	45%	26%	15%
Governança Corporativa	2%	6%	28%	36%	28%
Histórico e Solidez	-	4%	17%	40%	38%

**Fonte:** Autora, 2007

O mesmo pôde-se inferir ao analisar o Gráfico 4 que representa o intervalo de confiança das variáveis de informação, utilizados na análise de investimento, obtido através do *software* SPSS.



**Gráfico 4** – Intervalo de confiança variáveis de informação

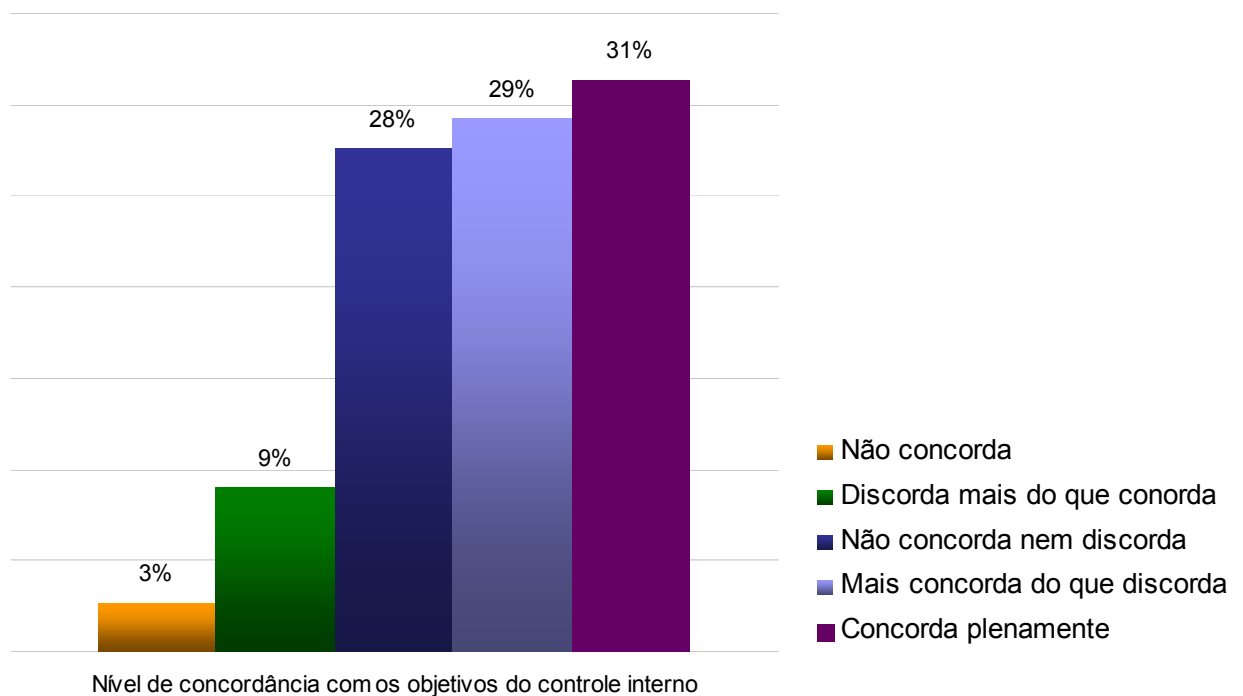
**Fonte:** Autora, 2007

### 5.1.3 Concordância com as funções e objetivos do controle interno

Apurando os dados obtidos na seção C do questionário de pesquisa, que busca identificar se os analisas concordam com as afirmações relativas às funções e aos objetivos do controle interno, desenvolvidas principalmente com base nas definições do COSO, constata-se, analisando a média das nas opções indicadas em cada uma das alternativas da escala *likert-5* proposta, que há uma concentração,

quase que uniforme, nas opções não concorda e nem discorda (28%), mais concorda do que discorda (29%) e concorda completamente (31%).

Assim sendo, pode-se concluir que 60% dos participantes concordam com as funções e objetivos do controle interno. e apenas 12% tenderam a discordar, como constata-se no Gráfico 5.



**Gráfico 5** – Concordância com as funções e objetivos do controle interno

**Fonte:** Autora, 2007

## 5.2. Análise da correlação entre as variáveis

As análises de correlação entre as variáveis foram definidas para responder a hipótese geral de pesquisa desse trabalho buscando identificar se a importância atribuída ao controle interno pode ser definida pelo perfil dos analistas de investimentos. Para sua consecução, foram realizados testes das hipóteses

confrontando as variáveis identificadas na seção A do questionário, que caracterizam o perfil do entrevistado, com o grau de influência atribuído às informações relativas ao controle interno no momento da tomada de decisão para investimentos, contidas na questão 14 da seção B do questionário.

Para as questões de pesquisa relacionadas na seção A (perfil) que apresentaram escala categórica de resposta foi realizado o teste de associação Qui-Quadrado e, para as que apresentaram escala nominal, foi realizado o teste de Spearman, como demonstrado no Quadro 4.

Questão	Variável (Perfil)	Tipo	Teste
01	Gênero	Categórica	Qui-Quadrado
02	Idade	Ordinal	Spearman
03	Formação acadêmica	Categórica	Qui-Quadrado
04	Nível de escolaridade	Ordinal	Spearman
05	Tempo de experiência	Ordinal	Spearman
06	Cargo	Ordinal	Spearman
07	Objetivo do investimento	Categórica	Qui-Quadrado
08	Postura diante das oscilações de mercado	Categórica	Qui-Quadrado
09	Postura diante da volatilidade do investimento	Categórica	Qui-Quadrado

**Quadro 4** – Testes de associação variáveis perfil x controle interno

**Fonte:** Autora, 2007.

Complementarmente, com o intuito de se obter maiores subsídios para fortalecer as conclusões dessa pesquisa, esses mesmos testes foram realizados para todas as demais variáveis de informações contidas na seção B, a fim de identificar se o perfil do analista está associado ao nível de relevância atribuído a alguma dessas informações utilizadas na análise de investimentos financeiros.

Também para complementar as análises e interpretações, verificou-se a relevância atribuída ao controle interno relaciona-se com as outras informações tradicionalmente utilizadas pelo mercado, tais quais: ambiente externo, mercado, rentabilidade, demonstrações contábeis, governança corporativa e histórico e solidez da organização, relacionadas no questionário de pesquisa em escala de respostas ordinais. Ou seja, esse teste busca identificar até que ponto a preocupação com

esses parâmetros induzem o analista a também se preocuparem com as informações relativas à estrutura de controle interno das companhias. Para a sua consecução foi realizado o teste não paramétrico de Spearman.

Em seguida, para comparar o grau de relevância do controle interno diante dos demais parâmetros, foi verificado se os analistas possuem o mesmo nível de preocupação para todas as variáveis de informações, através do teste estatístico de Friedman e, havendo rejeição de sua hipótese, indicando que há pares de médias diferentes, o teste de postos de sinais de Wilcoxon, pareando cada um das variáveis, localiza quais são as diferenças, agregando maior precisão à análise.

### **5.2.1 Associação entre perfil e controle interno**

De acordo com o modelo operacional apresentado no capítulo 4 na Figura 5 e no Quadro 2, o perfil dos analistas de investimento foi segregado em características pessoais e características de investimento. Assim sendo, os testes de associação foram realizados individualmente com cada uma das variáveis contidas nesses grupos.

#### **a) Características pessoais**

Para testar se existe associação entre as variáveis das características pessoais dos analistas e o nível de importância atribuído ao controle interno foi utilizado o teste Qui-quadrado (variáveis categóricas) e o teste de Spearman (variáveis ordinais), com as seguintes hipóteses estatísticas:

*Hipótese nula:* o grau de relevância atribuído ao controle interno independe das características pessoais dos analistas de investimento

*Hipótese alternativa:* o grau de relevância atribuído ao controle interno depende das características pessoais dos analistas de investimento

O nível de significância considerado foi de 5% e os coeficientes e os valores de significância (p-value) obtidos através do SPSS estão relacionados na Tabela 20.

**Tabela 20** – Correlação características pessoais x controle interno

Característica pessoal x Controle interno	Teste Qui-Quadrado		Teste de Spearman		Análise
	Pearson Chi-Square	Signif. bilateral	Spearman's rho	Signif. bilateral	
Gênero	0,885	0,927	-	-	*
Idade	-	-	-0,004	0,981	*
Formação Acadêmica	13,460	0,337	-	-	*
Tempo Experiência	-	-	0,243	0,099	***
Nível Escolaridade	-	-	-1,183	0,217	*
Cargo	-	-	-0,320	0,028	**

\* Não é significativo

\*\* Significativo ao nível de 0,05

\*\*\* Significativo ao nível de 0,10

Fonte: Autora, 2007

Apenas para a variável cargo identificou-se um valor crítico (2,8%) inferior ao nível de risco pré-definido de 5%, fornecendo indícios suficientes para rejeição da hipótese nula, podendo afirmar que o grau de relevância atribuído ao controle interno depende do cargo que o analista ocupa na corretora de valores mobiliários.

Destaca-se que, para essa dependência, o coeficiente de Spearman foi de -0,320, demonstrando que a correlação existente é negativa, ou seja, quanto mais alto o nível do cargo menor importância tem as informações sobre controle interno.

Vale a ressalva, como já tratado anteriormente, que essa variável apresenta certas limitações, tendo em vista que a sua definição depende de políticas internas de recursos humanos de cada corretora, não havendo um padrão previamente definido.

Para todas as demais características, os níveis críticos de significância excederam o nível de risco pré-definido de 5%, portanto, a amostra em análise não apresenta evidências comprobatórias que permitam a rejeição da hipótese nula e, assim sendo, nada se pode afirmar com relação a associação entre essas variáveis e ao nível de influência atribuída à estrutura de controle interno das companhias na análise de investimentos.

A variável tempo de experiência, apesar de rejeitada ao nível de 5%, percentual de confiança definido para essa pesquisa, mostrou-se significativa a 10%, possibilitando a rejeição da hipótese nula em prol da hipótese alternativa e, nessa situação, afirmar que há associação positiva entre o tempo de experiência e o nível de relevância atribuído à variável controle interno.

#### **b) Características de investimento**

Para testar se existe associação entre as variáveis categóricas relacionadas às características esperadas pelos entrevistados para os seus investimentos e o nível de influência atribuído ao controle interno foi utilizado o teste de Qui-Quadrado, com as seguintes hipóteses estatísticas:

*Hipótese nula:* o grau de relevância atribuído ao controle interno independe das características de investimentos esperadas pelos analistas de investimento

*Hipótese alternativa:* o grau de relevância atribuído ao controle interno depende das características de investimentos esperadas pelos analistas de investimento

O nível de significância considerado foi de 5% e os coeficientes e os valores críticos de significância (*p-value*) obtidos através do SPSS estão relacionados na Tabela 21.



**Tabela 21** – Correlação características do investimento x controle interno

Característica investimento x Controle interno	Teste Qui-Quadrado		Análise
	Pearson Chi-Square	Significância (bilateral)	
Objetivo do investimento	7,368	0,498	*
Postura diante das oscilações de mercado	6,450	0,597	*
Postura diante da volatilidade do investimento	18,387	0,019	**

\* Não é significativo

\*\* Significativo a um nível de 0,05

Fonte: Autora, 2007

O nível crítico de significância apresentado pelas variáveis objetivo do investimento e postura diante das oscilações do mercado excede o nível de risco de 5%, não fornecendo evidências confirmatórias que possibilitem a rejeição da hipótese nula, ou seja, as evidências amostrais não permitem que se possa afirmar que a busca por segurança absoluta, retorno imediato ou retorno substancialmente crescente sem necessidade de geração de retorno imediato, não está relacionada com o nível de influência atribuído ao controle interno.

Já o nível crítico de 1,9% apresentado pela variável volatilidade permite rejeitar a hipótese nula, aceitando a hipótese alternativa, concluindo, com 95% de segurança, que a amostra fornece evidências confirmatórias de que a expectativa dos analistas com relação à volatilidade (retorno do investimento com relação ao risco de perda financeira) está associada ao nível de influência atribuído às informações relativas à estrutura de controle interno da organização, no seu processo de tomada de decisão para investimentos.

Com esses resultados, a hipótese geral desse trabalho, de que a influência do controle interno nas decisões de investimentos no mercado de capitais dependem do perfil do analista de investimento, só poderia ser considerada verdadeira para a variável cargo, com um nível de significância de 2,8%, e para a variável postura diante da volatilidade, com um nível de significância de 1,9%. Para toda as demais características contempladas por essa pesquisa, a amostra pesquisada não forneceu evidências que pudessem levar conclusões a respeito de possível dependência essas características e a importância das informações sobre controle interno.

### 5.2.2 Testes complementares

A fim de obter subsídios adicionais para a análise e interpretação dos resultados identificados nesse trabalho foram realizados testes adicionais de associação e contraste de média, que não foram considerados na hipótese geral.

#### a) Correlação entre o perfil e as demais informações

Os mesmos testes de correlação (Qui-Quadrado e Spearman) realizados para a variável controle interno e perfil foram executados também para todas as demais informações utilizadas no processo de análise de investimento, contidas no questionário, e foi identificado que a hipótese nula de independência pôde ser rejeitada, com um nível de significância de apenas 1%, para as seguintes associações: demonstrações financeiras e cargo (coeficiente  $\rho$  de Spearman de  $-0,370$ ); governança corporativa e idade (coeficiente  $\rho$  de Spearman de  $+0,423$ ) e governança e tempo de experiência (coeficiente  $\rho$  de Spearman de  $+0,461$ ). Esses achados foram apresentados no Apêndice C.

Em outras palavras, com esses resultados pode-se afirmar que quanto mais alto o cargo ocupado pelos analistas menor importância é atribuída às demonstrações contábeis. Como apresentado anteriormente, o mesmo resultado foi obtido para a variável controle interno.

Para a variável governança corporativa, quanto mais velho é o analista e quanto mais tempo de experiência na função de análise ele possui, maior a influência dessas informações.

## b) Associação entre controle interno e as demais informações

O teste de correlação Spearman foi realizado também entre o controle interno e as demais informações - a citar: informações globais sobre ambiente externo, mercado em que a organização atua, rentabilidade e outros indicadores financeiros, demonstrações contábeis, nível BOVESPA de governança corporativa e o histórico e solidez no mercado - a fim de se verificar a relevância atribuída ao controle interno está associada ao nível de preocupação atribuída aos outros parâmetros de informações tradicionalmente utilizados pelo mercado.

Os coeficientes e valores críticos de significância obtidos para esse teste, obtidos no SPSS, apresentam-se na Tabela 22.

**Tabela 22** – Correlação relevância controle interno x demais informações

Variável	Teste Spearman		Análise
	Spearman's rho	Significância (bilateral)	
Controle Interno x Ambiente Externo	0,043	0,778	*
Controle Interno x Mercado	0,159	0,291	*
Controle Interno x Rentabilidade	0,218	0,146	*
Controle Interno x Demonstrações Financeiras	0,385	0,008	**
Controle Interno x Governança Corporativa	0,318	0,031	***
Controle Interno x Histórico e Solidez	0,118	0,437	*

\* Não é significativo

\*\* Significativo a um nível de 0,01

\*\*\* Significativo a um nível de 0,05

**Fonte:** Autora, 2007

Com um nível de significância de 5%, os resultados apresentados nesse teste demonstram que o nível crítico das variáveis ambiente externo, mercado, rentabilidade e histórico e solidez excederam o nível de significância de 5%, não fornecendo indícios suficientes para afirmar que o grau de influência atribuído às informações relativas a estrutura de controle interno das organizações independem do nível de preocupação dos analistas como as já citadas variáveis.

Com relação a variável governança corporativa, que apresentou um nível crítico de 3,1%, com uma segurança de 95%, pôde-se concluir que há correlação positiva dessa variável com o controle interno.

Da mesma forma, para a variável demonstrações financeiras, que apresentou um valor crítico de 0,8%, pôde-se afirmar que há correlação positiva entre essa variável e o controle interno.

Esse resultado apresenta-se bastante coeso quando se considera o objetivo do controle interno de garantir que as informações contidas nos registros e peças contábeis são fidedignas e o a finalidade da governança corporativa de proteger os acionistas através da adoção de práticas de transparência, prestação de contas e equidade pela companhia, propiciando a sua monitoração pelos diferentes agentes que nela possuem interesse.

### c) Contraste de médias entre controle interno e demais informações

O teste de contraste de média foi utilizado para identificar se esse nível de importância atribuído para o controle interno e todas as demais informações é o mesmo. Para sua consecução, utilizou-se o teste de contraste de média de Friedman, que permite confrontar as médias de  $k$  variáveis, cujos resultados foram apresentados na Tabela 23.

**Tabela 23** – Teste Friedman: controle interno x demais informações

Contraste de médias	Teste Friedman		Análise
	Coefficiente Chi-Square	Significância Assintótica	
Controle interno x demais informações	61,793	0,000	*

\* Significativo a um nível de 0,01

Fonte: Autora, 2007

Esse teste apresentou um nível crítico de 0,001, demonstrando, com um nível de segurança de 99%, que há pelo menos um par de diferenças entre o nível de relevância atribuído ao controle interno e as demais informações.

Diante dessa constatação foi realizado o teste de postos com sinal de Wilcoxon, que possibilita o contraste de média entre 2 variáveis, pareando cada uma das variáveis com o controle interno, a fim de identificar qual apresentava divergência.

A partir dos coeficientes e médias dos postos identificados nesse teste, relacionados nas Tabela 24 e Tabela 25, observou-se que os valores críticos de significância foram inferiores ao nível de apenas 1%, podendo-se concluir, com 99% de certeza, que o nível de importância atribuído ao controle interno é estatisticamente diferente de cada uma das demais informações utilizadas no processo de análise de investimento e, como a sua mediana foi sempre inferior à das demais, o nível de influência do controle interno foi sempre inferior ao atribuído as demais informações.

**Tabela 24 – Teste Wilcoxon: controle interno x demais informações**

Variáveis	Teste Wilcoxon		Análise
	Coeficiente	Significância (bilateral)	
Controle Interno x Ambiente Externo	-4,652	0,000	*
Controle Interno x Mercado	-5,054	0,000	*
Controle Interno x Rentabilidade	-4,233	0,000	*
Controle Interno x Demonstrações Contábeis	-4,529	0,000	*
Controle Interno x Governança Corporativa	-3,016	0,003	*
Controle Interno x Histórico e Solidez	-3,783	0,000	*

\* Significativo a um nível de 0,01.

Fonte: Autora, 2007

**Tabela 25 – Teste Wilcoxon: tabela ranking média**

Variáveis	Média dos postos	
	Postos negativos	Postos positivos
Controle Interno x Ambiente Externo	20,10 <sup>a</sup>	14,38 <sup>b</sup>
Controle Interno x Mercado	19,03 <sup>c</sup>	9,50 <sup>d</sup>
Controle Interno x Rentabilidade	17,66 <sup>e</sup>	12,25 <sup>f</sup>
Controle Interno x Demonstrações Contábeis	15,93 <sup>g</sup>	9,50 <sup>h</sup>
Controle Interno x Governança Corporativa	16,00 <sup>i</sup>	11,86 <sup>j</sup>
Controle Interno x histórico e Solidez	19,50 <sup>k</sup>	14,36 <sup>l</sup>

<sup>a</sup> Mediana de controle interno < ambiente externo

<sup>b</sup> Mediana de controle interno > ambiente externo

<sup>c</sup> Mediana de controle interno < mercado

<sup>d</sup> Mediana de controle interno > mercado

<sup>e</sup> Mediana de controle interno < rentabilidade

<sup>f</sup> Mediana de controle interno > rentabilidade

<sup>g</sup> Mediana de controle interno < demonstrações contábeis

<sup>h</sup> Mediana de controle interno > demonstrações contábeis

<sup>i</sup> Mediana de controle interno < governança corporativa

<sup>j</sup> Mediana de controle interno > governança corporativa

<sup>k</sup> Mediana de controle interno < histórico e solidez

<sup>l</sup> Mediana de controle interno > histórico e solidez

**Fonte:** Autora, 2007

Esse resultado, associado ao anteriormente identificado na estatística descritiva no tópico 5.1.3, de que o controle interno é uma informação a qual se atribuiu menos grau de importância dentre as demais variáveis de informação analisadas, pode-se concluir que, efetivamente, o controle interno tem menor influência na tomada de decisão dos analistas de investimento.

## 6 CONCLUSÕES

Este estudo objetivou identificar se a influência das informações relativas à estrutura de controle interno das organizações na tomada de decisão para realização de investimentos no mercado de capitais está relacionada com o perfil do investidor, nesse trabalho, substituído pelo analista de mercado de capitais, já que esse profissional realiza recomendações de investimentos para os investidores.

O perfil dos analistas foi aqui concebido como o conjunto de características pessoais relativas ao gênero, idade, formação acadêmica, nível de escolaridade, tempo de experiência na função, cargo que ocupa e as características do investimento no mercado de capitais relacionadas aos objetivos quanto a segurança e horizonte de tempo para retorno, postura diante das oscilações do mercado e expectativa quanto a volatilidade dos investimentos.

Para consecução do objetivo de pesquisa, foi realizada pesquisa bibliográfica para conhecimento do que já foi abordado sobre o tema e construção dos modelos operacionais para pesquisa e pesquisa empírica através da aplicação de questionário com 47 analistas de mercado de capitais.

As conclusões abstraídas dessa pesquisa apresentam limitações, tal qual a reduzida quantidade de entrevistados. Os achados seriam consideravelmente mais seguros, se o tamanho da amostra fosse maior.

O tratamento estatístico não paramétrico utilizado é o mais indicado para as ciências do comportamento, mas pode apresentar limitações por tender a perder informações e por serem menos discriminatórios, havendo maior probabilidade de aceitar a hipótese nula quando ela é falsa (STEVENSON, 2001).

Uma outra limitação apresentada foi para a variável cargo que o analista ocupa na corretora de valores, apresenta limitações já que as mudanças de categorias dependem de políticas internas de recursos humanos de cada uma das corretoras, não existindo meios para categorizá-la com precisão.

Com base na análise dos dados obtidos através desses questionários, a análise descritiva dos testes de hipóteses realizados indicaram que:

- Considerando as características pessoais dos analistas, identificou-se que com um nível de significância de 5%, apenas para a variável cargo, pode ser afirmado que existe associação negativa. Para todas as demais características pessoais, a amostra estudada não permitiu que fossem auferidas conclusões sobre existência de correlação entre as variáveis. Ou seja, o grau de relevância do controle interno depende do cargo ocupado pela analista e quanto maior o cargo menor a relevância dessa informação.
- Considerando as características de investimento, identificou-se que apenas a variável postura diante da volatilidade dos investimentos está associada ao nível de influência do controle interno no processo de tomada de decisão, o que pôde ser afirmado com um nível de segurança de 98%. As demais características não forneceram subsídios suficientes que permitisse aferir conclusões a respeito da existência de associação entre as variáveis testadas.
- De modo geral, foi atribuída pouca importância ao controle interno e demonstrado que essa informação é a mais negligenciada quando comparada as demais informações utilizadas no processo de análise dos investimentos, para as quais também não foi identificada associação dessas com aquelas;

Esses resultados demonstram que o controle interno pouco influencia na tomada de decisão do investidor. Talvez essa percepção decorra do fato de que o controle interno está muito mais para um elemento interno da organização, relacionado a maneira com ela é gerenciada, como afirmado pelos autores Roehl-Anderson e Bragg (2000), que visa garantir o alcance dos objetivos organizacionais e fornecer confiabilidade as informações divulgadas, essas sim, informações consideradas relevantes para o mercado.

Como sugestão para futuras pesquisas propõe-se a expansão do tamanho da amostra e que ela seja escolhida de forma aleatória, bem como a expansão do



número de variáveis que compõem o perfil dos analistas, como por exemplo segregando-os em moderado, agressivo ou conservado, e as variáveis que descrevem as informações utilizadas no processo de análise de investimentos.

Também seria relevante a aplicação da presente pesquisa em outros mercados de capitais, principalmente em países mais desenvolvidos, a fim de gerar resultados que permitam a comparação com a presente pesquisa.

## REFERÊNCIAS

ABTN. Associação Brasileira de Normas Técnicas. **NBR 6023: Informações e documentações – Referências – Elaboração** Rio de Janeiro, 2002.

\_\_\_\_\_. **NBR 6027: Informações e documentações – Sumário – Apresentação.** Rio de Janeiro, 2003

\_\_\_\_\_. **NBR 6028: Informações e documentações – Resumos – Apresentação.** Rio de Janeiro, 2003.

\_\_\_\_\_. **NBR 10520: Informações e documentações – Citações em documentos – Apresentação.** Rio de Janeiro, 2002.

\_\_\_\_\_. **NBR 14724: Informações e documentações – Trabalhos acadêmicos – Apresentação.** Rio de Janeiro, 2002.

\_\_\_\_\_.

ANTUNES, Jerônimo. **Contribuição ao estudo da avaliação de risco e controle interno na auditoria das demonstrações contábeis no Brasil.** Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: FEA/USP, 1998.

ALMEIDA, Marcelo Cavalcanti. **Auditoria: um curso moderno e completo.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

ANTHONY, Robert N.; GOVINDARAJAN, Vijay. **Sistemas de controle gerencial.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ATKINSON, Anthony A. *et al.* **Contabilidade Gerencial**. 1. ed. São Paulo: Atlas. 2000.

ATTIE, William. **Auditoria: conceitos e aplicações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1998. BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 e alterações posteriores. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/LEIS/L4595.htm>>. Acesso em: 27 out. 2006.

BACEN, Banco Central do Brasil. Resolução nº 2.804, de 21 de dezembro de 2000. Dispõe sobre controles do risco de liquidez. Disponível em: <<http://www5.bcb.gov.br/normativos/detalhamentocorreio.asp?N=100245154&C=2804&ASS=RESOLUCAO+2.804>>. Acesso em: 02 out. 2006.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Fundamentos de investimentos**, 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BOFF, Luiz Henrique. **Processo Cognitivo de trabalho de conhecimento: um estudo exploratório sobre o uso da informação no ambiente de análise de investimentos**. 218f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre: UFRGS, 2000. Disponível em: <[http://volpi.ea.ufrgs.br/teses\\_e\\_dissertacoes/td/000905.pdf](http://volpi.ea.ufrgs.br/teses_e_dissertacoes/td/000905.pdf)>. Acesso em: 15 jun. 2006.

BOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)>. Acesso em: 15 jun. 2006. (2006a).

\_\_\_\_\_. **Mercado de Capitais: introdução**. São Paulo: BOVESPA, 1999. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/merccap.pdf>>. Acesso em: 18 out. 2006.

\_\_\_\_\_. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta**. São Paulo: BOVESPA, [2006?]. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf>>. Acesso em: 18 out. 2006. (2006b).

\_\_\_\_\_. **Relatório anual bovespa 2005**. São Paulo: BOVESPA, 2005. Disponível em <[http://www.bovespa.com.br/PDF/RA\\_VersaoCompleta.pdf](http://www.bovespa.com.br/PDF/RA_VersaoCompleta.pdf)>. Acesso em: 16 nov. 2006.

BOYNTON, William C; JOHNSON, Raymond N.; KELL, Walterl G. **Auditoria**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

CICA. CHARTERED ACCOUNTANT OF CANADA. Disponível em: <<http://www.cica.ca>>. Acesso em 15 jun. 2006.

CHIAVENATO, Idalberto Araújo Sapiro. **Planejamento estratégico**. 5. reimp. Rio de Janeiro: Elviesier, 2003.

CHOI, Frederick D.S.; FROST, Carol Am; MEEK, Gary K. **International Accounting**. 3.ed. Prentice Hall: Upper Saddle River, N.J., 1999.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Princípios fundamentais e normas brasileiras de contabilidade de auditoria e perícia**. 2. ed. CFC: Brasília, 2005.

CREPALDI, Silvo Aparecido. **Contabilidade gerencial: teoria e prática**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

COSO.THE COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION. Disponível em: <<http://www.coso.org>>. Acesso em: 11 ago.2005.

\_\_\_\_\_. **Integrated Framework – Executive Summary**. COSO, 2002. Disponível em: <[http://www.coso.org/publications/executive\\_summary\\_integrated\\_framework.htm](http://www.coso.org/publications/executive_summary_integrated_framework.htm)>. Acesso em: 18 ago. 2006.

\_\_\_\_\_. **Enterprise Risk Management – Integrated Framework – Executive Summary**. COSO, 2002. Disponível em: <[http://www.coso.org/Publications/ERM/COSO\\_ERM\\_ExecutiveSummary.pdf](http://www.coso.org/Publications/ERM/COSO_ERM_ExecutiveSummary.pdf)>. Acesso em: 11 ago. 2006.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[www.cvm.org.br](http://www.cvm.org.br)>. Acesso em: 10 set. 2006.

\_\_\_\_\_. **Relatório de Gestão 2005**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/relgest/RelGest2005.pdf>>. Acesso em: 27 dez. 2006.

\_\_\_\_\_. Resolução nº 388, de 30 de abril de 2003. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e estabelece condições para o seu exercício. CVM: Rio de Janeiro, 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst388.htm>> Acesso em: 05 out. 2006.

\_\_\_\_\_. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. CVM: Rio de Janeiro, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 06 nov. 2006.

DONALDSON, William H. **U.S. capital markets in the post-sarbanes-oxley world: Why our market should matter to foreign issuers?** Discurso do *chairman* da SEC. Londres, 2005. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/spch012505whd.htm>>. Acesso em: 19 mai. 2006.

DELOITTE TOUSCHE TOHMATSU. **Lei Sarbanes-Oxley: guia para melhorar a governança corporativa através de eficazes controles internos**. Deloitte: São Paulo, 2003. Disponível em: <[http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/guia\\_sarbanes\\_oxley%281%29.pdf](http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/guia_sarbanes_oxley%281%29.pdf)>. Acesso em: 25 jan. 2005.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Sarbanes Oxley Act of 2002. To protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosure made pursuant to the securities laws, and for other purposes. Disponível em: <<http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/hdocs/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf>>. Acesso em: 10 ago. 2005.

FARHI, Maryse; CITRA, Marcos Antônio Macedo. **O crash de 2002: da “exuberância irracional” à “ganância infecciosa”**. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 23, nº 1 (89), p. 39-61, Jan-Mar 2003. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/89-3.pdf>>. Acesso em: 27 dez. 2006.

FONSECA, Jairo Simon da e MARTINS, Gilberto de Andrade. **Curso de estatística**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 1996.

GALLAGHER, Lilian. **Como aumentar o seu patrimônio: tudo o que você sempre quis saber sobre investimentos...** 1. ed. Rio de Janeiro:Campos, 2004. Disponível em:

<[http://www.google.com.br/books?vid=ISBN8535214887&id=sydzT7r9zXUC&pg=PA64&lpg=PA64&ots=fCuppbak&dq=an%C3%A1lise+fundamentalista&sig=85sm\\_z4nb6wlbA6d07MsbKklec-PPA77,M1](http://www.google.com.br/books?vid=ISBN8535214887&id=sydzT7r9zXUC&pg=PA64&lpg=PA64&ots=fCuppbak&dq=an%C3%A1lise+fundamentalista&sig=85sm_z4nb6wlbA6d07MsbKklec-PPA77,M1)>. Acesso em: 12 jan. 2007.

HEIER, Jan R.; DUGAN, Michael T.; SAYERS, David L. **Sarbanes-Oxley and the culmination of internal control development: a study of reactive evolution.** American Accounting Association: Mid-Atlantic Region Meeting Paper, 2004. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=488783](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=488783)>. Acesso em: 10 jul. 2006.

HILLBRECHT, Ronald. **Economia monetária.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 1999. ICAEW. THE INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND & WALES. Disponível em: <<http://www.icaew.org.uk>>. Acesso em: 15 jun. 2006.

\_\_\_\_\_. **Internal Control: Guidance for directors on the combine code.** ICAEW, Londres, 1999. Disponível em: <<http://www.icaew.co.uk/index.cfm?route=120907>>. Acesso em: 27 jun. 2007.

IICA. THE INSTITUTE OF INTERNAL CONTROL OF AUSTRALIAN. Disponível em: <http://www.iaa.org.au>. Acesso em: 15 jun. 2006

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** 3ª versão. IBGC: São Paulo, 2004. Disponível em: <[http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/CodigoIBGC\\_3o\\_versao.pdf](http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/CodigoIBGC_3o_versao.pdf)>. Acesso em: 06 nov. 2006.

LIMA, Siqueira Iran; GALARDI, Ney; NEUBAUER, Ingrid. **Fundamentos dos Investimentos Financeiros.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

LIMA, Wellington de Pontos Lima. **Controle Interno e Risco de Auditoria – influência na extensão dos testes substantivos em Auditoria das Demonstrações Contábeis.** Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

LOEBBECKE, James K.; ARENS, Alvin A. **Auditing: an Integrated Approach**. 5th ed. Prentice Hall, New York, 1991.

LOPES, Jorge *et al.* **O fazer do trabalho científico em ciências sociais aplicadas**. 1. ed. Recife: Ed. Universitária da UFPE, 2006.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanço: abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado financeiro e de capitais**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MINTZBERG, Henry. **Criando organizações eficazes: estrutura em cinco configurações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MOSIMANN, Clara Pellegrinello; FISCH, Sílvio. **Controladoria: seu papel da administração de empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

NEW YORK STOCK EXCHANGE. Disponível em: <[www.nyse.com](http://www.nyse.com)>. Acesso em: 27 dez. 2006.

OLIVEIRA, Luís Martins de; PEREZ JR, José Hernandez; SILVA, Carlos Alberto dos Santos. **Controladoria Estratégica**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

OLIVEIRA, Luís Martins de. **Contribuição ao estudo da auditoria operacional em empresas que praticam a filosofia da excelência empresarial**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 1994.

PENHA, José Carlos. **Estudo de caso sobre a percepção do corpo diretivo de uma multinacional oriental quanto à implementação dos requisitos da lei Sarbanes-Oxley**. Dissertação (Mestrado Contabilidade e Controladoria) - Centro Universitário Álvares Penteado (UNIFECAP), São Paulo, 2005.

PORTON, Rosimere Alves de Bona e BEUREN, Ilse Maria. **Formulação de Hipóteses e Caracterização de Variáveis em Pesquisa Contábil**. In: LONGARAY, André Andrade; RAUPP, Fabiano Maury; SOUSA, Marco Aurélio Batista de Sousa; COLAUTO, Romualdo Douglas; PORTON, Rosimere Alves de Bona; BEUREN, Ilse Maria (Org). Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2004.

QUINTEIRO, Gustavo do Lago. **A Influência das Informações Contábeis na Mobilidade de Capitais Internacionais: estudo empírico comparativo em amostra de 22 países**. 2005. 211f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Unb, UFPB, UFPE, UFRN. Brasília, 2005. Disponível em: <[http://www.unb.br/cca/pos-graduacao/mestrado/mest\\_dissert\\_070a075.htm](http://www.unb.br/cca/pos-graduacao/mestrado/mest_dissert_070a075.htm)>. Acesso em: 15 nov. 2006.

RIBEIRO, Marcelo Vieira. **Analista de investimentos: aspectos econômicos e regulatórios**. 2005. 51f. Monografia – Universidade Federal do Rio de Janeiro Instituto de Economia. Disponível em: <[http://ftp.cvm.gov.br/port/public/publ/ie\\_ufri\\_cvm/Marcelo\\_Vieira\\_Ribeiro.pdf](http://ftp.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufri_cvm/Marcelo_Vieira_Ribeiro.pdf)>. Acesso em: 11 nov. 2006.

ROCCA, Carlos A. **Mercado de capitais eficiente: condições para o crescimento sustentado**. XVI Fórum Nacional Economia do Conhecimento Crescimento Social e Inclusão Digital. Rio de Janeiro, 2004. Disponível em: <<http://www.inae.org.br/publi/ep/EP0067.pdf>>. Acesso em 15 set. 2006.

ROEHL-ANDERSON, Janice M.; BRAGG, Steven M. **The Controller's Function: the work of the managerial account**. 2. nd. ed. New York: John Wiley & Sons, 2000.

RUDGE, Luiz Fernando e CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de Capitais**. 1. ed. Belo Horizonte: CNBV, 1993.

SANTOS, José Evaristo dos. **Mercado financeiro brasileiro: instituições e instrumentos**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SIEGEL, Sidney e CASTELLAN JR, N John. **Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento**. Tradução: Dirceu da Silva. 2.ed. Porto Alegre: Bookman Companhia ed, 2006.



SILVA, Antônio Carlos Ribeiro de. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade: orientação de estudos, projetos, relatórios, monografias, dissertações e teses.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração.** Tradução: Alfredo Alves de Farias. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 2001.

TOSCANO JÚNIOR, Luis Carlos. **Guia de referência para o mercado financeiro.** 1. ed. São Paulo: Sebrae, 2004.

VIEIRA, Sônia. **Bioestatística: tópicos avançados.** 2.ed. São Paulo: Campus, 2004.

VIDAL, Sérgio. **Auditoria de processos: teoria, aplicabilidade, metodologia de trabalho e resultados alcançados.** 1. ed. Rio de Janeiro: Impetus, 2004.

WHITTINGTON, Ray e PANY, Kurt. **Principals of auditing.** 11. th ed. Boston: Irwin, 1995.

WILSON, J.D.; ROEHL-ANDERSON, Janice M e BRAGG, Steven M. **Controllership: the work of managerial account.** New York: John Wiley & Sons.1999.

## APÊNDICE A – Carta de apresentação

Prezado,

Sou aluna do Mestrado em Ciências Contábeis, do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFPE/UFRN, e gostaria de solicitar a sua colaboração para conduzir minha pesquisa, intitulada: “CONTROLE INTERNO: um estudo sobre a sua relevância na tomada de decisão do investidor para aquisição de ações no mercado acionário brasileiro”, desenvolvida sob a orientação do professor Dr. Jeronimo Libonati, e que objetiva cumprir as exigências para obtenção do título de mestre no referido programa.

Na referida pesquisa, busco identificar qual a **percepção pessoal** dos analistas de investimentos mobiliários a respeito da estrutura de controle interno da empresas, uma vez que há uma demanda legal crescente relacionada a este item (a exemplo cito a lei americana Sarbanes Oxley), com uma reação à perda de credibilidade resultante dos diversos escândalos contábeis que temos presenciado.

Dirijo-me, respeitosamente, a Vossa Senhoria, com o intuito de solicitar sua colaboração, respondendo ao questionário em anexo. Sua participação é muito valiosa como fundamento deste estudo com pesquisa empírica.

O referido questionário é composto por 23 perguntas e, destaco, busca captar a **percepção pessoal dos analistas** sobre o sistema de controle interno das empresas avaliadas, **não requerendo informações da corretora a que está vinculado**. O tempo estimado para resposta é de aproximadamente 05 minutos.

É meu compromisso garantir que suas respostas ao questionário somente serão apresentadas de forma agregada, através de tratamento estatístico coletivo, no qual os dados obtidos não serão destacados individual ou nominalmente, assegurando, portanto, tratamento **confidencial** aos respondentes.

Informo ainda, que após a conclusão da pesquisa, seus resultados estarão disponíveis nas Universidades Federais de Brasília, Paraíba, Pernambuco e Rio Grande do Norte, bem como no site do programa de mestrado ([http://www.unb.br/cca/pos-graduacao/mestrado/mest\\_dissertacao.htm](http://www.unb.br/cca/pos-graduacao/mestrado/mest_dissertacao.htm)), através da Dissertação.

Certa de contar com a sua atenção e compreensão no tocante ao exposto acima, antecipo meus sinceros agradecimentos e coloca-me à sua inteira disposição para eventuais esclarecimentos sobre a pesquisa, através do telefone (0xx81) 8726 1478 ou através deste endereço de e-mail ([jgt\\_mestrado@yahoo.com.br](mailto:jgt_mestrado@yahoo.com.br)).

Cordialmente,

Juliane Tenório

## APÊNDICE B – Questionário de pesquisa

O presente questionário visa avaliar a percepção pessoal do analista de investimento com relação à estrutura de controle interno das organizações, não envolvendo informações da corretora a que está vinculado. É composto por 3 seções e para respondê-lo gastará em média 05 minutos.

### **Seção A**

Favor selecionar apenas uma opção dentre as alternativas apresentadas abaixo:

1. Qual o seu sexo?

- a) Feminino
- b) Masculino

2. Qual a sua idade?

- a) Até 25 anos
- b) Entre 26 a 35 anos
- c) Entre 36 a 45 anos
- d) Mais de 45 anos

3. Qual a sua formação acadêmica?

- a) Economia
- b) Administração (incluindo área de mercado de capitais)
- c) Ciências Contábeis
- d) Outro \_\_\_\_\_

4. Qual o seu nível de escolaridade?

- a) Não possui nível superior
- b) Nível Superior
- c) Especialização
- d) Mestrado
- e) Doutorado

5. Há quanto tempo você exerce a função de analista de mercado?

- a) Até 5 anos
- b) De 6 até 10 anos
- c) De 11 até 15 anos
- d) Mais de 15 anos

6. Qual o cargo que você ocupa?

- a) Analista júnior
- b) Analista Pleno
- c) Analista Sênior
- d) Gerente
- e) Outro \_\_\_\_\_

Criando uma situação hipotética na qual você é o investidor, responda às questões 7, 8 e 9 a seguir:

7. Qual das afirmativas abaixo é mais verdadeira sobre os objetivos do seu investimento:

- a) Meu investimento deve ser completamente seguro. Eu não desejo correr o risco da perda do principal em qualquer momento.
- b) Meu investimento deve gerar um retorno imediato e também aumentar o seu valor com o passar do tempo.
- c) Meu investimento deve ser substancialmente crescente com o passar do tempo. Eu não preciso que gere retorno imediato.

8. Qual das afirmativas abaixo descreve de forma mais acurada a sua atitude e expectativa sobre a performance do seu portfólio nos momentos de “alta”, “baixas” e “constância” do mercado.

- a) Eu preferiria que minimizasse as perdas nos momentos de “baixa” de mercado mais do que a possibilidade de me sair bem nos momento de “alta”.
- b) Eu estou confortável com retornos médios nos momentos de “alta” e “baixa”.
- c) Eu prefiro maximizar nas “altas” de mercado mais do que a possibilidade de limitar as perdas nos momentos de “baixa”.

9. Estando a volatilidade do retorno relacionada com o risco do investimento, com relação ao seu próprio investimento, quanto volátil você espera que ele seja:

- a) Eu não quero perder dinheiro, mesmo que isso signifique que meus retornos sejam significativamente pequenos.
- b) Eu posso ocasionalmente ter perda financeira, desde que eu tenha crescimento com o passar do tempo.
- c) Eu aceito risco substancial de perda financeira para obter retorno significativamente alto.

### **Seção B**

Favor registrar na escala abaixo o grau de importância atribuído às informações listadas abaixo no processo de tomada de decisão para realização dos investimentos no mercado de capitais, de acordo com a escala apresentada, onde:

0	Quando a informação não possui nenhuma influência na decisão
1	Quando a informação possui quase nenhuma influência na decisão
2	Quando a informação possui pouca influência na decisão
3	Quando a informação possui muita influência na decisão
4	Quando a informação possui extrema influência na decisão

10. Informações globais sobre o ambiente externo, incluindo variáveis econômicas, tecnológicas, políticas, sociológicas.

Nenhuma Relevância	0	1	2	3	4	Extremamente Relevante
--------------------	---	---	---	---	---	------------------------

11. Informações sobre o mercado em que a empresa atua, incluindo previsões globais do mercado, sua demanda, sua sazonalidade e seu potencial de crescimento, bem como dados das empresas, seus concorrentes e clientes.

Nenhuma Relevância	0	1	2	3	4	Extremamente Relevante
--------------------	---	---	---	---	---	------------------------

12. Informações sobre a rentabilidade da empresa, considerando a rentabilidade do negócio e a taxa de retorno do investimento e outros indicadores financeiros.

Nenhuma Relevância	0	1	2	3	4	Extremamente Relevante
--------------------	---	---	---	---	---	------------------------

13. Informações sobre as Demonstrações Financeiras, incluindo os Balanços, o Capital de Giro, Custos, Despesas Operacionais, Dívidas, Financiamento, Fluxo de Caixa, Receitas Operacionais, Impostos, Patrimônio Líquido e etc.

Nenhuma Relevância	0	1	2	3	4	Extremamente Relevante
--------------------	---	---	---	---	---	------------------------

14. Informações sobre a estrutura do sistema de controle interno da empresa.

Nenhuma Relevância	0	1	2	3	4	Extremamente Relevante
--------------------	---	---	---	---	---	------------------------

15. Informações sobre a classificação quanto ao nível de Governança Corporativa atribuído pela BOVESPA para a empresa em análise (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado).

Nenhuma Relevância	0	1	2	3	4	Extremamente Relevante
--------------------	---	---	---	---	---	------------------------

16. Informações sobre o histórico e solidez da empresa em análise.

Nenhuma Relevância	0	1	2	3	4	Extremamente Relevante
--------------------	---	---	---	---	---	------------------------

### **Seção C**

Abaixo estão relacionadas afirmativas com relação ao controle interno de uma organização. Favor registrar na escala abaixo o grau de concordância com estas afirmações, onde:

0	Quando não concorda com a afirmação
1	Quando discordar mais do que concorda com a afirmação
2	Quando não concorda nem discorda da afirmação
3	Quando mais concorda do que discorda da afirmação
4	Quando concorda plenamente com a afirmação

17. Um eficiente sistema de controle interno possui cinco componentes que são necessários para que a empresa atinja os seus objetivos: monitoramento dos seus processos, informações e comunicação, atividades de controle, avaliação de risco, ambiente de controle.

Discordo Totalmente	0	1	2	3	4	Concordo Totalmente
---------------------	---	---	---	---	---	---------------------

18. O controle interno garante a eficácia e eficiência nas operações, uma vez que corresponde a um conjunto de políticas e normas da companhia, que salvaguarda os interesses gerais da empresa, prevenindo fraudes, erros e desperdícios e estimulando a eficiência operacional e de pessoal, mediante vigilância exercida através dos relatórios.

Discordo Totalmente	0	1	2	3	4	Concordo Totalmente
------------------------	---	---	---	---	---	------------------------

19. O controle interno garante a confiabilidade nos relatórios financeiros, uma vez que todas as transações contábeis são registradas apropriadamente, em conformidade com o cumprimento das leis e normas e Princípios Contábeis Geralmente Aceitos tempestivamente e com classificação apropriada.

Discordo Totalmente	0	1	2	3	4	Concordo Totalmente
------------------------	---	---	---	---	---	------------------------

20. O controle interno garante o cumprimento das leis e regulamentos aplicáveis à organização.

Discordo Totalmente	0	1	2	3	4	Concordo Totalmente
------------------------	---	---	---	---	---	------------------------

Deseja receber o resultado desta pesquisa?

Sim, através do e-mail: \_\_\_\_\_

Não



## APÊNDICE C – Resultados testes SPSS

- Output do teste Qui-Quadrado para associação sexo x controle interno

### Crosstabs

#### Case Processing Summary

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Controle interno * Sexo	47	100,0%	0	,0%	47	100,0%

#### Controle interno \* Sexo Crosstabulation

			Sexo		Total
			Feminino	Masculino	
Controle interno	Nenhuma Relevância	Count	0	3	3
		Expected Count	,4	2,6	3,0
		Residual	-,4	,4	
	Quase Nenhuma Relevância	Count	1	3	4
		Expected Count	,6	3,4	4,0
		Residual	,4	-,4	
	Pouca relevância	Count	3	18	21
		Expected Count	3,1	17,9	21,0
		Residual	-,1	,1	
	Muita Relevância	Count	2	10	12
		Expected Count	1,8	10,2	12,0
		Residual	,2	-,2	
	Extrema Relevância	Count	1	6	7
		Expected Count	1,0	6,0	7,0
		Residual	,0	,0	
	Total	Count	7	40	47
		Expected Count	7,0	40,0	47,0

#### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	,885 <sup>a</sup>	4	,927
Likelihood Ratio	1,282	4	,864
Linear-by-Linear Association	,058	1	,809
N of Valid Cases	47		

a. 7 cells (70,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,45.

- Output do teste Spearman para associação idade x controle interno

### Correlations

Correlations

		Idade	Controlo interno
Idade	Pearson Correlation	1	-,062
	Sig. (2-tailed)	,	,678
	N	47	47
Controlo interno	Pearson Correlation	-,062	1
	Sig. (2-tailed)	,678	,
	N	47	47

### Nonparametric Correlations

Correlations

			Idade	Controlo interno
Spearman's rho	Idade	Correlation Coefficient	1,000	-,004
		Sig. (2-tailed)	,	,981
		N	47	47
	Controlo interno	Correlation Coefficient	-,004	1,000
		Sig. (2-tailed)	,981	,
		N	47	47

- **Output do teste Qui-Quadrado para associação formação acadêmica x controle interno**

### Crosstabs

#### Case Processing Summary

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Controle interno * Formação Acadêmica	47	100,0%	0	,0%	47	100,0%

#### Controle interno \* Formação Acadêmica Crosstabulation

			Formação Acadêmica				Total
			Economia	Administração	Ciências Contábeis	Outro	
Controle interno	Nenhuma Relevância	Count	2	1	0	0	3
		Expected Count	,9	1,4	,1	,6	3,0
		Residual	1,1	-,4	-,1	-,6	
	Quase Nenhuma Relevância	Count	1	1	0	2	4
		Expected Count	1,2	1,9	,2	,8	4,0
		Residual	-,2	-,9	-,2	1,2	
	Pouca relevância	Count	6	11	0	4	21
		Expected Count	6,3	9,8	,9	4,0	21,0
		Residual	-,3	1,2	-,9	,0	
	Muita Relevância	Count	2	7	2	1	12
		Expected Count	3,6	5,6	,5	2,3	12,0
		Residual	-1,6	1,4	1,5	-1,3	
	Extrema Relevância	Count	3	2	0	2	7
		Expected Count	2,1	3,3	,3	1,3	7,0
		Residual	,9	-1,3	-,3	,7	
Total	Count	14	22	2	9	47	
	Expected Count	14,0	22,0	2,0	9,0	47,0	

#### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	13,460 <sup>a</sup>	12	,337
Likelihood Ratio	13,074	12	,364
Linear-by-Linear Association	,155	1	,693
N of Valid Cases	47		

a. 17 cells (85,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,13.

- Output do teste Spearman para associação nível de escolaridade x controle interno

### Correlations

#### Correlations

		Controlo interno	Nível de Escolaridade
Controlo interno	Pearson Correlation	1	-,175
	Sig. (2-tailed)	,	,240
	N	47	47
Nível de Escolaridade	Pearson Correlation	-,175	1
	Sig. (2-tailed)	,240	,
	N	47	47

### Nonparametric Correlations

#### Correlations

			Controlo interno	Nível de Escolaridade
Spearman's rho	Controlo interno	Correlation Coefficient	1,000	-,183
		Sig. (2-tailed)	,	,217
		N	47	47
	Nível de Escolaridade	Correlation Coefficient	-,183	1,000
		Sig. (2-tailed)	,217	,
		N	47	47

- Output do teste Spearman para associação tempo de experiência x controle interno

### Correlations

#### Correlations

		Controlo interno	Tempo de Experiência
Controlo interno	Pearson Correlation	1	,134
	Sig. (2-tailed)	,	,369
	N	47	47
Tempo de Experiência	Pearson Correlation	,134	1
	Sig. (2-tailed)	,369	,
	N	47	47

### Nonparametric Correlations

#### Correlations

			Controlo interno	Tempo de Experiência
Spearman's rho	Controlo interno	Correlation Coefficient	1,000	,243
		Sig. (2-tailed)	,	,099
		N	47	47
	Tempo de Experiência	Correlation Coefficient	,243	1,000
		Sig. (2-tailed)	,099	,
		N	47	47

- Output do teste Spearman para associação cargo x controle interno

### Correlations

#### Correlations

		Controlo interno	Cargo
Controlo interno	Pearson Correlation	1	-,332*
	Sig. (2-tailed)	,	,023
	N	47	47
Cargo	Pearson Correlation	-,332*	1
	Sig. (2-tailed)	,023	,
	N	47	47

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

### Nonparametric Correlations

#### Correlations

			Controlo interno	Cargo
Spearman's rho	Controlo interno	Correlation Coefficient	1,000	-,320*
		Sig. (2-tailed)	,	,028
		N	47	47
	Cargo	Correlation Coefficient	-,320*	1,000
		Sig. (2-tailed)	,028	,
		N	47	47

\*. Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

- **Output do teste Qui-Quadrado para associação objetivo do investimento x controle interno**

### Crosstabs

#### Case Processing Summary

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Controle interno * Pergunta 07	47	100,0%	0	,0%	47	100,0%

#### Controle interno \* Pergunta 07 Crosstabulation

			Pergunta 07			Total	
			Segurança	Retorno imediato	Retorno crescente		
Controle interno	Nenhuma Relevância	Count	0	1	2	3	
		Expected Count	,3	,6	2,1	3,0	
		Residual	-,3	,4	-,1		
	Quase Nenhuma Relevância	Count	0	0	4	4	
		Expected Count	,3	,9	2,8	4,0	
		Residual	-,3	-,9	1,2		
	Pouca relevância	Count	1	4	16	21	
		Expected Count	1,8	4,5	14,7	21,0	
		Residual	-,8	-,5	1,3		
	Muita Relevância	Count	1	4	7	12	
		Expected Count	1,0	2,6	8,4	12,0	
		Residual	,0	1,4	-,4		
	Extrema Relevância	Count	2	1	4	7	
		Expected Count	,6	1,5	4,9	7,0	
		Residual	1,4	-,5	-,9		
	Total		Count	4	10	33	47
			Expected Count	4,0	10,0	33,0	47,0

#### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	7,368 <sup>a</sup>	8	,498
Likelihood Ratio	7,442	8	,490
Linear-by-Linear Association	2,951	1	,086
N of Valid Cases	47		

a. 13 cells (86,7%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,26.

- **Output do teste Qui-Quadrado para associação postura diante das oscilações de mercado x controle interno**

### Crosstabs

#### Case Processing Summary

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Controle interno * Pergunta 08	47	100,0%	0	,0%	47	100,0%

#### Controle interno \* Pergunta 08 Crosstabulation

			Pergunta 08			Total
			Minimizar perdas	Retornos médios	Maximizar alta	
Controle interno	Nenhuma Relevância	Count	0	1	2	3
		Expected Count	,6	1,4	1,0	3,0
		Residual	-,6	-,4	1,0	
	Quase Nenhuma Relevância	Count	1	2	1	4
		Expected Count	,8	1,9	1,4	4,0
		Residual	,2	,1	-,4	
	Pouca relevância	Count	4	8	9	21
		Expected Count	4,0	9,8	7,1	21,0
		Residual	,0	-1,8	1,9	
	Muita Relevância	Count	3	8	1	12
		Expected Count	2,3	5,6	4,1	12,0
		Residual	,7	2,4	-3,1	
	Extrema Relevância	Count	1	3	3	7
		Expected Count	1,3	3,3	2,4	7,0
		Residual	-,3	-,3	,6	
Total		Count	9	22	16	47
		Expected Count	9,0	22,0	16,0	47,0

#### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	6,450 <sup>a</sup>	8	,597
Likelihood Ratio	7,705	8	,463
Linear-by-Linear Association	,730	1	,393
N of Valid Cases	47		

a. 12 cells (80,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,57.



- Output do teste Qui-Quadrado para associação postura diante da volatilidade do investimento x controle interno

### Crosstabs

#### Case Processing Summary

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Controle interno * Pergunta 09	47	100,0%	0	,0%	47	100,0%

#### Controle interno \* Pergunta 09 Crosstabulation

			Pergunta 09			Total
			não quero perder	Perda ocasional	Aceita risco	
Controle interno	Nenhuma Relevância	Count	0	1	2	3
		Expected Count	,1	2,3	,6	3,0
		Residual	-,1	-1,3	1,4	
	Quase Nenhuma Relevância	Count	0	4	0	4
		Expected Count	,2	3,1	,8	4,0
		Residual	-,2	,9	-,8	
	Pouca relevância	Count	0	17	4	21
		Expected Count	,9	16,1	4,0	21,0
		Residual	-,9	,9	,0	
	Muita Relevância	Count	0	9	3	12
		Expected Count	,5	9,2	2,3	12,0
		Residual	-,5	-,2	,7	
	Extrema Relevância	Count	2	5	0	7
		Expected Count	,3	5,4	1,3	7,0
		Residual	1,7	-,4	-1,3	
Total		Count	2	36	9	47
		Expected Count	2,0	36,0	9,0	47,0

#### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	18,387 <sup>a</sup>	8	,019
Likelihood Ratio	15,437	8	,051
Linear-by-Linear Association	4,981	1	,026
N of Valid Cases	47		

a. 12 cells (80,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,13.

- Output do teste Spearman para associação entre toda as variáveis de informação

## Nonparametric Correlations

### Correlations

Spearman's rho	Ambiente externo	Mercado de atuação	Rentabilidade da empresa	Demonstrações financeiras	Controle interno	Governança Corporativa	Histórico e solidez
Ambiente externo	1,000	,329*	,310*	,313*	,043	,311*	,064
Mercado de atuação	,329*	1,000	,404**	,215	,159	,166	,077
Rentabilidade da empresa	,310*	,404**	1,000	,632**	,218	,440**	,362*
Demonstrações financeiras	,034	,152	,000	,000	,008	,015	,105
Controle interno	,043	,159	,218	,385**	1,000	,318*	,118
Governança Corporativa	,311*	,166	,440**	,356*	,318*	1,000	,256
Histórico e solidez	,064	,077	,362*	,242	,118	,256	1,000
	,673	,612	,013	,437	,437	,085	,
	46	46	46	46	46	46	46

\*. Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

\*\* . Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

- Output do teste de Friedman para contraste de médias entre toda as variáveis de informação

**NPar Tests**  
**Friedman Test**

**Ranks**

	Mean Rank
Ambiente externo	4,77
Mercado de atuação	4,90
Rentabilidade da empresa	4,28
Demonstrações financeiras	4,16
Controle interno	2,37
Governança Corporativa	3,40
Histórico e solidez	4,11

**Test Statistics<sup>a</sup>**

N	46
Chi-Square	61,793
df	6
Asymp. Sig.	,000

a. Friedman Test

- Output do teste de Wilcoxon para contraste de médias entre toda as variáveis de informação pareadas

## NPar Tests

### Wilcoxon Signed Ranks Test

Ranks

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Mercado de atuação - Ambiente externo	Negative Ranks	9 <sup>a</sup>	11,67	105,00
	Positive Ranks	12 <sup>b</sup>	10,50	126,00
	Ties	25 <sup>c</sup>		
	Total	46		
Rentabilidade da empresa - Ambiente externo	Negative Ranks	15 <sup>d</sup>	12,30	184,50
	Positive Ranks	8 <sup>e</sup>	11,44	91,50
	Ties	23 <sup>f</sup>		
	Total	46		
Demonstrações financeiras - Ambiente externo	Negative Ranks	16 <sup>g</sup>	11,56	185,00
	Positive Ranks	6 <sup>h</sup>	11,33	68,00
	Ties	24 <sup>i</sup>		
	Total	46		
Controle interno - Ambiente externo	Negative Ranks	34 <sup>j</sup>	20,10	683,50
	Positive Ranks	4 <sup>k</sup>	14,38	57,50
	Ties	8 <sup>l</sup>		
	Total	46		
Governança Corporativa - Ambiente externo	Negative Ranks	23 <sup>m</sup>	14,22	327,00
	Positive Ranks	4 <sup>n</sup>	12,75	51,00
	Ties	19 <sup>o</sup>		
	Total	46		
Histórico e solidez - Ambiente externo	Negative Ranks	17 <sup>p</sup>	14,88	253,00
	Positive Ranks	9 <sup>q</sup>	10,89	98,00
	Ties	20 <sup>r</sup>		
	Total	46		
Rentabilidade da empresa - Mercado de atuação	Negative Ranks	14 <sup>s</sup>	10,04	140,50
	Positive Ranks	5 <sup>t</sup>	9,90	49,50
	Ties	27 <sup>u</sup>		
	Total	46		
Demonstrações financeiras - Mercado de atuação	Negative Ranks	17 <sup>v</sup>	13,32	226,50
	Positive Ranks	7 <sup>w</sup>	10,50	73,50
	Ties	22 <sup>x</sup>		
	Total	46		

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Controle interno - Mercado de atuação	Negative Ranks	34 <sup>y</sup>	19,03	647,00
	Positive Ranks	2 <sup>z</sup>	9,50	19,00
	Ties	10 <sup>aa</sup>		
	Total	46		
Governança Corporativa - Mercado de atuação	Negative Ranks	24 <sup>bb</sup>	16,88	405,00
	Positive Ranks	6 <sup>cc</sup>	10,00	60,00
	Ties	16 <sup>dd</sup>		
	Total	46		
Histórico e solidez - Mercado de atuação	Negative Ranks	19 <sup>ee</sup>	14,79	281,00
	Positive Ranks	8 <sup>ff</sup>	12,13	97,00
	Ties	19 <sup>gg</sup>		
	Total	46		
Demonstrações financeiras - Rentabilidade da empresa	Negative Ranks	10 <sup>hh</sup>	9,90	99,00
	Positive Ranks	8 <sup>ii</sup>	9,00	72,00
	Ties	28 <sup>jj</sup>		
	Total	46		
Controle interno - Rentabilidade da empresa	Negative Ranks	29 <sup>kk</sup>	17,66	512,00
	Positive Ranks	4 <sup>ll</sup>	12,25	49,00
	Ties	13 <sup>mm</sup>		
	Total	46		
Governança Corporativa - Rentabilidade da empresa	Negative Ranks	21 <sup>nn</sup>	15,95	335,00
	Positive Ranks	8 <sup>oo</sup>	12,50	100,00
	Ties	17 <sup>pp</sup>		
	Total	46		
Histórico e solidez - Rentabilidade da empresa	Negative Ranks	12 <sup>qq</sup>	12,71	152,50
	Positive Ranks	10 <sup>rr</sup>	10,05	100,50
	Ties	24 <sup>ss</sup>		
	Total	46		
Controle interno - Demonstrações financeiras	Negative Ranks	28 <sup>tt</sup>	15,93	446,00
	Positive Ranks	2 <sup>uu</sup>	9,50	19,00
	Ties	16 <sup>vv</sup>		
	Total	46		
Governança Corporativa - Demonstrações financeiras	Negative Ranks	19 <sup>ww</sup>	14,55	276,50
	Positive Ranks	8 <sup>xx</sup>	12,69	101,50
	Ties	19 <sup>yy</sup>		
	Total	46		
Histórico e solidez - Demonstrações financeiras	Negative Ranks	15 <sup>zz</sup>	16,53	248,00
	Positive Ranks	15 <sup>aa</sup>	14,47	217,00
	Ties	16 <sup>bb</sup>		
	Total	46		
Governança Corporativa - Controle interno	Negative Ranks	7 <sup>cc</sup>	11,86	83,00
	Positive Ranks	22 <sup>dd</sup>	16,00	352,00
	Ties	17 <sup>ee</sup>		
	Total	46		

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Histórico e solidez - Controle interno	Negative Ranks	7 <sup>fff</sup>	14,36	100,50
	Positive Ranks	299 <sup>g</sup>	19,50	565,50
	Ties	10 <sup>hh</sup>		
	Total	46		
Histórico e solidez - Governança Corporativa	Negative Ranks	10 <sup>iii</sup>	14,20	142,00
	Positive Ranks	19 <sup>jjj</sup>	15,42	293,00
	Ties	17 <sup>kkk</sup>		
	Total	46		

- a. Mercado de atuação < Ambiente externo
- b. Mercado de atuação > Ambiente externo
- c. Ambiente externo = Mercado de atuação
- d. Rentabilidade da empresa < Ambiente externo
- e. Rentabilidade da empresa > Ambiente externo
- f. Ambiente externo = Rentabilidade da empresa
- g. Demonstrações financeiras < Ambiente externo
- h. Demonstrações financeiras > Ambiente externo
- i. Ambiente externo = Demonstrações financeiras
- j. Controle interno < Ambiente externo
- k. Controle interno > Ambiente externo
- l. Ambiente externo = Controle interno
- m. Governança Corporativa < Ambiente externo
- n. Governança Corporativa > Ambiente externo
- o. Ambiente externo = Governança Corporativa
- p. Histórico e solidez < Ambiente externo
- q. Histórico e solidez > Ambiente externo
- r. Ambiente externo = Histórico e solidez
- s. Rentabilidade da empresa < Mercado de atuação
- t. Rentabilidade da empresa > Mercado de atuação
- u. Mercado de atuação = Rentabilidade da empresa
- v. Demonstrações financeiras < Mercado de atuação
- w. Demonstrações financeiras > Mercado de atuação
- x. Mercado de atuação = Demonstrações financeiras
- y. Controle interno < Mercado de atuação
- z. Controle interno > Mercado de atuação
- aa. Mercado de atuação = Controle interno
- bb. Governança Corporativa < Mercado de atuação
- cc. Governança Corporativa > Mercado de atuação
- dd. Mercado de atuação = Governança Corporativa
- ee. Histórico e solidez < Mercado de atuação
- ff. Histórico e solidez > Mercado de atuação

- gg. Mercado de atuação = Histórico e solidez
- hh. Demonstrações financeiras < Rentabilidade da empresa
- ii. Demonstrações financeiras > Rentabilidade da empresa
- jj. Rentabilidade da empresa = Demonstrações financeiras
- kk. Controle interno < Rentabilidade da empresa
- ll. Controle interno > Rentabilidade da empresa
- mm. Rentabilidade da empresa = Controle interno
- nn. Governança Corporativa < Rentabilidade da empresa
- oo. Governança Corporativa > Rentabilidade da empresa
- pp. Rentabilidade da empresa = Governança Corporativa
- qq. Histórico e solidez < Rentabilidade da empresa
- rr. Histórico e solidez > Rentabilidade da empresa
- ss. Rentabilidade da empresa = Histórico e solidez
- tt. Controle interno < Demonstrações financeiras
- uu. Controle interno > Demonstrações financeiras
- ww. Demonstrações financeiras = Controle interno
- ww. Governança Corporativa < Demonstrações financeiras
- xx. Governança Corporativa > Demonstrações financeiras
- yy. Demonstrações financeiras = Governança Corporativa
- zz. Histórico e solidez < Demonstrações financeiras
- aaa. Histórico e solidez > Demonstrações financeiras
- bbb. Demonstrações financeiras = Histórico e solidez
- ccc. Governança Corporativa < Controle interno
- ddd. Governança Corporativa > Controle interno
- eee. Controle interno = Governança Corporativa
- fff. Histórico e solidez < Controle interno
- ggg. Histórico e solidez > Controle interno
- hhh. Controle interno = Histórico e solidez
- iii. Histórico e solidez < Governança Corporativa
- jjj. Histórico e solidez > Governança Corporativa
- kkk. Governança Corporativa = Histórico e solidez

Test Statistics<sup>a</sup>

	Mercado de atuação - Ambiente externo	Rentabilidade da empresa - Ambiente externo	Demonstrações financeiras - Ambiente externo	Controle interno - Ambiente externo	Governança Corporativa - Ambiente externo	Histórico e solidez - Ambiente externo	Rentabilidade da empresa - Mercado de atuação	Demonstrações financeiras - Mercado de atuação	Controle interno - Mercado de atuação	Governança Corporativa - Mercado de atuação	Histórico e solidez - Mercado de atuação
Z	-.406 <sup>a</sup>	-1,519 <sup>b</sup>	-2,035 <sup>b</sup>	-4,652 <sup>b</sup>	-3,449 <sup>b</sup>	-2,055 <sup>b</sup>	-1,947 <sup>b</sup>	-2,352 <sup>b</sup>	-5,054 <sup>b</sup>	-3,683 <sup>b</sup>	-2,328 <sup>b</sup>
Asymp. Sig. (2-tailed)	,683	,129	,042	,000	,001	,040	,052	,019	,000	,000	,020

	Demonstrações financeiras - Rentabilidade da empresa	Controle interno - Rentabilidade da empresa	Governança Corporativa - Rentabilidade da empresa	Histórico e solidez - Rentabilidade da empresa	Controle interno - Demonstrações financeiras	Governança Corporativa - Demonstrações financeiras	Histórico e solidez - Demonstrações financeiras	Governança Corporativa - Controle interno	Histórico e solidez - Controle interno	Histórico e solidez - Governança Corporativa
Z	-.655 <sup>b</sup>	-4,233 <sup>b</sup>	-2,733 <sup>b</sup>	-.894 <sup>b</sup>	-4,529 <sup>b</sup>	-2,233 <sup>b</sup>	-.347 <sup>b</sup>	-3,016 <sup>a</sup>	-3,783 <sup>a</sup>	-1,714 <sup>a</sup>
Asymp. Sig. (2-tailed)	,513	,000	,006	,371	,000	,026	,729	,003	,000	,086

a. Based on negative ranks.

b. Based on positive ranks.

c. Wilcoxon Signed Ranks Test



- **Output do teste de Qui-Quadrado e Teste de Spearman para associação entre as variáveis do perfil x todas as informações para decisão de investimento**

Perfil x variável de informa	Teste Qui-Quadrado		Teste Spearman		Análise
	Pearson Chi-Square	Signif. bilateral	Spearman's rho	Signif. bilateral	
Ambiente x Sexo	4,361	0,225	-	-	*
Ambiente x Idade	-	-	0,256	0,082	****
Ambiente x Formação Acadêmica	12,478	0,188	-	-	*
Ambiente x Tempo Experiência	-	-	-	0,101	****
Ambiente x Nível Escolaridade	-	-	-	0,440	*
Ambiente x Cargo	-	-	0,082	0,585	*
Ambiente x Objetivo do investimento	2,411	0,878	-	-	*
Ambiente x Oscilações do mercado	8,095	0,231	-	-	*
Ambiente x Volatilidade	5,585	0,471	-	-	*
Mercado x Sexo	3,418	0,332	-	-	*
Mercado x Idade	-	-	0,093	0,533	*
Mercado x Formação Acadêmica	7,705	0,564	-	-	*
Mercado x Tempo Experiência	-	-	0,097	0,515	*
Mercado x Nível Escolaridade	-	-	-0,115	0,440	*
Mercado x Cargo	-	-	-0,083	0,579	*
Mercado x Objetivo do investimento	7,444	0,282	-	-	*
Mercado x Oscilações do mercado	2,698	0,846	-	-	*
Mercado x Volatilidade	17,107	0,009	-	-	
Rentabilidade x Sexo	0,319	0,956	-	-	*
Rentabilidade x Idade	-	-	0,190	0,201	*
Rentabilidade x Formação Acadêmica	5,218	0,815	-	-	*
Rentabilidade x Tempo Experiência	-	-	0,193	0,194	*
Rentabilidade x Nível Escolaridade	-	-	-0,163	0,275	*
Rentabilidade x Cargo	-	-	-0,189	0,203	*
Rentabilidade x Objetivo do investimento	12,366	0,054	-	-	***
Rentabilidade x Oscilações do mercado	3,032	0,805	-	-	*
Rentabilidade x Volatilidade	4,707	0,582	-	-	*
Demonstrações x Sexo	2,363	0,501	-	-	*
Demonstrações x Idade	-	-	0,244	0,099	****

Continua

Demonstrações x Formação Acadêmica	6,052	0,735	-	-	*
Demonstrações x Tempo Experiência	-	-	0,281	0,055	***
Demonstrações x Nível Escolaridade	-	-	-0,232	0,116	*
Demonstrações x Cargo	-	-	-0,370	0,011	**
Demonstrações x Objetivo do investimento	4,901	0,557	-	-	*
Demonstrações x Oscilações do mercado	2,689	0,847	-	-	*
Demonstrações x Volatilidade	11,426	0,076	-	-	****
Gov. Corporativa x Sexo	2,330	0,675	-	-	*
Gov. Corporativa x Idade	-	-	0,423	0,003	**
Gov. Corporativa x Formação Acadêmica	6,667	0,879	-	-	*
Gov. Corporativa x Tempo Experiência	-	-	0,461	0,001	**
Gov. Corporativa x Nível Escolaridade	-	-	-0,065	0,666	*
Gov. Corporativa x Cargo	-	-	-0,068	0,652	*
Gov. Corporativa x Objetivo do investimento	3,028	0,933	-	-	*
Gov. Corporativa x Oscilações do mercado	4,692	0,790	-	-	*
Gov. Corporativa x Volatilidade	7,514	0,483	-	--	*
Hist. Solidez x Sexo	0,443	0,931	-	-	*
Hist. Solidez x Idade	-	-	0,092	0,537	*
Hist. Solidez x Formação Acadêmica	15,800	0,071	-	-	****
Hist. Solidez x Tempo Experiência	-	-	0,151	0,313	*
Hist. Solidez x Nível Escolaridade	-	-	0,031	0,837	*
Hist. Solidez x Cargo	-	-	-0,136	0,361	*
Hist. Solidez x Objetivo do investimento	6,189	0,402	-	-	*
Hist. Solidez x Oscilações do mercado	3,436	0,752	-	-	*
Hist. Solidez x Volatilidade	2,054	0,915	-	-	*

Conclusão

\* Não é significativo

\*\* Significativo a um nível de 0,01

\*\*\* Significativo a um nível de 0,05

\*\*\*\* Significativo a um nível de 0,10