

**FUCAPE PESQUISA E ENSINO LIMITADA - FUCAPE MA**

**JOÉLCIO BRAGA DE SOUSA**

**DECISÃO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES NA B3 POR PESSOAS  
FÍSICAS: antecedentes e influência do nível de governança  
corporativa**

**SÃO LUÍS  
2020**

**JOÉLCIO BRAGA DE SOUSA**

**DECISÃO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES NA B3 POR PESSOAS  
FÍSICAS: antecedentes e influência do nível de governança  
corporativa**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada – MA, como requisito parcial para obtenção de título de Mestre em Contabilidade e Administração.

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Augusto Pereira Bastos

**SÃO LUÍS  
2020**

**JOÉLCIO BRAGA DE SOUSA**

**DECISÃO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES NA B3 POR PESSOAS  
FÍSICAS: antecedentes e influência do nível de governança  
corporativa**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada - MA, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Contabilidade e Administração.

Aprovada em 13 de fevereiro de 2020.

**COMISSÃO EXAMINADORA**

---

**Prof. Dr. SÉRGIO AUGUSTO PEREIRA BASTOS**  
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada

---

**Profa. Dra. ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA**  
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada

---

**Profa. Dra. RENATA GEÓRGIA MOTTA KURTZ**  
Universidade Estadual do Rio de Janeiro - UERJ

## **AGRADECIMENTOS**

A minha esposa e mãe pelo apoio incondicional.

Ao meu orientador, por tamanha atenção e esmero.

E a Deus.

## RESUMO

O objetivo deste estudo foi identificar os antecedentes da intenção da aplicação em ações de empresas negociadas na B3 por pessoas físicas. Para isso, levou-se em consideração a Teoria do Comportamento Planejado abordando os construtos de atitude, normas subjetivas e controle comportamental percebido sobre a intenção de aplicar, acrescentando a percepção de importância do nível de governança corporativa da empresa do potencial investimento. A pesquisa foi quantitativa com a aplicação de questionário por meio eletrônico e a amostra não probabilística por acessibilidade. Em consonância com a literatura, os resultados obtidos indicaram que existe uma relação positiva da importância dada ao nível de governança corporativa na intenção de aplicação em ações. Adicionalmente, identificou-se que, para os investidores que dão importância à governança, somente controle comportamental percebido não se mostrou positivamente relacionado à aplicação em ações. Nenhuma conclusão pôde ser aventada para os que não dão importância à governança. Este estudo contribui para a literatura de finanças comportamentais e para investidores e empresas intermediadoras no mercado acionário.

**Palavras-chave:** Investimento. Ações. Pessoas físicas. Empresas negociadas na B3. Governança corporativa.

## **ABSTRACT**

The objective of this study was to identify the antecedents of the intention to invest in shares of companies traded on B3 by individuals. From the lens of The Theory of Planned Behavior, the constructs of attitude, subjective norms, perceived behavioral control, the importance of the company's level of corporate governance were related to the individual investor's intention of buying shares. The research was quantitative with the application of a questionnaire by electronic means and with a non-probabilistic sample for accessibility. In line with the literature, the results obtained indicated that there is a positive relationship of the importance given to the level of corporate governance in the intention of application in actions. Additionally, within investors who give importance to governance, only perceived behavioral control was not positively related to investment in shares. No conclusions could be drawn for those who do not care about governance. This study contributes to the behavioral finance literature and to investors and intermediaries in the stock market.

**Keywords:** Investment in shares. Individuals. Companies traded at B3. Corporate Governance.

# SUMÁRIO

<b>Capítulo 1.....</b>	<b>8</b>
<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>Capítulo 2.....</b>	<b>11</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>11</b>
2.1. TEORIA DO COMPORTAMENTO PLANEJADO (TCP) .....	11
2.2. FUNDAMENTOS E PRINCÍPIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E NO MUNDO.....	12
2.3. DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DE PESQUISA.....	15
<b>2.3.1. Atitude.....</b>	<b>15</b>
<b>2.3.2. Normas subjetivas.....</b>	<b>16</b>
<b>2.3.3. Controle comportamental.....</b>	<b>17</b>
<b>2.3.4. Governança.....</b>	<b>18</b>
<b>2.3.5. Intenção.....</b>	<b>19</b>
<b>3. METODOLOGIA.....</b>	<b>21</b>
3.1. CORRELAÇÃO LINEAR.....	22
3.2. REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA.....	23
3.3. TESTE DE HIPÓTESES.....	24
3.4. ANOVA.....	25
<b>4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>26</b>
4.1. PERFIL DA AMOSTRA.....	26
4.2. CORRELAÇÃO LINEAR SIMPLES.....	30
4.3. REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA.....	31
4.4. TESTE COMPARANDO HOMENS E MULHERES COM RELAÇÃO Á INTENÇÃO DE INVESTIR EM AÇÕES (INT) .....	36

4.5. ANOVA COMPARANDO OS 3 PERFIS DE INVESTIDOR.....	36
<b>5. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....</b>	<b>38</b>
<b>6. CONCLUSÃO.....</b>	<b>41</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>43</b>
<b>APÊNDICES.....</b>	<b>53</b>

## Capítulo 1

### 1. INTRODUÇÃO

A taxa Selic – Sistema de Liquidação e Custódia - como *benchmark* de aplicações de renda fixa e títulos do Tesouro Nacional (TN) acabaram contribuindo para uma cultura dos brasileiros por investimentos nesse tipo de produto de baixo risco e um retorno acima da inflação (Dornelas, 2009). Porém, de acordo com Oliveira e Costa (2013), tal contexto de alta da Selic acabava criando limitações aos demais ativos financeiros, como o crescimento do mercado de capitais nacional. Segundo Arida e Lara-Resende (2005), a taxa Selic, por vezes, é mantida alta em função da necessidade de capitalização por parte do governo federal e por servir de indução ao investidor em detrimento do mercado de capitais.

A relação inversamente proporcional entre a taxa Selic e o mercado acionário brasileiro, cujos ativos são negociados na B3 (Bolsa, Brasil, Balcão), fica evidenciado no trabalho de Oliveira e Costa (2013), ao indicar que cada 1% de aumento na taxa Selic implica um impacto negativo de 3,28% no índice BOVESPA da B3.

Conforme o histórico do perfil de investidor de pessoas físicas de julho de 2019, disponibilizado pela B3, observa-se que em 2002 havia 85.249 CPF (Cadastro de Pessoa Física) cadastrados em algum agente de custódia. Já em 2019, esse número subiu para 1.244.953 (B3, 2019). Essa evolução é paralela à redução da taxa de juros que vem ocorrendo ao longo dos anos, em especial de forma constante a partir de agosto de 2015, quando a taxa Selic foi estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do Bacen (Banco Central do Brasil) em 14,25% a.a., chegando a 4,05% a.a. em novembro de 2019 (Bacen, 2019).

Silva e Yu (2009) e Zhang, Ji e Li (2017) indicam que o processo decisório, principalmente sob a ótica de ganhos com investimentos, resulta de um *trade – off* entre o consumo atual e o futuro, orientando-se por premissas de otimização e suportado pela hipótese da racionalidade objetiva. Segundo Zhang, Ji e Li (2017) e Plantinga, Krijnen, Zeelenberg e Breugelmans (2017), o custo de oportunidade de uma decisão de investimento corresponde ao ganho que você pode vir a ter em uma aplicação “x” em detrimento de uma aplicação “y”.

Diversas pesquisas mostram uma atenção com o processo de tomada de decisão de investimentos (Heukelom, 2010; Lazear, 2000; Becker & Murphy, 2007), porém não exploram seus antecedentes. Diante disso, observa-se uma lacuna de pesquisa relacionada aos antecedentes da decisão de compra de ações pelo investidor, no caso específico dessa pesquisa, as pessoas físicas que aplicam em ações no Brasil. Desse modo, este trabalho busca responder a seguinte pergunta: Quais são os fatores que levam o investidor pessoa física no Brasil a investir em ações de empresas de capital aberto negociadas na B3?

Para responder a tal pergunta, foi utilizada a Teoria do Comportamento Planejado (TCP) de Ajzen (2011), abordando os construtos de atitude, normas subjetivas e controle comportamental percebido sobre a intenção de comprar ações listadas na B3. A essa análise foi acrescida a governança corporativa, visto que não se tem muitos trabalhos nacionais que abordem a percepção do investidor pessoa física quanto a relevância da governança para melhorar a rentabilidade das ações.

A justificativa teórica se dá pela a ampliação dada à TCP, como já realizado em outros artigos, tais como: o impacto da TCP sobre a decisão dos investidores indianos no mercado de capitais (Raut, Das, & Kumar, 2018); a atitude em relação ao investimento (Wood & Zaichkowsky, 2004; Fünfgeld & Wang, 2009), o controle

comportamental percebido (Shih & Fang, 2004); e a ênfase às normas subjetivas na área de investimentos financeiros (Croy, Gerrans, & Speelman, 2010; Koropp, Kellermanns, Grichnik, & Stanley 2014). Além disso, é agregado o nível de governança corporativa das empresas, dado relevante na decisão de aplicação em ações (Mohamed, 2016).

A justificativa prática desta pesquisa é fornecer dados e informações a profissionais de mercado como agentes autônomos de investimentos, corretoras, bancos, sociedade e empresas que trabalham com algum nível de governança ou tenham intenção de adesão e, também, fomentar novas discussões sobre a importância dos níveis de governança da B3, na decisão de compra de ações por pessoas físicas. Os resultados poderão subsidiar a elaboração de estratégias que visem gerar melhor percepção de abordagem junto a potenciais investidores pessoas físicas.

## Capítulo 2

### 2. REFERENCIAL TEÓRICO

#### 2.1. TEORIA DO COMPORTAMENTO PLANEJADO (TCP)

A TCP (Teoria do Comportamento Planejado) foi criada por Icek Ajzen em 1980, tendo como parâmetro a TAR (Teoria da Ação Racional), que foi elaborada por Martin Fishbein (Ajzen & Fishbein, 1970). Vale ressaltar que, ainda que a TAR seja aceita nos dias atuais, ela sofre algumas críticas que são relacionadas a sua abordagem limitada por considerar somente duas variáveis como antecedentes: a intenção, normas subjetivas e as atitudes (Fishbein & Ajzen, 1976; Schifter & Ajzen, 1985; Armitage & Conner, 1999; Armitage & Conner, 2001).

A TCP foi proposta por Ajzen por pressupor que as metas comportamentais não estavam ligadas somente à intenção, mas também ao controle comportamental percebido (Ajzen, 1985). A inclusão segundo Ajzen (2002) veio para deixar o modelo mais robusto, conforme Figura 1.

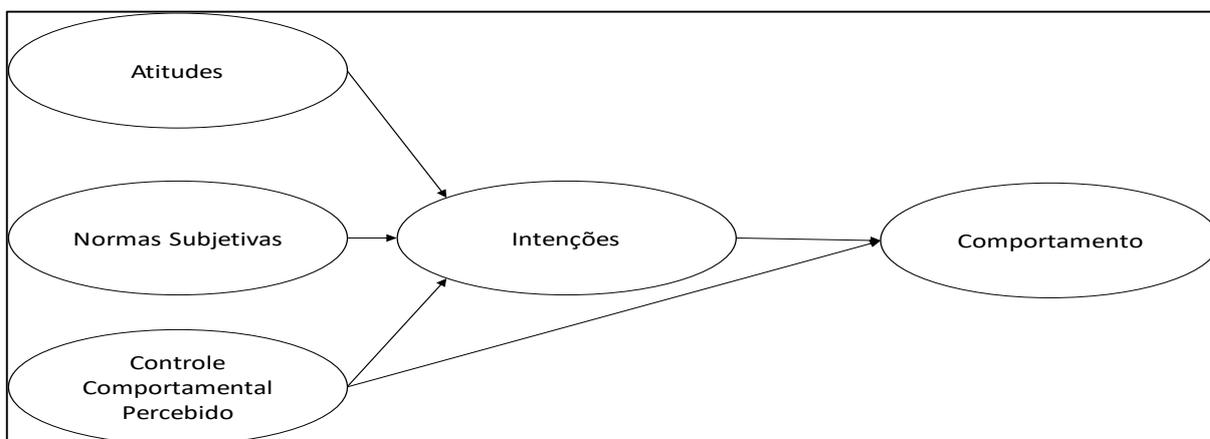


Figura 1: Teoria do Comportamento Planejado (TCP)  
Fonte: Ajzen (2002).

As normas subjetivas estão relacionadas à percepção do indivíduo de como terceiros vão ou não avaliar um comportamento em questão (Herrero-Crespo & Rodríguez-del-Bosque, 2008; Ajzen & Schiffer, 1985; Ibrahim & Arshad, 2017). A atitude se origina das crenças que o indivíduo tem sobre um determinado comportamento e da relevância dessas crenças (Ajzen & Fishbein, 1975; Dayaratne & Wijethunga, 2015).

O controle comportamental percebido encontra-se determinado pelo controle nas suas crenças, sendo que ele possui os meios para desempenhar tal comportamento. Isso implica dizer que quanto maior a disponibilidade de recursos e oportunidades os indivíduos possuir e menor os entraves, maior será a sua percepção de controle (Ajzen & Madden, 1986).

## 2.2. FUNDAMENTOS E PRINCÍPIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E NO MUNDO

De acordo com Mohamad e Sori (2011), o primeiro conjunto de padrões internacionais aceitáveis de governança veio por meio da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), em 1999, com foco principalmente na estrutura de relacionamento composta por acionistas, conselheiros e gerência. Porém, o maior problema, segundo o autor, está relacionado ao fato de não ter possuído poder legislativo e servir somente como um balizador para que cada governo desenvolvesse as suas próprias práticas de governança.

A Governança em países anglo – saxônicos como Estados Unidos e Inglaterra, de acordo com Gay (2002) e Senaratne e Gunaratne (2012), é voltado para respaldar o pequeno acionista. Assim, conselho de administração é visto como uma ferramenta de maximização de receitas com autonomia na gestão. De acordo com Li, Pincus e

Rego (2008), as primeiras mudanças efetivas no caso dos EUA, ocorreram com a Lei Sarbanes-Oxley, que foi aprovada em 2002, com o intuito de dar uma segurança maior aos investidores por meio de uma transparência na gestão e nas informações contábeis divulgadas pelas empresas.

Quanto ao Japão, de acordo com Miah e Mostofa (2003), Nakamura (2010), tem-se uma governança corporativa precária a ponto do modelo anglo – saxão ainda não ser implementado na sua totalidade. Assim, apresenta-se uma postura falha, principalmente pela sua resistência em manter grandes conselhos administrativos meramente ilustrativos. Seus membros são indicados pelo acionista majoritário, contribuindo assim para que não se tenha uma governança efetiva.

No Brasil, as primeiras implementações das práticas de Governança Corporativa vieram por meio da Lei nº 10.303 (Brasil, 2001), que abordou o mercado de valores mobiliários. Dentre as contribuições há o Art. 4º, § 1º, que determina que somente as ações listadas na CVM podem ser negociadas no mercado de valores imobiliários, e o § 3º, que determina que a CVM passa a ter autonomia para classificar as companhias de acordo com os produtos financeiros emitidos.

Ainda no ano de 2001, segundo Tavares e Penedo (2018), a BM&F Bovespa, atual B3 – Brasil, Bolsa Balcão, implementou os níveis 1 e 2 de governança, com o intuito de preparar gradativamente a migração das empresas para o Novo Mercado. Vale ressaltar que, segundo Carvalho e Pennacchi (2012), os primeiros níveis de governança N1 e N2 foram criados em função do Novo Mercado (NM), por ter um nível de exigência muito grande e de boa parte das empresas não terem condições de atender de imediato todas as exigências.

Carvalho e Pennacchi (2012) ponderam que, em períodos curtos após adesão de uma empresa a algum nível de governança, pode-se ter uma oscilação positiva,

especialmente nos níveis mais elevados, como N2 e NM, Bushman e Smith (2001), Lopes, Walker e Silva (2016) e Zuckweiler, Rosacker e Hayes(2016) evidenciam que a governança corporativa, principalmente nos seus níveis mais elevados, tendem a dar uma maior transparência e confiança para o mercado e seus investidores quanto a sua gestão.

O Quadro 1 contempla, de forma resumida, todos os níveis existentes de governança na B3 e as especificidades de cada um.

	<b>Bovespa Mais</b>	<b>Bovespa Mais Nível 2</b>	<b>Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 1</b>	<b>Básico</b>
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação ( <i>free float</i> )	25% a partir do 7º ano de listagem		25% ou 15%, caso o ADTV ( <i>average daily trading volume</i> ) seja superior a R\$ 25 milhões	25%		Não há regra específica
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Não há regra específica		Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra específica
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica	
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)

Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação )	80% para ações ON (conforme legislação)
Auditoria interna	Facultativa		Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa		
<i>Compliance</i>	Facultativo		Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo		

Quadro 1: Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3

Fonte: B3 (2019).

## 2.3. DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DE PESQUISA

### 2.3.1 Atitude

Segundo Potter (1971), Baker e Haslem (1974) e Sarkar e Sahu (2018), a atitude do investidor por vezes pode vir a ser influenciada por outras variáveis na hora de aplicar em ações como dividendos, rentabilidade, fatores demográficos, conscientização e atitude ao risco.

Segundo Sarkar e Sahu (2018), existem heurísticas que podem influenciar na percepção do investidor. São eles, heurística de ancoragem, disponibilidade e representatividade de que podem levar o investidor a erros sistemáticos. O viés de ancoragem de acordo com Tversky e Kahneman (1974) e Fridson (2007) é um tipo de viés que leva o indivíduo a fixar as suas decisões em premissas iniciais que podem

afetar o seu julgamento. A heurística disponibilidade de acordo com Tversky e Kahneman (1974) e Ngoc (2014) é uma heurística também conhecida como atalho mental que faz com que o indivíduo se baseie nas informações de mais fácil acesso. Quanto a heurística de representatividade de acordo com Ritter (2003) e Shefrin (2008) leva os indivíduos a valorizarem as experiências mais recentes e se baseiam em estatísticas que não são adequadas a uma determinada situação.

Smith e Huettel (2010) consideram que em decisões cotidianas, o cérebro atua de forma rápida sem raciocinar sobre os possíveis entraves existentes. Denomina-se esse tipo de atitude de atalhos mentais, que é quando se sustentam boa parte das decisões tomadas no dia a dia pelas pessoas (Gary & Wood, 2011). Gentile, Spiller e Noci (2007), ao considerar uma pessoa em si, leva-se em conta um conjunto de ações, valores, crenças como estilo de vida, comportamento e relacionamentos.

Estudos recentes relacionados à tomada de decisões na aplicação de mercado de capitais mostram que homens têm uma propensão para aplicação em produtos de tolerância ao risco maior que as mulheres, como as ações, o que é demonstrado por Hachigian e Hallahan (2003) e Gilliam, Chatterjee e Zhu (2010).

### **2.3.2 Normas Subjetivas**

Segundo Tversky e Kahneman (1974) no seu estudo sobre heurísticas no campo econômico, afirmam que boa parte das decisões tomadas pelas pessoas, são baseadas em crenças, que se sustentam com base em uma subjetividade probabilista.

De acordo com Alleyne e Broome (2010), a norma subjetiva é a pressão externa percebida para executar determinado comportamento ou não e que como preditor tem o maior peso na intenção de investir. Segundo Dayaratne e Wijethunga (2015), existe

um peso muito grande de familiares, amigos, mídia e de assessores individuais na percepção do investidor individual na hora das suas aplicações no mercado de ações.

Billeter, Kalra e Loewenstein (2011) e Rosenzweig e Critcher (2014) afirmam que enquanto o usuário não se sentir confortável em relação a um determinado produto, esse tende a se respaldar em experiências anteriores com produtos similares para decidir ou não a aquisição de determinado produto ou serviço.

### **2.3.3 Controle Comportamental**

O controle comportamental percebido de acordo com Ajzen (2011) refere-se à percepção das pessoas sobre a facilidade ou dificuldade de realizar um determinado comportamento ou não. De acordo com Raut et al. (2018), a intenção comportamental do indivíduo indica se sua percepção será positiva ou não em relação a um determinado comportamento. Já estudos de Wood e Zaichkowsky (2004) e Fünfgeld e Wang (2009) mostraram que pessoas com diferentes níveis de tolerância ao risco tratam-no de forma diferente resultando em intenções distintas de investimentos.

No âmbito das decisões financeiras, Lin (2010), Gopi e Ramayah (2007) e Blanchard *et al.* (2008) evidenciam que o controle comportamental tem um impacto significativo na intenção. Para Mahastanti e Hariady (2014), o controle comportamental é o único preditor significativo para intenção dos investidores em aplicar em ações.

De acordo com Armitage e Conner (2001), Godin e Kok (1996) e Trafimow, Sheeran, Conner e Finlay (2002), no contexto da TCP, o controle comportamental percebido consegue prever entre 28% e 32% da variação de um determinado comportamento. Pascual-Ezama (2013) evidenciam, em seu trabalho sobre preditores

que impactam o comportamento dos investidores na bolsa, que as variáveis, atitude e controle comportamental percebido, tem um gap de pesquisa que podem auxiliar na previsão tanto da intenção dos investidores como em seu comportamento.

### **2.3.4 Governança**

Kaustia, Conlin e Luotonen (2018) mostram que o IGC – Índice de Governança Corporativa apresenta um custo benefício maior que o IBOV – Índice Ibovespa, ou seja, as empresas que compõem o IGC, entendidas como possuidoras de melhores práticas de governança, têm melhor desempenho que as empresas do IBOV. Contudo, ressalta-se que algumas empresas que estão no IGC também estão no IBOV.

Isso é corroborado por Geocze (2010) e Ferraz-Correia, Amaral e Louvet (2011), ao evidenciarem que os investidores identificam os níveis maiores de confiabilidade em alocar os seus recursos em empresas com a chancela de boa governança, entendendo tratar-se de empresas com um menor risco frente as demais:

De acordo com Oktadella (2011) e Sitorus e Murwaningsari (2019), a boa governança age na intenção de investir, uma vez que é capaz de fortalecer a influência da qualidade dos relatórios financeiros, além de mostrar que os comitês de auditoria independentes exercem um peso na veracidade das informações contábeis divulgadas e na percepção dos investidores na hora de aplicar em ações.

Yeon (2016), Zuckweiler *et al.* (2016), Hamdan, Alareeni e Buallay (2017), Namazi e Hosseininia (2017) e Kurniati, Handayani e Rahayu (2018) mostram a importância da governança corporativa nos demais ciclos de vida de uma empresa. As autoras evidenciam que o efeito da governança corporativa tem um impacto na

redução da percepção de risco junto às empresas pelos investidores e um efeito positivo no desempenho financeiro e operacional no mercado.

### **2.3.5 Intenção**

De acordo com Ali (2011), os investidores podem se interessar em aplicar em uma determinada empresa quando tiverem tempo e habilidade suficientes para avaliá-la. Ainda de acordo com Ali (2011), a intenção em investir está positivamente ligada a compra de ações desde que o investidor tenha tempo hábil para sua avaliação tendo por base como métricas, retorno sobre o patrimônio, taxa de pagamento e dividendos.

A intenção, de acordo Ajzen (1985), é precedida por atitudes, normas subjetivas e controle comportamental percebido. Segundo Adam e Shauki (2014), a crença dos investidores está muito relacionada a suas crenças sobre o risco e retorno. A intenção é parcialmente explicada pelas atitudes e o alto controle, além de que as informações obtidas de pessoas relevantes também podem influenciar a intenção comportamental de se aplicar em ações (Palamida, Xanthopoulou, Papagiannidis, & Stamati, 2016; Gopi & Ramayah, 2007).

Ressalta-se que a TCP- Teoria do Comportamento Planejado - é uma teoria que há muitos anos tem suas abordagens ampliadas, sejam elas relacionadas à saúde, mudança de comportamento ou fatores psicossociais, segundo Godin e Kok(1996), Hardeman, Johnston, Johnston, Bonetti, Wareham e Kinmonth (2002) e Xin, Liang, Zhanyou e Hua (2019).

Essa ampliação da TCP também chegou ao setor financeiro, como evidenciada por Raut et al. (2018) ao propor verificar a aplicabilidade da TCP na intenção comportamental de investidores indianos no mercado de capitais. Contudo, além dos

fatores aqui mencionados, existem os demográficos que também afetam o comportamento do investidor em ações como sexo, idade e renda, como evidenciados por (Rajarajan, 2000; Mittal & Vyas, 2008).

No trabalho de Guragai e Peabody (2018), em um levantamento com trinta diferentes tipos de fatores demográficos, identificou-se que idade, gênero, nível de instrução e renda tem uma relação significativa com a aplicação no mercado de ações. A partir das considerações aqui mencionadas, identificou-se uma relação dos fatores Atitude, Normas Subjetivas, Controle Comportamental Percebido, Intenção de Investir em Ações, Governança, além dos fatores geográficos, chegando à seguinte hipótese:

H1 –Atitude, normas subjetivas, controle comportamental e importância dada ao nível de governança corporativa afetam positivamente a intenção de investir em ações de pessoas físicas na B3.

## Capítulo 3

### 3. METODOLOGIA

Este estudo tem como objetivo avaliar os antecedentes e a relação da intenção com a efetiva aplicação por parte de pessoas físicas em ações de empresas negociadas na B3, e a importância dada aos diferenciados fatores que influenciam o processo de aplicação em ações.

Para alcançar o objetivo deste estudo, foi empregada uma abordagem quantitativa, descritiva, com corte transversal e coleta de dados primários. Por ser impossível atingir toda a população (investidores em ações em empresas negociadas na B3), tampouco utilizar uma amostragem aleatória, a amostra foi não probabilística por acessibilidade (Hair Jr., Black, Babin, Anderson, & Tatham, 2010).

Para a coleta de dados, foram elaboradas 21 questões retiradas de construtos com escalas validadas (vide Apêndice B), em que se procurou medir a Intenção de Investimento em Ações, Controle Comportamental Percebido, Normas Subjetivas, Atitude, Importância do Nível de Governança Corporativa em Empresas Listadas na B3. Quanto à parte demográfica, foram elaboradas 9 questões dedicadas a coletar dados demográficos: sexo, idade, nível de escolaridade, renda familiar, estado de origem, em quais produtos já aplicou, como considera o seu perfil, se já tinha aplicado anteriormente em ações e como pergunta controle se pretende aplicar em ações.

Com exceção das questões demográficas, as demais utilizaram a escala de Likert tendo 5 e 1 como os extremos, sendo 1 (Discordo Totalmente), 2 (Discordo), 3 (Indiferente), 4 (Concordo) e 5 (Concordo Totalmente).

Para avaliar o questionário, foi realizado um pré-teste com 9 pessoas buscando receber feedbacks quanto a melhoria do instrumento de avaliação. Posterior ao pré-

teste foi criado um questionário utilizando a plataforma do Google Docs para envio por mala direta, WhatsApp e redes sociais.

Neste capítulo estão descritas todas as ferramentas utilizadas para os resultados deste trabalho. Foram entrevistadas 444 respondentes, e desse total, por meio da questão controle, foram filtrados 319. O software utilizado para rodar os dados foi o STATA versão 13.0.

Na primeira parte, as questões demográficas são relatadas em forma de frequência para expor as características básicas do grupo avaliado. Em seguida, todos os itens de governança corporativa (GOV), investimento em ações (IN), controle percebido (CP), normas subjetivas (NS) e atitude (AT) tiveram seus resultados de média e desvio padrão apresentados. Os itens foram avaliados numa escala Likert de 1 a 5, onde 1 indica a discordância total da afirmação e 5, a concordância total da afirmação. O questionário encontra-se no Apêndice A.

As análises seguintes envolveram as ferramentas de correlação linear, regressão linear múltipla, teste de hipóteses e análise de variância (ANOVA) e cada uma delas está explicada nos itens a seguir.

### 3.1 CORRELAÇÃO LINEAR

A correlação linear tem o objetivo de verificar se a relação entre duas variáveis tem uma tendência positiva ou negativa. Uma tendência positiva indica que o aumento de uma das variáveis também é seguido do aumento da outra variável – mas não é uma relação de causa ou consequência. Nesse caso, a correlação irá gerar um número que vai variar de 0 a +1, onde quanto mais próximo de 1 o valor estiver, mais forte será essa correlação entre as duas variáveis.

Uma tendência negativa indica que o aumento em uma das variáveis vem acompanhado da redução da outra variável. Nesse caso, a correlação varia de -1 até 0, onde -1 indica uma correlação mais forte entre as duas variáveis.

Em ambos os casos, para que o resultado encontrado possa ser extrapolado para a população de onde a amostra se originou e considerá-lo de certa forma um padrão de relação, é preciso que essa correlação seja significativa, ou seja, apresente um valor menor ou igual a 0,05.

### 3.2 REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA

A regressão linear múltipla tem o objetivo de verificar quais variáveis – chamadas independentes – explicam o comportamento de uma variável dependente. No caso deste trabalho, a variável que se deseja entender o comportamento é a INT e as demais serão usadas como variáveis independentes, conforme equação a seguir.

$$INT = \beta_0 + \beta_1*GOV + \beta_2*CCP + \beta_3*NSB + \beta_4*ATT + \varepsilon \quad (1)$$

Onde:

INT = Intenção em investir em ações

GOV = Governança Corporativa

CCP = Controle Comportamental Percebido

NSB = Normas Subjetivas

ATT = Atitude

$\varepsilon$  = Erro

Num segundo momento, a regressão foi proposta quando se separou o grupo de governança entre os que não dão importância para governança (pontuação de 1 a

3) e os que dão importância para governança (pontuação acima de 3). Nesse caso, foi utilizada a equação a seguir.

$$\text{INT} = \beta_0 + \beta_1 * \text{CCP} + \beta_2 * \text{NSB} + \beta_3 * \text{ATT} + \varepsilon \quad (2)$$

Para que a construção desse modelo seja adequada, alguns parâmetros precisam ser analisados: (1) a significância do modelo precisa ser igual ou inferior a 0,05 indicando um ajuste adequado das relações entre as variáveis; (2) a significância de cada uma das variáveis independentes, ou seja, o valor de p de cada uma das variáveis precisa ser igual ou inferior a 0,05 para que essas variáveis sejam capazes de explicar adequadamente o comportamento da variável dependente (INT); (3) o nível de explicação do modelo, R<sup>2</sup> – coeficiente de determinação – que irá variar de 0% a 100%, onde quanto maior esse valor, melhor o nível de explicação da equação proposta e melhores serão as previsões feitas por meio dessa equação.

Com todos esses requisitos cumpridos, precisa-se observar o coeficiente de cada uma das variáveis para entender se a relação entre elas e a variável dependente é positiva ou negativa. Se o coeficiente da variável independente for positivo, um aumento nessa variável aumenta a variável dependente (INT); se o sinal é negativo, um aumento na variável independente gera uma redução na variável dependente (INT). Essa avaliação só pode ser feita em variáveis que tiveram seu nível de significância igual ou menor a 0,05 conforme já definido anteriormente.

Há uma medida complementar utilizada o VIF, uma medida de colinearidade que tenta identificar se alguma das variáveis independentes possui um viés que irá atrapalhar os resultados. O VIF deve ser sempre inferior a 10 para garantir essa qualidade.

### 3.3 TESTE DE HIPÓTESE

O teste de hipótese tem o objetivo de comparar o resultado de dois grupos com relação a uma variável de interesse. Nesse caso, ele foi utilizado para verificar se existe ou não diferença no resultado de INT entre homens e mulheres. A premissa do teste é que, se o valor de  $p$  encontrado para o teste for superior a 0,05, os dois grupos – homens e mulheres – tem resultados estatisticamente iguais para INT e, portanto, mesmo que tenha existido uma diferença matemática na média dos dois grupos, essa diferença não pode ser considerada. Se o valor de  $p$  é igual ou inferior a 0,05, os dois grupos são estatisticamente diferentes. Nesse segundo caso, basta verificar por meio do resultado da média, qual dos dois grupos tem o maior e o menor valor para compreender o resultado.

### 3.4 ANOVA

A ANOVA – Análise de Variância – tem o objetivo de comparar 3 ou mais grupos com relação ao resultado de uma variável. No caso deste trabalho, o objetivo é verificar se existe diferença no resultado de INT para os três perfis de investidor: moderado, conservador e arrojado. A partir disso, os perfis são comparados dois a dois, considerando que serão iguais estatisticamente caso o valor de  $p$  seja superior a 0,05 e estatisticamente diferentes caso o valor de  $p$  seja igual ou inferior a 0,05.

## Capítulo 4

### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados deste trabalho foram gerados a partir da aplicação de um questionário que teve, inicialmente, 444 respondentes. Porém, considerando a pergunta de corte que indicava a predisposição para investir em ações, a amostra foi composta de 319 indivíduos.

#### 4.1 PERFIL DA AMOSTRA

As características demográficas dos participantes estão apresentadas na Tabela 1. 52,7% são homens e o grupo tem predominantemente idades entre 21 e 40 anos – 70,8%. 94,8% possuem ensino superior ou mais. A maior concentração de renda está entre 1 a 3 salários mínimos por mês – 37,6%. Com relação a questões do mercado financeiro, 58,6% nunca aplicou em ações e 43,9% tem perfil de investidor classificado como moderado.

Na Tabela 2 estão os resultados de média e desvio padrão de todos os itens que foram avaliados sobre os seguintes pontos: governança corporativa (GOV), investimento em ações (IN), controle percebido (CP), normas subjetivas (NS) e atitude (AT). Todas essas variáveis foram medidas numa escala de 1 a 5, conforme já descrito anteriormente.

De cada bloco de variáveis foi apresentada a média do seu respectivo construto. Como mostra a Tabela 2, a maior concordância com as afirmações (variáveis) está no construto INT (Intenção em Investir em ações) com 3,92. A menor concordância está no construto NS (Normas Subjetivas) com 3,42.

**TABELA 1 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA**

	<b>Característica</b>	<b>Frequência</b>	<b>%</b>
Sexo	Masculino	168	52,7
	Feminino	151	47,3
Faixa etária	Até 20 anos	65	20,4
	Entre 21 e 30 anos	114	35,7
	Entre 31 e 40 anos	112	35,1
	Entre 41 e 50 anos	24	7,5
	Acima de 50 anos	4	1,3
Escolaridade	Fundamental Completo	3	0,9
	Fundamental Incompleto	2	0,6
	Médio Completo	9	2,8
	Médio Incompleto	3	0,9
	Superior Completo	98	30,7
	Superior Incompleto	123	38,6
	Pós-Graduado	81	25,4
Renda Familiar	De 1 a 3 salários	120	37,6
	De 3 a 6 salários	94	29,5
	De 6 a 9 salários	64	20,1
	De 9 a 12 salários	17	5,3
	Acima de 12 salários	24	7,5
Já aplicou em ações	Não	187	58,6
	Sim	132	41,4
Perfil de investidor	Moderado	140	43,9
	Conservador	86	27,0
	Arrojado	93	29,2
Qual produto já aplicou	Ações	94	29,5
	CCOE com capital acima de 3 anos	5	1,6
	COE sem capital acima de 3 anos	5	1,6
	CCOE sem capital até 3 ano	4	1,3
	Fundos de Imóveis de Incorporação	14	4,4
	Futuro Ibovespa/ Opção de Ações ou índices	2	0,6
	Futuro Moedas/Opção de moedas	6	1,9
	Nenhuma das Alternativas	187	58,6
	Letra Hibrida	2	0,6

Fonte: Elaborada pelo autor.

**TABELA 2 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS CONSTRUTOS E VARIÁVEIS**

	Construto/Variável	Média	Desvio padrão
GOV1	Acredito que entendo conceitos de governança corporativa	3,31	1,20
GOV2	Acredito que a governança corporativa é importante para as empresas listadas na B3	3,90	0,89
GOV3	Espera-se de empresas com maior nível de governança que os membros do Conselho de Administração tenham experiência em finanças, economia ou áreas afins	4,18	0,84
GOV4	Empresas que tem um maior nível de governança devem ter mais independência na tomada de decisões	3,92	0,81
GOV5	Eu acredito que entender os níveis de governança corporativas vão me ajudar	4,04	0,87
<b>GOV</b>	<b>Governança Corporativa</b>	<b>3,87</b>	<b>0,66</b>
INT1	Investirei no mercado de ações com frequência	3,90	0,93
INT2	Vou incentivar meu amigo e família a investirem no mercado de ações	3,82	0,91
INT3	Investirei no mercado de ações no futuro próximo	4,06	0,83
<b>INT</b>	<b>Investimento em investir em ações</b>	<b>3,92</b>	<b>0,69</b>
CCP1	Tenho conhecimento sobre as variáveis que influenciam o preço de uma ação, como inflação e balanço	3,80	1,04
CCP2	Estou confortável em enfrentar perdas financeiras com investimento em ações	3,50	1,18
CCP3	O público investidor está disposto a aprender sobre as forças que impactam nas oscilações das ações	3,87	0,93
CCP4	O público em geral percebe o mercado de ações como um local de apostas	3,59	1,07
<b>CCP</b>	<b>Controle Percebido</b>	<b>3,69</b>	<b>0,76</b>
NSB1	Quem tem influência importante em mim pensa que devo investir no mercado de ações	3,66	1,08
NSB2	Pessoas cuja opinião eu valorizo preferiria que eu invista no mercado de ações	3,68	1,03
NSB3	Tenho amigos e familiares investindo em ações	3,46	1,30
NSB4	Eu me sinto sob pressão de terceiros na hora de fazer alguma aplicação financeira	2,88	1,26
<b>NSB</b>	<b>Normas subjetivas</b>	<b>3,42</b>	<b>0,86</b>
ATT1	Geralmente sou cauteloso sobre as ações que mostram mudanças repentinas no preço ou na atividade de negociação	3,83	0,98
ATT2	Sempre sou atraído para investir em ações	3,72	0,99
ATT3	Costumo analisar a credibilidade das corretoras que fornecem serviços financeiros	4,00	0,92
ATT4	É sempre fácil determinar a credibilidade do mercado de ações	3,02	1,20
ATT5	Sinto que a ideia de participar de uma compra/venda no mercado de ações é atraente	4,17	0,76
<b>ATT</b>	<b>Atitude</b>	<b>3,75</b>	<b>0,64</b>

Fonte: Elaborada pelo autor.

Com relação ao construto Controle Percebido– CCP, o principal destaque se dá com a variável CCP2 (“Estou confortável em enfrentar perdas financeiras com investimento em ações”) com a menor média entre os construtos de 3,50 (tendendo a neutralidade), porém com o maior desvio padrão, de 1,18. Isso indica que existe variação nesse item na percepção do investidor pessoa física quanto a aceitar possíveis perdas no mercado de ações. O construto apresenta  $M = 3,69$  e  $DP = 0,76$ , o que não indica grande variação de opiniões e uma ligeira tendência a concordância, mas ainda no campo da neutralidade.

Normas Subjetivas – NSB - de todos os construtos foi o que apresentou menor média ( $M = 3,42$ ,  $DP = 0,86$ ), ou seja, tendência à neutralidade. Isso significa que para os investidores, as normas subjetivas não têm tanto peso em seu processo de decisão de aplicação em ações como enfatizado na variável NSB4 (“Eu me sinto sob pressão de terceiros na hora de fazer alguma aplicação financeira”) que obteve a  $M = 2,88$  (abaixo da neutralidade), porém mostrando variabilidade de percepções ( $DP = 1,26$ ).

Quanto ao construto Atitude - ATT( $M = 3,75$ ;  $DP = 0,64$ ), com percepção de neutralidade tendendo a concordância, observa-se que não existe uma uniformidade entre as variáveis. ATT4 (“É sempre fácil determinar a credibilidade do mercado de ações”) e ATT5 (“Sinto que a ideia de participar de uma compra/venda no mercado de ações é atraente”) são as variáveis que apresentam maiores e menores médias e desvios padrões, respectivamente. Em ATT4 há uma clara neutralidade com variação de percepções ( $M = 3,02$ ;  $DP = 1,20$ ), enquanto em ATT5 ( $M = 4,17$ ;  $DP = 0,76$ ), há uma tendência a concordância, com uma baixa variabilidade de percepções.

No construto Intenção de Investimentos em Ações – INT ( $M = 3,92$ ;  $DP = 0,69$ ) o comportamento das variáveis é muito próximo, sem desvios padrões díspares, o que mostra que existe uma uniformidade tanto na tendência à concordância dos

investidores quanto a intenção em investir em ações. O que é natural em função das perguntas de controle.

No construto Governança Corporativa – GOV (M=3,87; DP=0,66), GOV1 é a variável que apresenta menor média de 3,31 e maior desvio padrão de 1,20 dentro do construto, o que mostra que existe uma certa indecisão por parte dos investidores, se de fato tem-se conhecimentos sobre os conceitos de governança corporativa ou não. Porém, há uma tendência a concordância quanto a importância da governança.

## 4.2 CORRELAÇÃO LINEAR SIMPLES

A correlação mede a força da relação entre cada um dos construtos. Todos eles possuem correlação positiva entre si, o que indica que, de forma geral, um valor mais alto em qualquer construto também estará vinculado a um valor alto para o outro. Os resultados encontram-se na Tabela 3.

**TABELA 3 – CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS**

	GOV	IN	CP	NS	AT
GOV	1				
INT	,593**	1			
CCP	,552**	,525**	1		
NSB	,344**	,417**	,544**	1	
ATT	,518**	,521**	,587**	,539**	1

Fonte: Elaborado pelo autor.

A correlação mais forte apresentada foi entre INT e GOV, 0,593. A correlação mais fraca (mas ainda assim significativa e relevante) foi entre NSB e GOV, 0,344.

De acordo com Gompers, Ishiie Metrick (2003), Drobetz, Zimmermann e Schillhofer (2003), Alleyne e Broome (2011), Mohamad e Sori (2011), Pascual-Ezama, Scandroglio e Liaño(2014),Ibrahim e Arshad (2017) eNgamchom, Kamolsakulchai, Suwannoi e Wongkantarakorn(2018),existe uma relação direta entre governança

corporativa, e a intenção de investir em ações e o seu retorno. Ademais, muitos investidores consideram a governança como uma obrigação legal para estar no mercado de capitais e que quanto mais forte for o nível de governança maior a percepção do investidor de segurança.

O fato da norma subjetiva ter sido o construto com a menor correlação com intenção de investir em ações é condizente com Alleyne e Broome (2011), que relataram que familiares, amigos e terceiros podem vir a ter peso na percepção do indivíduo quanto ao mercado, podendo ocasionar um movimento contrário a intenção de se investir em ações.

#### 4.3. REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA

O objetivo nesse modelo é identificar quais construtos tem relação com o construto INT. Conforme visto nas correlações, todos os construtos são correlacionados entre si, o que pode levar a um modelo mais fraco – com R<sup>2</sup> baixo – uma vez que um dos princípios da regressão linear é de que as variáveis independentes precisam se correlacionar com a dependente (INT), mas as independentes não deve ter alta correlação entre si. Quando isso ocorre, a chance é que a participação de alguns delas no modelo se torne redundante e em virtude disso são classificadas como não significativas ( $p > 0,05$ ).

**TABELA 4 - MODELO DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA**

	Coeficiente	t	valor p	VIF
Constante	0,859	4,315	0,000	
GOV	0,397	7,189	0,000	1,570
CCP	0,141	2,612	0,009	1,956
NSB	0,087	2,022	0,044	1,589
ATT	0,189	3,069	0,002	1,854

Obs.:1) Variável dependente: IN – Intenção de aplicação em ações;

2) Variáveis independentes: GOV – importância do nível de governança corporativa, CCP – Controle comportamental percebido, NSB – normas subjetivas, e ATT – atitude quanto à aplicação em ações;

3) R<sup>2</sup> ajustado = 43,5%;

4) Estatística F (4, 314) = 62,285, Prob. > F = 0,00.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O poder de explicação do modelo é de 43,5%, ou seja, 43,5% da variabilidade encontrada em na intenção de aplicar em ações (INT) é explicada pelos 4 construtos que compõem o modelo. Todos os construtos passam pelos critérios de multicolinearidade (VIF é inferior a 10 em todos os casos). Como seus coeficientes são positivos e significantes, pode-se dizer que quanto maior importância dada à governança (GOV), controle comportamental percebido (CCP), normas subjetivas (NSB) e atitude em relação à aplicação em ações (ATT), maior será a intenção em aplicação em ações (INT).

Os resultados encontrados vão ao encontro aos de Bar-Yosef e Prencipe (2013) e Farooq e Ahmed (2014), que concluíram que um nível maior de governança reduz os ruídos passados ao mercado, melhora a sincronia de informações entre empresa e mercado e aumenta o volume de aplicação em ações.

Ressalte-se que norma subjetiva e controle comportamental percebido, de acordo com Ajzen (2002), têm efeito indireto em um determinado comportamento por meio da intenção. O fato de a norma subjetiva ter apresentado uma correlação baixa com a intenção em aplicação em ações pode estar relacionada com a influência de

amigos, familiares e terceiros, como mostrado nos trabalhos de Shanmughan e Ramya (2012) e Cuong e Jian (2014).

Quanto ao controle comportamental percebido e à atitude, os resultados apurados vão ao encontro dos trabalhos de Cooke e Sheeran (2004) e Wood e Zaichkowsky (2004), que mostraram que estes estão relacionados a *trade-offs*, escolhas que um indivíduo faz em detrimento de outras e que podem ou não vir a influenciar na intenção de investir do indivíduo. Além disso, esse comportamento depende da sua percepção de controle e segurança.

Observa-se que atitude, normas subjetivas e controle comportamental percebido, de acordo com Armitage e Conner (2001), Godin e Kok (1996) e Sheeran (2002) têm pesos equivalentes na intenção e representam de 39% a 42% da sua variação. Logo, estão alinhados ao resultado deste trabalho.

Quanto à importância dada à governança, dois grupos foram formados: o dos que dão importância (notas médias acima de 3) e o dos que não dão importância para a governança (notas médias de 1 a 3). Nas Tabelas 5 e 6 estão os resultados.

**TABELA 5 - REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA PARA INDIVÍDUOS QUE NÃO DÃO IMPORTÂNCIA PARA A GOVERNANÇA**

	Coeficiente	t	valor p	VIF
Constante	0,669	1,211	0,234	
CCP	0,213	0,983	0,333	2,487
NSB	0,047	0,268	0,790	1,961
ATT	0,554	3,150	0,003	1,419

Obs.:

- 1) Variável dependente: IN – Intenção de aplicação em ações;
- 2) Variáveis independentes: GOV – importância do nível de governança corporativa, CCP – Controle comportamental percebido, NSB – normas subjetivas, e ATT – atitude quanto à aplicação em ações;
- 3) R<sup>2</sup> ajustado = 36,2%;
- 4) Estatística F (3,35) = 8,181, Prob. > F = 0,000.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para o caso dos que não dão importância para o nível de governança, o modelo foi significativo ( $p = 0,000$ ), mas com apenas uma variável significativa, a atitude (ATT). Como o coeficiente é positivo, um ATT gera um aumento na intenção de aplicação (INT). O nível de explicação o do modelo é de 36,2%.

De acordo com Arnold, Bedard, Phillips e Sutton(2011), Boylan (2015) e Musfialdy, Edison e Artis.(2019), quando as empresas ocultam informações ou não são transparentes na sua divulgação, a implementação de melhores níveis de governança fica mais difícil e os investidores tendem a reduzir sua intenção de investir na compra de ações por projetarem um risco maior e uma possível queda no preço das ações.

O construto atitude mostra-se relevante no sentido de se aplicar em ações, porque a maioria dos respondentes tem a propensão a aplicar em ações, e isso é mostrado no trabalho de Ajzen e Fishbein (2000), que evidencia que a atitude do indivíduo tende a ser positiva em uma determinada ação ou não, dependendo da sua propensão a determinado comportamento, impactando assim na sua intenção.

**TABELA 6 - REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA PARA INDIVÍDUOS QUE DÃO IMPORTÂNCIA PARA A GOVERNANÇA**

	Coeficiente	t	valor p	VIF
Constante	1,991	9,316	0,000	
CCP	0,249	4,548	0,000	1,543
NSB	0,120	2,567	0,011	1,594
ATT	0,176	2,541	0,012	1,728

Obs.:

1) Variável dependente: IN – Intenção de aplicação em ações;

2) Variáveis independentes: GOV – importância do nível de governança corporativa, CCP – Controle comportamental percebido, NSB – normas subjetivas, e ATT – atitude quanto à aplicação em ações;

3) R2 ajustado = 26,7%;

4) Estatística F (3,276) = 34,957.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para o caso dos que dão importância para o nível de governança, o poder de explicação do modelo é de 26,7%. Todos os construtos passam pelos critérios de Multicolinearidade (VIF é inferior a 10 em todos os casos). Todos os construtos são significativos e têm coeficiente positivo, o que significa que um aumento nos construtos de confiabilidade percebida (CCP), normas subjetivas (NSB) e atitude (ATT) gera um aumento no construto intenção (INT).

A percepção de risco, de acordo com Ajzen (2007), depende das crenças de cada indivíduo e de fatores que apoiem ou não a sua decisão em um determinado sentido e que podem estar relacionadas a experiências antigas. O mesmo vale para atitude e normas subjetivas que, de acordo com Taylor e Todd (1995), Pascual-Ezama *et al.* (2014), Cuong e Jian (2014) e Ibrahim e Arshad (2017), podem vir a ter um impacto positivo ou negativo na realização de um determinado comportamento, dependendo da sua propensão por determinado comportamento, no caso da atitude ou do peso de familiares e terceiros, considerando as normas subjetivas.

A atitude de se aplicar em ações está relacionada à percepção do investidor quanto ao investimento a ser realizado. De acordo com Ngamchom *et al.* (2018), a atitude do investidor quando à intenção de se investir passa pelos ganhos financeiros da empresa e pelos atributos de governança da empresa. Por conseguinte, o controle comportamental tem peso nessa decisão e, quanto maior a expertise do investidor, mais propenso o indivíduo fica de realizar a ação de se aplicar em ações, como mostrado por Cong e Jian (2014) e Aras e Crowther (2008). Quanto ao controle comportamental percebido, de acordo com Ajzen (1991), é formado em parte por experiências passadas e outras advindas por terceiros, amigos, familiares que podem vir a auxiliar na redução de ruídos de informação no seu processo de tomada de decisão.

#### 4.4 TESTE COMPARANDO HOMENS E MULHERES COM RELAÇÃO À INTENÇÃO DE INVESTIR EM AÇÕES (INT)

Os resultados do teste de diferenças de comportamento de intenção de investir em ações entre homens e mulheres encontra-se na Tabela 7. O valor p de 0,551 indica que não existe diferença entre homens e mulheres. Os resultados encontrados divergem de Eckel e Grossman (2008), Croson e Gneezy (2009) e Bertrand (2011), ao evidenciar que mulheres tem uma postura divergente dos homens quanto à intenção de aplicar em ações, em função de diferentes comportamentos em relação do risco.

**TABELA 7 - DIFERENÇAS DE HOMENS E MULHERES QUANTO À INTENÇÃO DE APLICAR EM AÇÕES (INT)**

Grupo	n	Média	Desvio Padrão	Erro do Desvio Padrão
Homens	168	3,91	0,688	0,053
Mulheres	151	3,95	0,700	0,057

Obs.:

1) Teste t = -0,597 (p valor = 0,551);

2) Grau de liberdade = 317;

3) Ho: média de homens - média de mulheres = 0 e Ha: média de homens - média de mulheres  $\neq$  0.

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.5 - ANOVA COMPARANDO OS 3 PERFIS DE INVESTIDOR

Utilizando ANOVA (vide Tabela 8), foram comparados os três perfis de investidor – conservador, moderado e arrojado, autodeclarados pelos respondentes, em relação à intenção de aplicação em ações. Foram estatisticamente iguais os perfis conservador e moderado (p = 0,561).

Quando esses perfis são comparados com o perfil arrojado, em ambos os casos existe a diferença, sendo que o perfil arrojado tem valores de IN maiores (a diferença entre a primeira coluna e a segunda é positiva, indicando que o perfil que está descrito na primeira coluna (I) – arrojado – tem valores maiores que os dois perfis

que estão na segunda coluna(J). Estatisticamente então, o perfil arrojado tem valores maiores que o moderado ( $p = 0,009$ ) e também maiores que o conservador ( $p = 0,000$ )

**TABELA 8–COMPARAÇÃO ENTRE PERFIS DE INVESTIDORES EM RELAÇÃO À INTENÇÃO DE INVESTIR EM AÇÕES (INT)**

Perfil de Investidor		Diferenças entre (I) e (J)	Erro padrão	Valor p	Intervalo de 95% de confiança	
(I)	(J)				Inferior	Superior
Moderado	Conservador	,12276	,09285	,561	-,1007	,3462
Arrojado	Moderado	,27197*	,09066	,009	,0538	,4902
Arrojado	Conservador	,39472*	,10139	,000	,1507	,6387

Obs.:

1) Diferenças ao nível de 5% de significância;

2) Estatística F (2,316) = 8,16.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os dados aqui encontrados quanto ao perfil dos investidores, de acordo com Olsen (2007, 2008), se diferenciam somente em dois: os que têm aversão ao risco e os que têm uma propensão maior ao risco. Segundo Bennet (2011), um dos fatores mais importantes para se aplicar em ações é a tolerância ao risco pelo indivíduo.

## Capítulo 5

### 5. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Observa-se na Tabela 3 uma correlação positiva entre todos os construtos o que corrobora com os estudos de Adam e Shauki (2014), Mandell e Klien (2007), Ajzen (2006) e Borden, Lee, Serido e Collins (2008) por mostrar que existe uma forte associação entre atitude, normas subjetivas, controle comportamental e intenção de investimento em ações.

Contudo, observa-se que a correlação mais forte entre os construtos foi com INT e GOV, o que vem a confirmar o estudo de Khanna e Zyla (2012) que mostrou que os investidores normalmente não investem em empresas com baixo nível de governança e tem esse item como um fator preponderante na sua percepção de risco.

Na Tabela 4 traz um modelo proposto onde Intenção de Investir em Ações (INT) é considerado a variável dependente e os demais construtos como independentes. São eles: Governança Corporativa (GOV), Controle Comportamental (CCP), Normas Subjetivas (NSB) e Atitude(ATT). Todos os construtos apresentaram relevância estatística, explicando 36,2% do modelo, sendo ambos com coeficientes positivos.

De acordo com Trange Tho (2017), a intenção de investir tem uma relação positiva com aplicações financeiras e para cada 1% do aumento da satisfação do investidor a intenção de investir em ações aumenta em 37%. Quanto a Governança Corporativa, segundo Ebaid (2013) e Outa, Waweru e Ozili(2018), a adoção de melhores níveis de governança tendem a melhorar a qualidade das informações financeiras e conseqüentemente influenciam as decisões dos investidores em suas aplicações.

Nas Tabelas 5 e 6 são apresentadas regressões para dois grupos: um que considera a importância da governança corporativa e outro que não considera a governança importante para aplicação em ações. Na Tabela 5 estão os investidores que não consideram o construto GOV como importante para aplicação em ações. Para esse modelo considerou-se INT como variável dependente, CCP, NSB e ATT como variáveis independentes.

Os resultados obtidos nesse modelo após retirar o construto GOV, vão de encontro com os resultados obtidos por Woode Zaichkowsky (2004), Dayaratnee Wijethunga(2015), Ibrahim Arshad (2017) e Seth e Chowdary (2017), que evidenciam informações similares as encontradas nessa regressão, demonstrando que ATT, NSB e CCP podem ter um impacto negativo na intenção, seja pela aversão a perda, seja a influência de terceiros no processo de aplicação em ações.

Na regressão apresentada na Tabela 6, a amostra é composta por pessoas que dão importância a governança corporativa como um indicador relevante no processo de aplicação em ações. Esse modelo apresenta um  $R^2$  de 26,7%, sendo inferior ao do modelo composto por pessoas que não consideram a governança como uma métrica importante para intenção de investir em ações, porém com todos os seus construtos com relevância estatística.

As informações obtidas com o construto NS na tabela 6 corroboram com os estudos de Gopie Ramayah (2007), Alleyne Broome (2011), Dayaratnee Wijethunga(2015) e Ibrahim Arshad (2017), ao evidenciar que as normas subjetivas como a opinião de familiares, grupo de referência ou outros podem vir a oferecer obstáculos prévios à intenção de investir. Quanto aos resultados encontrados nos construtos INT e ATT, ambos foram concordantes com os de Cuncinelli (2016), Rautet

al. (2018) e Akhtare Das (2018), que evidenciam que intenção e atitude têm relevância para a decisão de se investir em ações.

Os resultados encontrados indicam que não existe diferença significativa entre homens ou mulheres quanto aplicação em ações. Porém os resultados aqui encontrados divergem dos de (Eckel & Grossman, 2008; Croson & Gneezy, 2009; Bertrand, 2011) ao evidenciar que mulheres tem uma postura divergente dos homens quanto a intenção de se aplicar tendendo a ter um comportamento mais averso ao risco.

Em relação aos três perfis de investidores considerados –conservador, moderado e arrojado –e a intenção de aplicação em ações, o que se observa é que, estatisticamente, o perfil arrojado tem uma intenção maior em investir em ações. Enquanto isso as pessoas autodeclaradas de perfil conservador e moderado são estatisticamente idênticas quanto à intenção em investir em ações. Os resultados convergem com o trabalho de Bittencourt *etal.*(2018),em que observaram que as pessoas que possuem perfil moderado ou conservador têm um movimento mais conservador, enquanto os arrojados estão mais predispostos ao risco em busca de ganhos de longo prazo em suas aplicações.

## Capítulo 6

### 6. CONCLUSÃO

O principal objetivo deste trabalho foi avaliar os antecedentes e a relação da intenção com a efetiva aplicação por parte de pessoas físicas em ações de empresas negociadas na B3. Ressalta-se que de forma adicional, buscou-se verificar a relação entre os investidores que veem a governança corporativa como relevante para aplicação em ações e os que não a veem como uma variável relevante para aplicação em ações.

Com os resultados obtidos, constatou-se que dentre os construtos levados em consideração para mensurar os antecedentes à intenção de se investir em ações todos apresentaram relevância estatística corroborando assim com os estudos apresentados aqui.

Porém, quando se analisou a percepção por parte dos investidores que veem a governança como importante na aplicação de ações e os que têm uma visão contrária, obteve-se uma diferença entre os resultados obtidos. Identificou-se que, para os investidores que não dão importância à governança, o modelo teve um bom poder explicativo, porém somente atitude se mostrou estatisticamente significativa. Enquanto isso, no modelo considerando para os investidores que consideram a governança como uma métrica importante, também com um bom poder explicativo, houve significância estatística em todos os construtos.

Este estudo visou contribuir para o setor de mercado de capitais, principalmente para os profissionais de mercado como agentes autônomos de investimentos, corretoras, bancos, sociedade, empresas que trabalham com algum nível de governança ou tenha intenção de adesão.

Mostrou-se que a governança é importante na aplicação em ações por parte dos investidores pessoa física e essa intenção é maximizada principalmente por investidores que veem na governança como uma variável relevante no seu processo de aplicação.

Uma das limitações é que o questionário, para ter uma maior eficiência, poderia representar respondentes com uma maior percepção de bolsa. Hoje em dia de acordo com os dados da B3, 70% dos investidores em ações estão situados nas regiões Sul e Sudeste. Possivelmente, uma base de dados com a mesma distribuição percentual ou similar, os resultados poderiam ter sido mais robustos.

Para trabalhos futuros, recomenda-se fazer novos estudos tendo por base a governança como cerne da pesquisa, porém voltado para mensurar a percepção do investidor estrangeiro quanto à importância do nível de governança para aplicação em ADRs. Outra opção seria fazer o mesmo trabalho restringindo por países ou blocos de países emergentes com países desenvolvidos e comparando os resultados entre si. Ainda, pode-se acrescentar uma análise entre os países que não possuem previdência própria e a percepção do investidor em ações quanto a importância da governança corporativa para aplicar-se em ações.

## REFERÊNCIAS

- Adam, A. A., & Shauki, E. R. (2014). Socially responsible investment in Malaysia: behavioral framework in evaluating investors' decision-making process. *Journal of Cleaner Production*, 80, 224-240.
- Ajzen, I. (1985). *From Intentions to Actions: A Theory of Planned Behavior*. New York: Springer.
- Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179-211.
- Ajzen, I. (2002). Perceived behavioral control, self-efficacy, locus of control, and the Theory of Planned Behavior. *Journal of Applied Social Psychology*, 32(4), 665-683.
- Ajzen, I. (2006). *Constructing a TpB questionnaire: conceptual and methodological considerations*. Recuperado em 26 fevereiro, 2020, de <http://pdfs.semanticscholar.org/0574/b20bd58130dd5a961f1a2db10fd1fcbae95d.pdf>.
- Ajzen, I. (2007). *Understanding attitudes and predicting social behavior*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Ajzen, I. (2011). The theory of planned behaviour: *Reactions and Reflections*, *Psychology & Health*, 26(9), 1113-1127.
- Ajzen, I., & Fishbein, M. (1970). The prediction of behavior from attitudinal and normative variables. *Journal of Experimental Social Psychology*, 6(4), 466-487.
- Ajzen, I., & Fishbein, M. (1975). *Belief, attitude, intention, and behavior: an introduction to theory and research*. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Ajzen, I., & Fishbein, M. (2000). Attitudes and the attitude-behavior relation: reasoned and automatic processes. *European Review of Social Psychology*, 11(1), 1-33.
- Ajzen, I., & Madden, T. J. (1986). Prediction of goal directed behavior: Attitudes, intentions, and perceived behavioral control. *Journal of Experimental Social Psychology*, 22(5), 453-474.
- Akhtar, F., & Das, N. (2018). Predictors of investment intention in Indian stock markets. *International Journal of Bank Marketing*. *International Journal of Bank Marketing*, 37(1), 1-9.
- Ali, A. (2011). Predicting individual investors intention to invest: an experimental analysis of attitude as a mediator. *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 50(1), 876-880.

- Alleyne P. & Broome, T. (2010). An explanatory study of factors influencing investment decisions of potential investors. *Department of Management Studies*, 2-22.
- Alleyne, P. Using the theory of planned behaviour and risk propensity to measure investment intentions among future investors. *Journal of Eastern Caribbean Studies*, 36(1), 1-20.
- Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433-448.
- Arida, P., Bacha, E., & Lara-Resende, A. (2005). Credit, interest and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In F. Giavazzi, I. Goldfajn, & S. Herrera. *Inflation targeting, debt and the Brazilian experience, 1999 to 2003*, 265-293.
- Armitage, C., & Conner, M. (1999). Predictive validity of the theory of planned behaviour: the role of questionnaire format and social desirability. *Journal of Community & Applied Social Psychology*, 9(4), 261-272.
- Armitage, C. J., & Conner, M. (2001). Efficacy of the theory of planned behaviour: a meta-analytic review. *British Journal of Social Psychology*, 40(4), 471-499.
- Arnold, V., Bedard, J., Phillips, J., & Sutton, S. (2011). Do section 404 disclosures affect investors' perceptions of information systems reliability and stock price predictions? *International Journal of Accounting Information Systems*, (12), 243-258.
- Bacen – Banco Central do Brasil. (2019). *Taxa de juros básica – histórico*. Recuperado em 20 novembro, 2019, de <https://www.bcb.gov.br/controlinflacao/historicotaxasjuros>.
- Baker, H. K., & Haslem, J. A. (1974). Individual investor behaviour: An empirical study of the UAE financial markets. *The Business Review*, 5(2), 225-232.
- Bar-Yosef, S., & Prencipe, A. (2013). The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Market Liquidity in a Highly Concentrated Ownership Capital Market. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 28(3), 292-316.
- Becker, G. S, & Murphy, K. M. (2007). A theory of rational addiction. *The Journal of Political Economy*, 96(4), 675-700.
- Bennet, E. (2011). Stock-specific factors and its influence on investors' sentiment: evidence from Indian stock market. *Financial Markets & Corporate Governance Conference*, 15(1), 1-19.

- Bertrand, M., 2011. New perspectives on gender. In: Ashenfelter, O., & Card, D. (Eds.). *Handbook of Labor Economics*, 4B, 1543-1590.
- Billeter, D., Kalra, A., & Loewenstein, G. (2011). Underpredicting learning after initial experience with a product. *Journal of Consumer Research*, 37(5), 723-736.
- Bittencourt, J. A., Sardinha, G., Barbosa, C. A., Alves, R. C. S., & Oliveira, S. A. (2018). Análise da relação entre o perfil de investidor, a realidade do mercado de renda fixa e variável e a teoria da aversão à perda. *Revista Razão Contábil & Finanças*, 9(2), 9-24.
- Blanchard, C., Fisher, J., Sparling, P., Nehl, E., Rhodes, R., Courneya, K., & Baker, F. (2008). Understanding physical activity behavior in African American and Caucasian college students: an application of the theory of planned behavior. *Journal of American College Health*, 56(4), 341-346.
- Borden, L. M., Lee, S. A., Serido, J., & Collins, D. (2008). Changing college students' financial knowledge, attitudes, and behavior through seminar participation. *Journal of Family and Economic Issues*, 29(1), 23-40.
- Boylan, R. (2015). The determinants of bank capital for East Asian countries. *Global Business Review*, 20(6), 11-23.
- B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. (2019). *Histórico pessoas físicas*. Recuperado em 20 novembro, 2019, de [http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/).
- Bushman, R. & J. Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Brasil. (2001). *Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Recuperado em 25 fevereiro, 2020, de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm).
- Carvalho, A., & Pennacchi, G. (2012). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 883-903.
- Cooke, R., & Sheeran, P. (2004). Moderation of cognition–intention and cognition–behavior relations: a meta-analysis of properties of variables from the theory of planned behavior. *British Journal of Social Psychology*, 43(2), 159-186.
- Croson, R., Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 1-27.
- Croy, G., Gerrans, P., & Speelman, C. (2010). The role and relevance of domain knowledge, perceptions of planning importance, and risk tolerance in predicting savings intentions. *Journal of Economic Psychology*, (31), 860-871.

- Cuong, P. K., & Jian, Z. (2014). Factors influencing individual investors' behavior: An empirical study of the Vietnamese stock market. *American Journal of Business and Management*, 3(2), 77-94.
- Dayaratne, D.A.I., & Wijethunga, A. W. G. C. N. (2015). Impact of psychology on behavioral intention in investing in capital markets: A survey of Colombo stock exchange. *International Journal of Accounting & Business Finance*, 1(2), 37-45.
- Dornelas, L. N. D. (2009). *SELIC - o mercado de dívida pública no Brasil*. (Tese de doutorado). Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia e Relações Internacionais, da Universidade Federal de Uberlândia – UFU. Recuperado em 20 novembro, 2019, de <https://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/24624/3/SELICMercadoDívida.pdf>.
- Drobetz, W., Zimmermann, H., & Schillhofer, A. (2003). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2):267-293.
- Ebaid, I. (2013). Corporate governance and investors' perceptions of earnings quality: Egyptian perspective. *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, 13(3), 18-25.
- Eckel, C., Grossman, P., 2008. Men, women and risk aversion: experimental evidence. In: Plott, C., Smith, V. (Eds.). *Handbook on Experimental Economics Results*, vol. 1. Elsevier, New York.
- Farooq, O., & Ahmed, S. (2014). Stock price synchronicity and corporate governance mechanisms: evidence from an emerging market. *International Journal of Accounting Auditing and Performance Evaluation*, 10(4), 395-409.
- Ferraz-Correia, L., Amaral, H., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 22(55), 45-63.
- Fishbein, M., & Ajzen, I. (1976). Misconceptions about the Fishbein model: reflections on a study by Songer-Nocks. *Journal of Experimental Social Psychology*, 12(6), 579-584.
- Fridson, M. (2007). Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases. *Financial Analysts Journal*, 63(2), 107-108.
- Fünfgeld, B., & Wang, M. (2009). Attitudes and behaviour in everyday finance: Evidence from Switzerland. *International Journal of Bank Marketing*, 27(2), 108-128.
- Gary, M., & Wood, R. (2011). Mental models, decision rules, and performance heterogeneity. *Strategic Management Journal*, 32(6), 569-594.

- Gay, K. (2002). Board theories and governance practices: agents, stewards and their evolving Relationships with Stakeholders. *Journal of General Management*, 27(3), 36-61.
- Gentile, C., Spiller, N., & Noci, G. (2007). How to sustain the customer experience: an overview of experience components that co-create value with the customer. *European Management Journal*, 25(5), 395-410.
- Geocze, Z. B. (2010). Níveis diferenciados de governança corporativa e o efeito sobre o risco de suas ações. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1(1), 1-23.
- Gilliam, J., Chatterjee, S., & Zhu, D. (2010). Determinants of risk Tolerance in the baby boomer cohort. *Journal of Business & Economics Research*, 8(5), 79-88.
- Godin, G., & Kok, G. (1996). The theory of planned behavior: a review of its applications to health-related behaviors. *American Journal of Health Promotion*, 11(2), 87-98.
- Gompers, P., Ishii J., & Metrick A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Gopi, M., & Ramayah, T. (2007). Applicability of theory of planned behavior in predicting intention to trade online: Some evidence from a developing country. *International Journal of Emerging Markets*, 2(4), 348-360.
- Guragai, B. & Peabody, S. (2018). Demographic factors affecting U.S. households' investment in stocks. *International Journal of Economics and Finance*, 10(4), 112-122.
- Hachigian, D., & Hallahan, K. (2003). Perceptions of public relations Web sites by computer industry journalists. *Public Relations Review*, 29(1), 43-62.
- Hair Jr., J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, L. R. (2009). *Análise multivariada de dados*. São Paulo: Bookman.
- Hamdan, A., Alareeni, B., & Buallay, (2017). A. The moderating role of corporate governance on the relationship between intellectual capital efficiency and firm's performance: evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 14(4), 295-318.
- Hardeman, W., Johnston, M., Johnston, D., Bonetti, D., Wareham, N., & Kinmonth, A. L. (2002). Application of the theory of planned behaviour in behaviour change interventions: a systematic review. *Psychology & Health*, 17(2), 123-158.
- Herrero-Crespo, Á. H., & Rodríguez-del-Bosque, I. (2008). The effect of innovativeness on the adoption of B2C e-commerce: a model based on the Theory of Planned Behaviour. *Computers in Human Behavior*, 24(6), 2830-2847.

- Heukelom, F. (2010). Measurement and decision making at the University of Michigan in the 1950s and 1960s. *Journal of the history of the behavioral sciences*, 46(2), 189-207.
- Ibrahim, Y., & Arshad, I. (2017). Examining the impact of product involvement, subjective norm and perceived behavioral control on investment intentions of individual investors in Pakistan. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(4):181-193.
- Kaustia, M., Conlin, A., & Luotonen, N. (2018). What drives the heterogeneity in portfolio choice? The role of institutional, traditional, and behavioral factors. *Journal of Finance*, 18(1), 490-533.
- Khanna, V., & Zyla, R. (2012). *Survey says... corporate governance matters to investors in emerging market companies*. Washington, DC: International Finance Corporation – IFC.
- Koropp, C., Kellermanns, F., Grichnik, D., & Stanley, L. (2014). Financial decision making in family firms: an adaptation of the theory of planned behavior. *Family Business Review*, 27(4), 307-327.
- Kurniati, S., Handayani, S. R., & Rahayu, S. M. (2018). Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 18-34.
- Lazear, E. P. (2000). Economic imperialism. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(1) 99-146.
- Li, H., Pincus, M., & Rego, S. (2008). Market reaction to events surrounding the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and earnings management. *Journal of Law and Economics*, 51(1), 111-134.
- Lin, H. (2010). Applicability of the extended theory of planned behavior in predicting job seeker intentions to use job-search websites. *International Journal of Selection and Assessment*, 18(1), 64-74.
- Lopes, A., Walker, M., & Silva, R. (2016). The determinants of firm-specific corporate governance arrangements, IFRS adoption and the informativeness of accounting reports: evidence from Brazil. *Journal of International Accounting Research*, 15(2), 101-124.
- Mahastanti, L., & Hariady, E. (2014). Determining the factors which affect the stock investment decisions of potential female investors in Indonesia. *International Journal of Process Management and Benchmarking*, 4(2), 186-197.
- Mandell, L., & Klein, L. S. (2007). Motivation and financial literacy. *Financial Services Review*, 16(2), 106-116.
- Miah, D., & Mostofa, G. (2003). Corporate governance in Japan: persistence and change. *Bangladesh Research Publications Journal*, 8(1), 79-88.

- Mittal, M., & Vyas, R. K. (2008). Personality type and investment choice: an empirical study. *The ICFAI University Journal of Behavioral Finance*, 5(3), 7-22.
- Mohamad, S., & Muhamad Sori, Z. (2011). Corporate governance from a global perspective. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1817082>.
- Mohamed, W S. (2016). The Impact of Corporate Governance on Stock Price and Trade Volume. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 6(2), 27-44.
- Musfialdy, R., Edison, A., & Artis, D. (2019). The influence of Corporate Governance Mechanism Towards Company Performance. *Indonesian Journal of Economics, Social, and Humanities*, 1(2), 111-118.
- Nakamura, M. (2010). Adoption and policy implications of Japan's new corporate governance practices after the reform. *Asia Pacific Journal of Management*, (28), 187-213.
- Namazi, M., & Hosseininia, S. (2017). The moderating role of corporate governance on the relationship between a firm's product lifecycle and risk-taking. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 8, 87-100.
- Ngamchom, W., Kamolsakulchai, M., Suwannoi, T., & Wongkantarakorn, J. (2018). Corporate governance that influences an investment intention in the ASEAN-Stars Thai listed companies: a marketing application for brokerage firms. *International Corporate Governance and Regulation*, 20, 173–187.
- Ngoc, L.T.B. (2014). Behavior pattern of individual investors in stock market. *International Journal of Business and Management*, 9(1), 1.
- Oktadella, D. (2011). Analysis of corporate governance against the integrity of financial reports. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4), 174-181.
- Oliveira, F. N., & Costa, A. R. R. (2013). Os Impactos das mudanças inesperadas da SELIC no mercado acionário brasileiro. *Revista BBR – Brazilian Business Review*, 10(3), 54-84.
- Olsen, R. A. (2007). Investors' predisposition for annuities: a psychological perspective. *Journal of Financial Service Professionals*, 61(5), 51-57.
- Olsen, R. A. (2008). Cognitive dissonance: the problem facing behavioral finance. *Journal of Behavioral Finance*, 9(1), 1-4.
- Outa, E. R., Waweru, N. M., & Ozili, P. K. (2018). Security market regulation: antecedents for capital market confidence in frontier markets. *Accounting Research Journal*, 7(1), 1-10.
- Palamida, E., Xanthopoulou, D., Papagiannidis, S., & Stamati, T. (2016). Exploring intentions towards human, social and financial capital investments in a turbulent

economic environment. *The International Journal of Entrepreneurship and Innovation*, 18(2), 79-90.

- Pascual-Ezama, D. (2013). On the efficiency of bankruptcy law: empirical evidence in Spain. *International Insolvency Review*, 54(1), 219-233.
- Pascual-Ezama, D., Scandroglio, B., & Liaño, B. G. (2014). Can we predict individual investors' behavior in stock markets? A psychological approach. *Universitas Psychologica*, 13(1), 3-19.
- Plantinga, A., Krijnen, J., Zeelenberg, M., & Breugelmans, S. (2017). Evidence for opportunity cost neglect in the poor. *Journal of Behavioral Decision Making*, 31(1), 65-73.
- Potter, R. E. (1971). An empirical study of motivations of common stock investors. *Southern Journal of Business*, 6(1), 41-44.
- Rajarajan, V. (2000). Investors lifestyle and investment characteristic. *Finance India*, 24(2), 465-478
- Raut, R., Das, N., & Kumar, R. (2018). Extending the theory of planned behaviour: impact of past behavioural biases on the investment decision of Indian investors. *Asian Journal of Business and Accounting*, 11(1). 265-291.
- Ritter, J.R. (2003) Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429-437.
- Rosenzweig, E., & Critcher, C. R. (2014). Decomposing forecasting: the salience-assessment-weighting (SAW) model. *Current Directions in Psychological Science*, 23(5), 368-373.
- Sarkar, A. K., & Sahu, T. N. (2018). Analysis of investment behaviour of individual investors of stock market: a study in selected districts of West Bengal. *Pacific Business Review International*, 10(7), 7-17.
- Schifter, D., & Ajzen, I. (1985). Intention, perceived control, and weight loss: an application of the theory of planned behavior. *Journal of Personality and Social Psychology*, 49(3), 843-851.
- Senaratne, S., & Gunaratne, P. S. M. (2012). The Anglo-Saxon approach to corporate governance and its applicability to emerging markets. *Proceedings of International Conference on Business Management*, 14(4), 207-219.
- Seth, R., & Chowdary, B. A. (2017). Behavioural finance: an examination of prospect theory. *Theoretical Economics Letters*, 7(5), 1134-1149.
- Shefrin, H. (2008). A Behavioral approach to asset pricing. 2<sup>nd</sup> ed. London: Elsevier.
- Sheeran, P. (2002). Intention-behavior relations: a conceptual and empirical review. In: Stroebe, W., & Hewstone, M. (Eds.). *European Review of Social Psychology*, 12, 1-36).

- Shih, Y.Y., & Fang, K. (2004). The use of a decomposed theory of planned behavior to study Internet banking in Taiwan. *Internet Research*, 14(3), 213- 223.
- Silva, W. M., & Yu, A. S. O. (2009). Análise empírica do senso de controle: buscando entender o excesso de confiança. *Revista de Administração Contemporânea*, 13(2), 247-271.
- Sitorus, R. R., & Murwaningsari, E. (2019). Do quality of financial reporting and tax incentives effect on corporate investment efficiency with good corporate governance as moderating variables? *Journal of Accounting, Business and Finance Research*, 6(1), 27-35.
- Smith, D., & Huettel, S. (2010). Decision neuroscience: neuroeconomics. *Wiley Interdisciplinary Reviews Cognitive Science*, 1(6), 854-871.
- Tavares, V. B., & Penedo, A. (2018). Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas – uma análise por meio de redes neurais artificiais. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 40-62.
- Taylor, S., & Todd, P. (1995). An integrated model of waste management behavior. *Environment and Behavior*, 27(5), 603-630.
- Trafimow, D., Sheeran, P., Conner, M., & Finlay, K. A. (2002). Evidence that perceived behavioral control is a multidimensional construct: Perceived control and perceived difficulty. *British Journal of Social Psychology*, 41(1), 101-121.
- Trang, P. T. M., & Tho, N. H. (2017). Perceived risk, investment performance and intentions in emerging stock markets. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 1-10.
- Tversky, A.; Kahneman, D. (1974) Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(1), 1124-1131.
- Xin, Z., Liang, M., Zhanyou, W., & Hua, X. (2019). Psychosocial factors influencing shared bicycle travel choices among Chinese: an application of theory planned behavior. *Plos one*, 14(1), 1-17.
- Zhang, N., Ji, L. & Li, Y. (2017). Cultural differences in opportunity cost consideration. *Frontiers in Psychology*, 8(art.45), 1-12.
- Zuckweiler, K. M., Rosacker, K. M., & Hayes, S. K. (2016). *Business students' perceptions of corporate governance best practices*. *Corporate Governance*, 16(2), 361-376.
- Wood, R., & Zaichkowsky, J. (2004). Attitudes and trading behavior of stock market investors: a segmentation approach. *Journal of Behavioral Finance*, 5(3), 170-179.

Yeon, K. (2016). Moderating effect of corporate governance structure between corporate social responsibility and performance. *Indian Journal of Science and Technology*, 9(46), 25-39.

## APÊNDICE A - QUESTIONÁRIO

Eu, Joécio Braga de Sousa, mestrando do curso de mestrado em Contabilidade e Administração da FUCAPE Business School do Maranhão sob a orientação do Dr. Sergio Augusto Pereira Bastos, estou convidando-o (a) a participar do estudo sobre "A intenção e o efetivo investimento em ações por pessoas físicas". Não há repostas certas ou erradas, o importante é sua opinião sobre as afirmativas que são apresentadas. Os dados são individuais, anônimos e confidenciais. A divulgação da pesquisa será feita de forma agregada e tem fins unicamente científicos. Desde já agradeço sua disponibilidade e ajuda.:

### 1. Já aplicou em ações?

Sim	Não
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

### 2. Pensa em aplicar em ações?

Sim	Não
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

### 3. Como considera o seu perfil de investidor?

Conservador	Moderado	Arrojado
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

### 4. Em qual desses produtos você aplicou?

Ações	Letra Finan	Futuro Commodites	Fut. Moeda	Fut. Ibov	COE > 3 anos	COE < 3 anos	COE = 3 anos	FII's	Nenhuma das Alternativas
<input type="radio"/>									

#### 1) Gênero?

Masculino	Feminino
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**2) Faixa etária**

Até 20 anos	Entre 21 e 40 anos	Entre 31 e 40 anos	Entre 41 e 50 anos	Acima de 50 anos
<input type="radio"/>				

**3) Nível de escolaridade?**

Fund. Incompleto	Fund. Completo	Med. Incompleto	Med. Completo	Sup. Incompleto	Sup. Completo	Pós - Graduado
<input type="radio"/>						

**4) Qual a renda salarial familiar mensal?**

De 1 a 3 salários	De 3 a 6 salários	De 6 a 9 salários	De 9 12 salários	Acima de 12 salários
<input type="radio"/>				

**5) Estado de Origem?**


---

**6) Acredito que entendo conceitos de governança corporativa.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**7) Acredito que a governança corporativa é importante para as empresas listadas na B3.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**8) Espera-se de empresas com maior nível de governança que os membros do Conselho de Administração tenham experiência em finanças, economia ou áreas afins.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**9) Empresas que tem um maior nível de governança devem ter mais independência na tomada de decisões.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**10) Eu acredito que entender os níveis de governança corporativas vão me ajudar.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**11) Investirei no mercado de ações com frequência.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**12) Vou incentivar meu amigo e família a investirem no mercado de ações.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**13) Investirei no mercado de ações no futuro próximo**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**14) Tenho conhecimento sobre as variáveis que influenciam o preço de uma ação, como inflação e balanço.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**15) Estou confortável em enfrentar perdas financeiras com investimento em ações.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**16) O público investidor está disposto a aprender sobre as forças que impactam nas oscilações das ações.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**17) O público em geral perceber o mercado de ações como um local de apostas.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**18) Quem tem influência importante em mim pensa que devo investir no mercado de ações.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**19) Pessoas cuja opinião eu valorizo preferiria que invista no mercado de ações.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**20) Tenho amigos e familiares investindo em ações.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**21) Eu me sinto sob pressão de terceiros na hora de fazer alguma aplicação financeira.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**22) Geralmente sou cauteloso sobre as ações que mostram mudanças repentinas no preço ou na atividade de negociação.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**23) Sempre sou atraído para investir em ações**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**24) Costumo analisar credibilidade das corretoras que fornecem serviços financeiros.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**25) É sempre fácil determinar a credibilidade do mercado de ações.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**26) Sinto que a ideia de participar de uma compra/venda no mercado de ações é atraente.**

Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Não discordo e nem concordo	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

## APÊNDICE B–CONSTRUTOS E VARIÁVEIS

<b>Construtos</b>	<b>Códigos</b>	<b>Variáveis Adaptadas</b>
<b>Governança Corporativa</b> Zuckweiller, Rosacker, & Hayes, 2016)	GOV1	Eu acredito que entendo conceitos de governança corporativa.
	GOV2	Acredito que a governança corporativa é importante para as empresas listadas na B3.
	GOV3	Espera-se de empresas com maior nível de governança que os membros do Conselho de Administração tenham experiência em finanças, economia ou áreas afins.
	GOV4	Empresas que tem um maior nível de governança devem ter mais independência na tomada de decisões.
	GOV5	Eu acredito que entender os níveis de governança corporativas vão me ajudar.
<b>Intenção</b> (Raut & Kumar, 2018)	INT1	Investirei no mercado de ações com frequência.
	INT2	Vou incentivar meu amigo e família a investirem no mercado de ações
	INT3	Investirei no mercado de ações no futuro próximo
<b>Controle Comportamental Percebido</b> BANSAL, 2017	CCP1	Tenho conhecimento sobre as variáveis que influenciam o preço de uma ação, como inflação e balanço.
	CCP2	Estou confortável em enfrentar perdas financeiras com investimentos em ações.
	CCP3	O público investidor está disposto a aprender sobre as forças que impactam nas oscilações das ações.
	CCP4	O público em geral percebe o mercado de ações como um local de apostas.
<b>Normas Subjetivas</b> (Taylor & Tood, 1995)	NSB1	Quem tem influência importante em mim pensa que devo investir no mercado de ações.
	NSB2	Pessoas cuja opinião eu valorizo preferiria que eu invista no mercado de ações.
	NSB3	Tenho amigos e familiares investindo em ações.
	NSB4	Eu me sinto sob pressão de terceiros na hora de fazer alguma aplicação financeira.
<b>Atitude</b> (Wannya, 2007)	ATT1	Geralmente sou cauteloso sobre as ações que mostram mudanças repentinas no preço ou na atividade de negociação.
	ATT2	Sempre sou atraído para investir em ações.
	ATT3	Costumo analisar a credibilidade das corretoras que fornecem serviços financeiros
	ATT4	É sempre fácil determinar a credibilidade do mercado de ações.
	ATT5	Sinto que a ideia de participar de uma compra/venda no mercado de ações é atraente.