



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

Sentimento do Investidor e Nível de Investimento das Empresas Brasileiras: Governança Corporativa Importa?

Luciana Alencar Firmo Macedo (UFPB)

E-mail: luciana.contabil@outlook.com

Orleans Silva Martins (UFPB)

E-mail: orleansmartins@yahoo.com.br

Márcio André Veras Machado (UFPB)

E-mail: mavmachado@hotmail.com

Resumo

Esta pesquisa buscou verificar o impacto da governança corporativa na relação entre o sentimento do investidor e o nível de investimento nas empresas listadas no IBrR-100. Analisou-se, igualmente, se a governança corporativa atua, por meio de seus mecanismos, como forma de atenuar a relação entre o investidor e o nível de investimento. A amostra selecionada para o estudo foi composta pelas companhias listadas na B3 que fazem parte do índice IBRX Brasil, em um corte transversal de tempo no período de 2010 a 2015, com dados coletados na base da Economatica, nos relatórios financeiros divulgados pelas companhias e em seus formulários de referência. A amostra final analisada foi de 77 empresas. Os resultados evidenciaram uma relação significativa e positiva entre o sentimento do investidor e as decisões de investimento, esse resultado está de acordo com o esperado pela literatura. Ainda, foi possível observar que as variáveis sentimento do mercado, tamanho da empresa, tamanho do conselho de administração e independência desse conselho foram significativas. Além disso, observou-se que a governança corporativa impactou significativamente o sentimento, porém evidenciou-se que esta aumentou o efeito do sentimento sobre as decisões de investimento das empresas. Portanto, as conclusões para o mercado brasileiro foram distintas das encontradas em Taiwan por Chen (2013), o qual verificou que a governança corporativa impactava diretamente a redução do sentimento do investidor. Todavia, esta pesquisa contribuiu com a literatura existente ao apontar a relação entre o sentimento do investidor e o nível de investimento no cenário brasileiro, visto a escassez de evidências até então.

Palavras-chave: Sentimento do Investidor, Investimentos, Governança Corporativa.



1 INTRODUÇÃO

O estudo relacionado a exterioridades comportamentais em finanças vem se tornando um campo fértil e consistente de pesquisas, com vários estudiosos tentando explicar os fatores que interferem de forma direta ou indireta nas decisões individuais dos investidores e as consequências de seus atos (Kahneman & Tversky, 1979; Daniel, Hirshleifer & Subrahmanyam, 1998). No entanto, estudos recentes mostram que os investidores têm momentos de irracionalidade e são incentivados por características emocionais, por exemplo, quando realizam algum investimento errado (Cornelli, Goldreich & Ljungqvist, 2006).

Estudos evidenciam ainda que a tomada de decisões de investimento é uma atividade considerada relevante para o desenvolvimento da gestão da empresa (Chen, 2013), ou seja, a exemplo de operações sustentáveis em que as empresas precisam ampliar de forma constante as inovações tecnológicas para suas instalações e produtos. Assim, as decisões com investimento muito explicam a respeito de como os recursos e fundos estão sendo utilizados, pois uma tomada de decisão feita de forma errada pode implicar em graves consequências para a vida da organização.

Baker, Stein e Wurgler (2003) evidenciam que as empresas que têm necessidade de financiamento externo terão tais investimentos, uma vez que são sensíveis aos preços e, conseqüentemente, uma empresa sem dívida e uma quantidade alta de caixa pode isolar seus níveis de investimentos de giros em seu preço das ações. Assim, a companhia necessita de capital para financiar seus investimentos marginais com menos propensão de emitir ações subvalorizadas.

Nesse sentido, quando os gerentes da empresa passam a operar como proprietários da empresa, supostamente, devem seguir ao máximo o interesse dos acionistas. Porém, devido ao problema da agência, alguns gerentes podem se desviar ou agir em seus próprios interesses (Jensen & Meckling, 1976). Assim, pesquisas anteriores obtiveram comprovações de que os mecanismos de governança corporativa podem suavizar os problemas de agência e causar um impacto maior no desempenho de uma empresa e, conseqüentemente, na riqueza dos acionistas (Core, Guay, & Rusticus, 2006; Cremers & Nair, 2005).

Segundo Baker, Stein e Wurgler (2003), o elemento irracional dos preços das ações pode ter impacto no investimento das empresas por meio de uma fonte de financiamento de capitais próprios. Sendo assim, esse financiamento pode ocasionar erros de precificação, influenciados pelo sentimento do investidor e, conseqüentemente, afetando de forma positiva o nível de investimento, em especial entre empresas que são muito dependentes de capital.

Baker e Wurgler (2007) discutiram acerca do sentimento do investidor, mostrando que é perfeitamente possível medi-lo e que seus reflexos são claramente perceptíveis sobre as empresas e mercado de ações. De forma geral, a discussão consistiu, em primeiro lugar, em verificar que o sentimento pode ser medido empiricamente e segundo, indagaram a respeito das especulações do mercado e as difíceis arbitragens que causam sensibilidade ao índice

Nessa perspectiva, as políticas adotadas em uma organização passam pela sua alta gestão, sendo essa responsável pela implantação das normas e mecanismos de governança corporativa que gerem a relação com os investidores e os demais interessados nas atividades corporativas. Isso sugere que o maior acionamento de mecanismos de governança possa estabelecer um ambiente mais seguro aos investidores. Nesse sentido, Chang, Faff e Hwang (2009) encontraram evidências de que ambientes com maior nível de governança ajudam a diminuir o efeito do sentimento do mercado. Assim, sabendo-se que os mecanismos de governança corporativa buscam mitigar os problemas de agência, bem como que podem influenciar nas escolhas dos investidores, em suas decisões de investimentos, é relevante levantar o seguinte questionamento: *qual é o impacto da governança corporativa na*



relação entre o sentimento do investidor e o nível de investimento nas empresas listadas no Ibrx-100?

Destarte a realização dessa pesquisa, sua motivação, em primeiro lugar, surge da necessidade de verificar o que alguns estudos têm indicado, que o erro de precificação causado pelo sentimento de mercado afeta as decisões de investimento dos gestores (Chen, 2013). Como consequência, analisa-se a atuação da governança corporativa sobre essa relação, por meio de seus mecanismos, ao afetar a relação entre o mercado e o nível de investimento. Além disso, esta pesquisa contribui com a literatura existente na medida em que pode trazer novas evidências empíricas da relação entre o sentimento do investidor e o nível de investimento, visto ser um tema ainda pouco explorado no cenário brasileiro.

Sendo assim, realizou-se uma pesquisa empírico-analítico em que foram selecionadas as 100 companhias com maior volume de negociação na bolsa. Os dados foram coletados a partir da base da *Economática*, no período de 2010 a 2015. Por meio de análises de regressão com dados em painel, constatou-se uma relação significativa positiva entre o sentimento do mercado e as decisões de investimento, como esperado, corroborando os achados de Chen (2013) no mercado de Taiwan.

O artigo está estruturado em cinco seções, a partir desta introdução, que constitui a primeira; na sequência, a fundamentação teórica discute acerca das decisões de investimento, bem como um tópico sobre sentimento do investidor e governança corporativa, constituindo a segunda seção; a terceira seção apresenta as características metodológicas da pesquisa; em seguida, apresenta-se a análise dos resultados; e, por fim, a quinta seção traz as considerações finais, seguidas das referências.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Decisões de Investimento

A estruturação de ativos dentro de uma organização vem dos seus ativos considerados como um conjunto de elementos que tem por objetivo a geração de benefícios futuros aos agentes envolvidos. As decisões de investimento, em especial as voltadas a alcançar benefícios de longo prazo, necessitam de análises que levem em consideração o risco intrínseco à decisão, a formação de um processo decisório integrado na visão de longo prazo, o abarcamento de níveis hierárquicos diversos no processo decisório e a vida útil dos ativos.

De acordo com Martinez (2007), no momento da tomada de decisões, os investidores, gestores de fundos de investimentos e profissionais de mercado buscam as previsões e recomendações dos analistas profissionais, considerados os usuários primários da informação, e sua função é exatamente disseminar as informações cabíveis aos participantes do mercado no auxílio da tomada de decisões, baseando-se nas expectativas de mercado para o preço das ações.

Inicialmente, Keynes (1936), em sua Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, ressalta que o gestor tomaria a decisão de investir com base na comparação entre a taxa de retorno esperada do investimento e o custo de oportunidade do capital a ser investido, que é dado pela taxa para obtenção de fundos ou de aplicação de recursos no mercado financeiro, ou seja, a taxa de juros. Nessa perspectiva, Keynes (1936) ainda argumenta que os preços das ações contêm um elemento importante de irracionalidade. Chen (2013), por sua vez, evidencia que essa irracionalidade influencia as decisões de financiamento de uma empresa e outras decisões de investimento. O estudo a respeito de financiamento de capitais próprios efetuados pelos gestores e como isso afeta as suas decisões por mais investimentos tem sido muito difundido. Stein (1996), por exemplo, propôs um modelo de



financiamento de capitais próprios no qual o *mispricing* de um estoque da empresa provoca mudanças nas condições de financiamento para a empresa.

Nesse sentido, Chen (2013) afirma que o sentimento do investidor afeta a empresa de investimento por meio da sincronização com o mercado e seu efeito do sentimento do é indireto, ou seja, as empresas com uma enorme quantidade de fundos internos ou uma alta capacidade de endividamento não precisam de obter financiamento para o investimento de capital próprio no mercado. Ainda assim, as decisões de investimento *mispricing* afetam quando os gerentes têm um incentivo para satisfazer o investidor otimista ou o pessimista, ou seja, o sentimento de investidores, mesmo na ausência de alta dependência de capital. Devido à assimetria de informação, potenciais investidores valoram uma empresa com base na sua observação do comportamento do investimento da empresa (Chan, Martin, & Kensinger, 1990).

2.2 Sentimento do Investidor

As crises no mercado financeiro, conhecidas como bolhas, são explicadas por meio de uma má determinação nos preços, sugerindo que o sentimento do investidor reflete as percepções do mercado, sejam elas referentes às alterações de humor dos que os compõem, do otimismo e pessimismo destes, sejam as referentes à confiança em relação ao mercado (Smidt, 1968).

Baker e Wurgler (2006, 2007) examinaram a relação existente entre o sentimento do investidor e o retorno de ações, de acordo com sua dificuldade de arbitragem e a exposição às especulações de mercado. Os critérios utilizado por eles para selecionar as ações difíceis de arbitrar foram determinadas de acordo com as seguintes características: tamanho (com baixo valor de capitalização), maturidade (com menor tempo de listagem na bolsa), volatilidade (com alta volatilidade), lucratividade (menos lucrativas), dividendos (não pagadoras), valor (*growth stocks*) e situação financeira da empresa (com dificuldade).

Uma discussão que vale ser lembrada é sobre a mensuração do sentimento do investidor. Uma forma de mensuração simples e de fácil entendimento envolve as pesquisas de opinião com investidores, a exemplo do índice da universidade de Michigan e da pesquisa conduzida por Robert Shiller na universidade de Yale. No âmbito brasileiro, tem-se o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) desenvolvido pela Fundação Getúlio Vargas que se assemelha a essa abordagem.

Chen (2013) evidencia que as despesas de investimento são uma importante decisão corporativa e que geralmente envolve uma enorme quantidade de dinheiro. No entanto, os conflitos de agência podem ocorrer quando os gestores tomam as decisões de investimento, com o objetivo de servir aos seus próprios interesses, e não ao dos investidores. De forma paralela, Polk e Sapienza (2009) usaram os *accruals* discricionários como um proxy para *mispricing* causado pelo sentimento do investidor, a fim de testar se o investimento corporativo atende ao sentimento do investidor. Seus resultados sugerem uma relação significativa e positiva entre o investimento das empresas e o poder discricionário de regularização. Ainda, na mesma linha de pensamento, Grundy e Li (2010) também testaram de forma empírica a confirmação de que os gestores, em busca da maximização de valor ao acionista, pode aumentar o investimento das empresas, sendo influenciado pelo sentimento do mercado. Assim, caso exista um elevado nível de otimismo do investidor, haverá uma parcela maior de propriedade para fornecer aos gerentes um incentivo para investir.



2.3 Governança Corporativa

A importância dada a governança corporativa se tornou maior no início do século XXI, a partir do acontecimento de alguns escândalos corporativos e dissoluções corporativas, consequências de gestões fraudulentas, negligenciamento de informações e má conduta, ocasionado perda da riqueza do acionista (Anderson & Baker, 2011).

Com base em seu trabalho seminal, Jensen e Meckling (1976) buscaram de forma ampla contribuir para o significado do termo “governança corporativa”, que conseqüentemente vem sendo visto como um conjunto de mecanismos que tem por objetivo primordial mitigar os custos que são decorrentes dos conflitos de agência. Além disso, a governança corporativa é vista como uma união de práticas capazes de reduzir possíveis problemas que venham a existir entre os provedores de capital e os agentes, fazendo com que os gestores corroborem seus interesses com os dos acionistas com relação a ampliação das demandas corporativas (Bomfim; Teixeira & Monte, 2015).

Nessa perspectiva, de acordo com o que foi estudado por Chen (2013), incentivos e mecanismos de monitorização de governança corporativa podem atenuar o problema de agência. Em teoria, a governança corporativa tem um efeito positivo sobre o valor da empresa e a qualidade da tomada de decisões gerenciais. No entanto, algumas pesquisas têm encontrado resultados sobre o impacto da governança corporativa na qualidade de decisões de investimento dos gestores. A exemplo dos achados de Masulis, Wang e Xie (2007), que sugeriram as empresas com melhor governança corporativa são mais eficientes na aquisição desses investimentos. Além disso, Huang, Huang e Chang (2011) apontam que a governança corporativa oferece mecanismos de controle que podem assegurar que os gestores tomem as melhores decisões de investimento e possam evitar problemas com excesso de investimentos. Adicionalmente, Giroud e Mueller (2010) encontraram que a má governança corporativa resulta em sub investimentos.

Dessa forma, os mecanismos de governança corporativa, quando utilizados na relação entre o sentimento de mercado e o nível de investimentos, pode causar uma alteração no nível de investimento de empresa. Ainda de acordo com a Teoria da Agência, esses mecanismos oferecem incentivos e monitoramento de efeitos que podem levar os gestores a tomar decisões em busca de maior valor da empresa. No entanto, Chen (2013) evidencia que o excesso de investimentos ou o subinvestimento são susceptíveis de ocorrer quando os gestores atendem, de forma excessiva, o sentimento dos investidores, uma vez que se supõe que os investidores com alto grau de otimismo obtêm um grande fluxo de caixa devido ao mercado da distribuição.

De acordo com Silveira e Saito (2008), as empresas com melhores mecanismos de governança corporativa podem ser capazes de motivar e obrigar os seus gestores a tomarem decisões de investimento adequadas e evitar o excesso de investimento em determinados projetos.

A seguir, apresenta-se uma breve abordagem sobre modelos de mensuração do índice de sentimento do investidor, que tem sido objeto de pesquisa ao redor do mundo, e conseqüentemente como os mecanismos de governança corporativa servirão para atenuar no sentimento dos investidores, tendo como finalidade a compreensão e o funcionamento do mercado diante das situações propostas e como as mesmas podem auxiliar nas tomadas de decisões.



3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Amostra e Coleta de dados

A amostra selecionada para o estudo foi composta pelas companhias abertas listadas na B3 (Bolsa, Brasil, Balcão) que fazem parte do índice IBRX Brasil. A escolha por essas empresas como amostra da pesquisa é motivada pelo fato dessas companhias apresentarem as ações mais negociadas do mercado de capitais brasileiro. Sendo assim, por serem as mais líquidas, são mais susceptíveis de atrair a atenção dos investidores, além de apresentarem maior número de práticas voltadas à governança corporativa, que é um dos pilares deste estudo. Conforme demonstrado na Tabela 1, as instituições financeiras foram excluídas da amostra, devido a sua estrutura de endividamento específica, uma vez que acaba afetando algumas das medidas que foram analisadas, como o *Market-to-book*, que poderia trazer vieses ao resultado da análise.

Tabela 1 - Composição da Amostra

Crítérios	Número de empresas
Total de Empresas Participantes	100
Empresas do setor financeiro	23
Amostra Final de acordo com o tamanho	77

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

A análise foi feita num corte transversal do tempo, que compreendeu o período de 2010 a 2015. Os dados foram coletados na *Economática*, nos relatórios financeiros divulgados pelas companhias e nos formulários de referência.

3.2 Definição das Variáveis

3.2.1 Variável de Investimentos

O nível de investimento é a variável dependente do modelo. A variável que representa esse nível de investimento teve por base o trabalho de Chen (2013). A variável é obtida conforme demonstrado pela Equação 1:

$$\text{Investimento} = (\text{Despesas de Capital} + \text{Pesquisa e Desenvolvimento} - \text{Depreciação e Amortização}) / \text{Ativo Total} \quad (1)$$

Em que, Despesas de Capital são a Variação do Imobilizado, Intangível e Investimentos no período; Pesquisa e Desenvolvimento são as Despesas com Pesquisa e Desenvolvimento no período; e Depreciação e Amortização são as Despesas com Depreciação e Amortização no período analisado.

A intenção é que essa medida apresente o empenho da empresa buscando estratégias de crescimento e verifique como esta pode ser afetada pelo sentimento do investidor, visto que tal característica macro do mercado afeta as mais diversas decisões financeiras tomadas no mercado, tais como as de endividamento, os retornos das ações, as anomalias de mercado e também as decisões de investimento (Baker & Wugler, 2006, 2007; Oliver, 2010; Chen, 2013; Machado & Xavier, 2016).



3.2.2 Variáveis do Sentimento do Investidor

Com o objetivo de verificar como o mercado pode afetar o nível de investimentos de empresas brasileiras, foi calculado o índice do sentimento do investidor, que foi uma variável explicativa do modelo (independente). Para a construção do índice de sentimento do investidor, foi utilizado um conjunto de *proxies*, baseado nos estudos de Baker e Wurgler (2006, 2007), no qual foi verificado que o sentimento do investidor pode ter efeitos significativos no corte transversal dos preços das ações, sendo o sentimento do investidor mensurado por meio de um índice composto por seis *proxies* que consideram aspectos voltados ao otimismo e pessimismo dos investidores que compõem o mercado.

Conforme referenciado anteriormente, o índice de sentimento de BW é composto por seis variáveis, porém, neste estudo, serão utilizadas apenas quatro dessas *proxies* para compor o índice, (devido algumas características do mercado brasileiro que não permitem a utilização das outras duas *proxies*) quais sejam: quantidades de ofertas iniciais públicas (NIPO), percentual de novas ações emitidas (S), *turnover* das ações (TURN) e a proporção de altas e baixas (AD). A descrição detalhada será detalhada posteriormente. Além dessas, também foi utilizado, de forma alternativa, o Índice de Confiança do Consumidor no Brasil (ICC) e o Índice de Confiança da Indústria (ICI), calculados pela Fundação Getúlio Vargas. A Tabela 2 apresenta descrição de cada uma dessas variáveis que representam o sentimento do investidor no mercado brasileiro.

Tabela 2 - Variáveis que compõem o Sentimento do Investidor

Dimensão	Variável	Definição
Sentimento do Investidor (Sent)	Índice de Baker e Wurgler (2006)	De acordo com Baker e Wurgler (2006) o sentimento do investidor pode ser observado por meio do volume comprado ou vendido no mercado. Onde a rotatividade pode indicar que os investidores são mais otimistas sobre a empresa ou mais pessimistas.
	Índice de Confiança da Indústria (ICI)	O indicador do ICI, em cada período, permite avaliar o nível de aquecimento da atividade industrial: quando o índice estiver acima de 100, estará acima da média histórica do período 1996-2005, refletindo, portanto, satisfação do setor industrial com o estado dos negócios e/ou otimismo com o futuro.
	Índice de Confiança do Consumidor (ICC)	De acordo com a Fundação Getúlio Vargas, este índice produziu sinalizações de tendência econômica com muita rapidez, além de fornecer uma percepção que o mercado apresenta para o cenário econômico.

Fonte: Elaboração Própria (2017).

De acordo com os procedimentos adotados por Baker e Wurgler (2006, 2007), foi realizada uma análise dos componentes principais de cada medida para isolar os componentes comuns entre as *proxies* utilizadas. A Tabela 3 evidencia as variáveis que compõem o Índice de Sentimento de Baker e Wurgler (2006):

Tabela 3 - Descrição das variáveis que compõem o Índice de Sentimento de Baker e Wurgler (2006)

Dimensão	Variáveis	Descrição
Sentimento do Investidor de Baker e Wurgler (2006)	NIPO	A variável NIPO será obtida pela quantidade total de operações de ofertas públicas iniciais (IPO) no mês;
	Percentual de novas ações emitidas (S)	Relação entre o volume financeiro do total de ações emitidas e do total de emissões de papéis para captação de recursos (ações, debêntures e notas promissórias);
	TURN	O <i>turnover</i> das ações (TURN) será calculado por meio da divisão do número de títulos negociados no mês pelo total de ações em circulação no encerramento do mês



	Proporção de altas e baixas (AD)	Calculada pela proporção mensal do volume negociado das ações em baixa em relação ao volume negociado de ações em alta, que são dados pela relação entre quantidade negociada de cada grupo de ação
--	----------------------------------	---

Fonte: Elaboração Própria (2017).

3.2.4 Variáveis de Governança Corporativa

Partindo de um cenário onde o mercado é diretamente afetado pelos conflitos de agência, principalmente entre acionistas majoritários e minoritários, predomina a incerteza com relação aos riscos inerentes aos investimentos. Devido a um cenário como esse, o papel da governança se torna imprescindível na resolução parcial ou amenização desses problemas de agência, por meio das preservação e defesa dos direitos de todos os acionistas. Nesse sentido, pode-se dizer que a governança corporativa é um conjunto de mecanismos que objetivam minimizar os problemas de agência (Souza, Murcia & Marcon, 2011).

Para conseguir esse efeito de minimização dos problemas de agência, a governança terá de exercer o papel de ferramenta de monitoração da diretoria executiva. A governança engloba funções que envolvem a auditoria independente, o conselho fiscal e o conselho de administração, como principais mecanismos de governança das empresas, que exercem a função de monitoramento, esta, por sua vez contribui para a criação de valor para a empresa e para o acionista (Nascimento *Et Al.* 2013).

Chang, Faff e Hwang (2009) encontraram evidências de que ambientes com uma melhor governança ajudam a diminuir o efeito dos sentimentos dos investidores, no sentido de que em um mercado mais seguro e mais transparente pode fornecer mais informações aos investidores, diminuindo o efeito da irracionalidade dos investidores nos momentos de suas decisões.

Chen (2013) identificou que a governança corporativa é capaz de influenciar no impacto causado pelo sentimento do investidor nas decisões de investimentos no mercado de Taiwan, onde o uso dos mecanismos de governança conseguiu atenuar o impacto do sentimento do investidor. Nesse sentido, definiu-se algumas variáveis representativas de tais mecanismos de governança corporativa, que são descritos conforme a Tabela 4.

Tabela 4 - Variáveis de Governança Corporativas.

Dimensão	Variável	Sinal	Definição
Mecanismos de Governança Corporativa	Tamanho do Conselho (TC)	+	Conselho formado por 5 (cinco) a 9 (nove) membros recebeu o valor 1 (um), caso contrário 0 (zero)
	Independência (Ind)	+	Conselho com pelo menos 20% dos membros sendo independentes recebeu o valor 1 (um), caso contrário 0 (zero)
	Dualidade do CEO (CEO)	+	Ocupação dos cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho de Administração por pessoas diferentes, receberá valor 1 (um), caso contrário (zero).
	Auditoria	+	Quando uma empresa for auditada por uma <i>Big Four</i> receberá valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Níveis de Governança	+	Quando a empresa está classificada em algum nível de governança corporativa receberá valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).

Fonte: Elaboração Própria (2017).

Com base nas variáveis descritas para governança corporativa, são variáveis de grande importância no processo de gestão e na transparência da companhia, sendo assim, a partir delas, foi elaborado um índice de governança, assim como no estudo de Chen (2013), em que este representou a soma de todas as pontuações dos itens descritos na Tabela 4, com variação de 0 a 5. Esse índice é uma variável independente do modelo.



3.2.5 Variáveis de Controle

As variáveis de controle foram definidas como realizado no estudo de Chen (2013), em que ele define que essas variáveis estão relacionadas com as despesas com investimento, bem como com as oportunidades de investimento. Pereira, Securato e Sousa (2016) usaram o *Market-to-Book* como uma variável capaz de medir as oportunidades de investimentos do mercado. Tais variáveis são mensuradas conforme descrito na Tabela 5:

Tabela 5 - Variáveis de Controle.

Dimensão	Variável	Sinal	Definição
Variáveis de controle	Tamanho da Empresa (TAM)	-	Log natural do ativo total.
	<i>Market-to-Book</i>	+	Valor de mercado / Patrimônio Líquido.

Fonte: Elaboração Própria (2017).

De acordo com Chen (2013), o efeito do sentimento do investidor foi afetado pela utilização dos mecanismos de governança. Em seu estudo, a análise foi realizada sobre o nível de investimento dos gestores. Por conseguinte, as empresas devem reforçar a sua governança corporativa por meio de mecanismos que minimizem o impacto adverso de sentimento do investidor. De acordo com os estudos de Chang, Faff e Hwang (2009), há fortes evidências de que uma boa governança corporativa ajuda a reduzir o efeito do sentimento do investidor. Além disso, Chang, Faff e Hwang (2009) argumentam que uma melhor governança que traga maior segurança e transparência aos investidores podem afetar de forma positiva o sentimento do investidor.

3.3 Modelo econométrico

Como forma de comprovar os resultados que foram obtidos, optou-se pela realização de alguns testes econométricos, com objetivo de avaliar as relações entre as variáveis, bem como a significância estatística entre elas. A análise se deu por meio de um painel de dados balanceado, em que foram verificados os modelos por meio do *pooled*, de efeitos fixos e aleatórios, sendo utilizado o teste de *Hausman* pra identificar a metodologia mais adequada para as estimações. Nesse aspecto, a relação entre as variáveis foi analisada por meio de um modelo de regressão múltipla como descrito pelas Equações 2, 3 e 4.

$$Invest_{it} = \alpha + \beta_1 Sent_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 MB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Invest_{it} = \alpha + Sent_{it-1} + Gov_{it} + TAM_{it} + MB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Invest_{it} = \alpha + \beta_1 Sent_{it} + \beta_2 TC_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 CEO_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 Big4_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

A relação que se espera obter por meio dessas regressões é que o sentimento do investidor afete positivamente as decisões de investimento das organizações, considerando que tal medida de otimismo do mercado pode ser afeta pelo uso de mecanismos de governança corporativa, visto que estes possibilitam melhores práticas da gestão, voltadas para a proteção do patrimônio de todos envolvidos na organização. Assim, tais mecanismos impediriam que situações de euforia ou



apreensão afete os gestores em suas decisões. Nesse sentido, nos modelos 3 e 4, espera-se que os coeficientes das variáveis de sentimento sejam menores que o coeficiente do modelo 2.

4 RESULTADOS

4.1 Análise descritiva dos Resultados

A Tabela 7 apresenta as estatísticas descritivas da amostra, composta pelas empresas do IBRX Brasil, entre os anos de 2010 a 2015. No período em análise, percebeu-se que para as 77 empresas analisadas, o nível de investimento médio do período foi de 51,70, porém é percebido uma heterogeneidade considerável para a amostra, visto que a amplitude varia desde de -0,92 até o patamar de 219,21, essa discrepância se deve tanto as condições financeiras específicas de cada organização, como também a questões relacionadas ao mercado, que em determinados períodos de crise impactam em tais decisões.

Em se tratando do sentimento do investidor, é possível observar, no que se refere a variável “Índice BW” uma situação negativa para o período, onde todos os valores obtidos para tal índice são negativos. Já quando o sentimento é medido por meio dos indicadores de confiança ICC e ICI, a percepção é de um sentimento de mercado otimista, visto que tais indicadores possuem uma média superior a 100, ou seja, para essas medidas, 100 é uma medida neutra e quando tal indicador for superior a esse ponto, significa dizer que o mercado está otimista em relação ao cenário econômico apresentado pelo país.

Com relação às variáveis de governança corporativa selecionadas para representar os mecanismos que de acordo com a literatura serão capazes de afetar o efeito que o sentimento do investidor possui sobre as decisões de investimento, observou-se que a maioria das empresas da amostra atendem a todos os mecanismos analisados, mais especificamente com relação ao tamanho do conselho de administração, tem-se que cerca de 80% das empresas analisadas apresentaram tamanho compatível com o recomendado pelo IBGC (de 5 a 9 membros), tal característica tem o objetivo de reduzir os conflitos de interesses que possam ocorrer nas decisões administrativas organizacionais, de forma a proteger os interesses de todos os acionistas.

Adicionalmente, foi verificado que 72% das companhias apresentam 20% ou mais de membros independentes em seus conselhos de administração, assim como, a não dualidade também foi verificada em 79% das organizações, estas características também são formas de garantir diminuir os problemas de agência, já a variável que representa os níveis de governança da bolsa de valores, demonstra que 90% das empresas analisadas possuem níveis diferenciados de governança corporativa, ou seja, cumprem determinadas especificações e exigências relacionadas a transparências e melhores práticas organizacionais.

Com relação as variáveis de controle, para o tamanho da firma percebeu-se que havia pouca heterogeneidade das empresas compuseram a amostra, isso se deve pelo fato de ter se trabalho com o índice IBRX - 100, enquanto que o *Market-to-book* oscilou muito entre as empresas da amostra desde uma situação onde não há expectativas de crescimento até situações de alta expectativa de crescimento.



Tabela 7 - Estatísticas descritivas das variáveis do período de 2010 a 2015

Variáveis	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Investimento/Ativo	51,703	44,403	39,562	-0,928	219,214
Índice BW	-0,774	-0,820	0,402	-1,387	-0,037
ICI	103,270	101,800	9,979	84,900	114,500
ICC	113,881	113,500	9,135	96,200	124,200
Índice de Governança	0,843	0,800	0,180	0,200	1,000
Tamanho do Conselho	0,805	1,000	0,397	0,000	1,000
Independência	0,725	1,000	0,447	0,000	1,000
Não Dualidade	0,791	1,000	0,407	0,000	1,000
Níveis de Governança	0,902	1,000	0,298	0,000	1,000
Big 4	0,973	1,000	0,164	0,000	1,000
Tamanho da Firma	16,133	16,102	1,337	13,597	20,618
<i>Market-to-book</i>	3,108	1,803	4,782	-6,624	61,978

Fonte: Elaboração própria (2017).

4.2 Análise Inferencial dos Resultados

Os modelos provenientes das Equações 2, 3 e 4 foram estimados a partir da técnica de dados em painel na sua forma estática. Para verificar o melhor modelo aplicado as estimações oriundas das Equações 2, 3 e 4 utilizaram-se o teste de *Hausman* e de *Wald* que testa qual modelo é o mais adequado, entre o *polled*, de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios.

De acordo com a Tabela 8, que tem o objetivo de identificar a relação do sentimento do investidor com o nível de investimento das empresas brasileiras, nos anos de 2010 a 2015, o modelo mostrou-se significativo, com base nos testes F e Chi², sendo possível observar que o sentimento do mercado está relacionado positivamente significativa com o nível de investimento das organizações.

Assim, ao verificar a relação do sentimento do investidor com os níveis de investimentos das organizações do mercado brasileiro, é possível observar que o sentimento quando mensurado por meio do índice de BW, não apresentou significância estatística, não possibilitando, portanto, ratificar as inferências sobre tais resultados.

Quando o sentimento é mensurado por meio dos índices alternativos de confiança (ICI e o ICC), as relações foram significantes, permitindo inferir que quanto mais alto for o sentimento do investidor, maior será o nível de investimento das organizações brasileiras, ou seja, o sentimento como medida de otimismo do mercado revela que quando o mercado está mais otimista tende a gerar um cenário propício a criação de novos investimentos e, conseqüentemente, crescimento da economia. Esses resultados ratificam os obtidos por Chen (2013) no mercado de Taiwan.

Considerando as variáveis de controle, para o modelo de BW e o modelo de ICI, o tamanho da firma foi significativo, observando-se uma relação positiva, sugerindo que quanto maior for a organização, maior será o nível de investimento da mesma. Esse resultado está oposto ao que era esperado, visto que, empresas maiores, tendem a crescer/investir menos, porque seu campo de expansão é menor, portanto acreditava-se que tal relação seria negativa.

Quanto ao *market-to-book*, ele foi significativo apenas no primeiro modelo, apresentando uma relação positiva, sugerindo que empresas com maior capacidade de crescimento tem um maior nível de investimento, conforme esperado, sinalizando que quando maior a expectativa de crescimento, maior se espera que sejam os investimentos realizados pelas organizações.



Tabela 8 - Relação do Sentimento do Investidor no nível de investimento das empresas (2010 a 2015) (Variável dependente – Investimento; coeficiente; erros padrão entre parênteses)

Variáveis	BW	ICI	ICC
Sentimento do Investidor	-1,243 (4,660)	0,281* (0,174)	0,336*** (0,126)
Tamanho da Firma	5,632*** (1,461)	5,799*** (1,715)	3,354 (2,477)
Market-to-book	0,698* (0,407)	0,672 (0,465)	0,089 (0,342)
Constante	-42,291* (24,532)	-73,003** (34,946)	-41,039 (45,782)
Teste F/Chi2	5,09	4,48	7,67
Teste F/Chi2 (Prob)	0,000	0,004	0,053
R2	0,034	0,038	0,035
R2 - Ajustado	0,027	0,032	-
VIF	1,060	1,070	-
Modelo	Pooled	Pooled	Aleatório
Obs	437	437	437

Fonte: Elaboração própria (2017). **Nota:** *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Nos resultados apresentados pela Tabela 9, buscou-se verificar o papel que a governança corporativa pode exercer sobre a relação do sentimento do investidor (mercado) com os níveis de investimento das empresas brasileiras. Verificou-se, assim como na Tabela anterior, que o modelo apresentado foi significativo, conforme testes F e Chi2. Com base nos modelos estimados, verificou-se uma relação positiva entre o sentimento do investidor (porém significativos apenas para o ICC e o ICI) e os investimentos. Assim como esperado, o sentimento do investidor afeta de forma positiva e significativa (a um nível de 1%) o nível de investimento das empresas, isto é, quanto mais alto o sentimento do mercado, maior é o seu impacto sobre os investimentos das empresas.

Nessa análise, considerando as variáveis de governança corporativa, foi possível identificar que a governança interfere na relação do sentimento com o nível de investimento (0,28 e 0,33 para 0,35 e 0,41, considerando ICI e ICC, respectivamente) e, ao contrário do que era esperado, o impacto do sentimento sobre os investimentos foi ainda maior quando considerado a governança corporativa. Mesmo analisando a governança em forma de índice ou por meio de variáveis decompostas, poucas alterações foram notadas sobre o sentimento do investidor.

Considerando mais especificamente o índice de BW, este apresentou uma grande alteração, quando considerado as variáveis de governança, porém não obteve significância estatística, inviabilizando qualquer inferência sobre tal resultado.

Os resultados encontrados por Chen (2013) revelaram que o sentimento do investidor é associado a aplicação ineficiente dos recursos, ou seja, impactando negativamente nas decisões de investimento, sendo esse efeito atenuado pela eficácia dos mecanismos de governança. Considerando os resultados obtidos, o coeficiente positivo do sentimento do investidor pode ser o efeito do otimismo do investidor refletido no aumento dos investimentos por parte das empresas brasileiras, no qual é intensificado pelo uso dos mecanismos de governança.



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

Em se tratando do índice de governança, este demonstrou-se significativo para os modelos de ICI e ICC, e são as variáveis que mais impactam sobre as decisões de investimentos das organizações de acordo com os resultados obtidos, seguidos pela variável tamanho da firma, que também é estatisticamente significativa, e relacionada positivamente com as decisões de investimento. O *Market-to-book*, por sua vez, não apresentou relação com os investimentos,

Com relação às variáveis de governança, o tamanho do conselho de administração e a independência do conselho foram as variáveis que apresentaram significância estatística, as duas mostraram uma relação direta com os níveis de investimento, de acordo com o esperado. As demais variáveis de governança não apresentaram significância estatística. Assim como no modelo anterior (Tabela 8), o tamanho da firma também apresentou uma relação direta com o nível de investimentos, e *market-to-book* não apresentou nenhuma significância estatística na relação com os níveis de investimento.

Tabela 9 - Impacto da Governança Corporativa na relação do Sentimento do Investidor (2010 a 2015) (Variável dependente – Investimento; erros padrão entre parênteses)

Variáveis	Índice de Governança			Variáveis de Governança		
	BW	ICI	ICC	BW	ICI	ICC
Sentimento do Investidor	-0,970 (4,678)	0,358*** (0,128)	0,406*** (0,132)	1,586 (2,961)	0,351*** (0,125)	0,413*** (0,131)
Índice de Governança	-7,893 (11,031)	20,171* (11,327)	19,295* (11,08)	- -	- -	- -
Tamanho do Conselho	- -	- -	- -	9,01** (4,384)	8,943** (4,251)	9,087** (4,219)
Independência	- -	- -	- -	10,595*** (4,152)	6,211 (3,909)	6,341* (3,898)
Não Dualidade	- -	- -	- -	-0,339 (5,873)	-0,436 (5,153)	-0,833 (5,123)
Níveis de Governança	- -	- -	- -	-1,974 (8,207)	-6,853 (7,289)	-8,317 (7,305)
Big 4	- -	- -	- -	-3,233 (14,448)	3,130 (12,802)	4,513 (12,801)
Tamanho da Firma	5,275*** (1,544)	4,441* (2,590)	3,683 (2,487)	-9,159** (4,485)	3,713 (2,596)	3,068 (2,509)
<i>Market-to-book</i>	0,653 (0,413)	0,137 (0,344)	0,150 (0,343)	-0,064 (0,368)	0,046 (0,348)	0,052 (0,347)
Constante	-29,532 (30,339)	-74,274 (51,394)	-70,659 (48,937)	191,157*** (72,213)	-52,800 (50,176)	-53,208 (48,417)
Teste F/chi2	3,94	9,02	10,71	1,71	13,7	15,88
Teste F/chi2 (Prob)	0,003	0,061	0,030	0,095	0,089	0,044
R2	0,035	0,019	0,018	0,037	0,014	0,014
R2 - Ajustado	0,026	-	-	-	-	-
VIF	1,120	-	-	-	-	-
Modelo	Pooled	Aleatório	Aleatório	Fixo	Aleatório	Aleatório



Obs 437 437 437 436 436 436

Fonte: Elaboração própria (2017). **Notas:** *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Diante dos resultados identificados, por meio da análise das regressões, de acordo com as equações 3 e 4, há evidências suficientes para rejeitar a hipótese de que os mecanismos de governança corporativa seriam capazes de diminuir o efeito do sentimento de mercado sobre o nível investimento das empresas, pelo contrário, os resultados apontaram que o uso desses mecanismos impactam de forma muito tímida, e ainda fizeram com que o impacto do sentimento sobre esse nível de investimento aumentassem, isto é, o oposto da hipótese construída. Sendo assim, a decisão é de rejeitar a hipótese de que os mecanismos de governança corporativa diminuem o efeito do sentimento do investidor.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo verificar o impacto da governança corporativa na relação entre o sentimento do investidor e o nível de investimento nas empresas listadas no Ibrx-100. Com base na lacuna da literatura brasileira a respeito do tema, torna-se relevante o desenvolvimento de novas perspectivas de análise sobre os aspectos que influenciam o impacto dos mecanismos de governança corporativa na relação entre o sentimento do investidor e o nível de investimento das companhias.

A análise compreendeu o período de 2010 a 2015, sendo utilizado como base o estudo de Chen (2013). Os resultados evidenciaram uma relação significativa positiva entre o sentimento do mercado (mensurado pelo ICI e o ICC) e as decisões de investimento, esse resultado foi de acordo com o esperado pela literatura. O índice de sentimento do investidor determinado por meio de algumas das *proxies* que estão em linha com a metodologia de Baker e Wurgler (2006, 2007), não obteve significância estatística.

Com base nas análises realizadas nesta pesquisa, nos segundo e terceiro modelos, as variáveis sentimento do mercado (ICI e ICC), índice de governança, tamanho da empresa, tamanho do conselho e independência foram significativas. Além disso, observou-se que a governança corporativa não foi capaz de reduzir o efeito do sentimento sobre as decisões de investimento da empresa, o que leva-se a não aceitar a hipótese testada pelo estudo. Portanto, as conclusões para o mercado brasileiro foram distintas das encontradas em Taiwan por Chen (2013), o qual verificou que a governança corporativa impacta diretamente na redução do sentimento do mercado.

Os resultados encontrados foram realizados em uma amostra do IBRX-100, com as empresas mais negociadas. Dessa forma, sugere-se um estudo em um período de tempo maior, com a finalidade de verificar um maior impacto da relação proposta. Destacando-se, dessa forma, como uma das principais contribuições a relação feita entre o sentimento do investidor e o nível de investimento das empresas como forma de demonstrar os mecanismos de governança corporativa na função de monitoramento e comportamento dos gestores, atenuando ou não o impacto desse sentimento sobre suas decisões de investimento.

Portanto, os resultados do presente estudo se limitaram à amostra analisada, dessa forma, o estudo não tem o propósito de esgotar as discussões sobre o problema investigado. Na realidade, os resultados também mostraram a necessidade de novos estudos para validar, com base em outros critérios, a relação entre o sentimento do investidor e o nível de investimento das empresas.

Nesse sentido, o estudo abre oportunidades para novas pesquisas, no sentido de verificar outros modelos constantes na literatura, bem como proceder com a avaliação dos dados de maneira mensal



ou trimestral, além da realização de estudos comparativos entre países com a utilização de outros mecanismos de governança corporativa, com a finalidade de analisar o impacto na relação entre sentimento do investidor e nível de investimento das companhias.

REFERÊNCIAS

- Albuquerque, A. A., & Matias, A. B. (2013). Identificando a relação entre alavancagem financeira e investimento nas empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. *Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 11(2), 76-104.
- Baker, H. K., & Anderson, R. (2010). Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice. The Robert W. Kolb series in finance. New Jersey: Wiley
- Baker, M., Stein, J. C., & Wurgler, J. (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 969-1005.
- Baker, M; Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*. 61, 1645–1680.
- Baker, M; Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. *Journal of Economic*. 21(2), 129 – 151.
- Bomfim, E. T., Teixeira, W. D. S., & Monte, P. A. (2015). Relação entre o Disclosure da Sustentabilidade com a Governança Corporativa: Um Estudo nas Empresas Listadas no Ibrx-100. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 10(1), 6-28.
- Brown, G. W.; Cliff, M. T. Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11, 1–27, 2004.
- Chan, S. H., Martin, J. D., & Kensinger, J. W. (1990). Corporate research and development expenditures and share value. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 255-276.
- Chang Yuk Y, Faff, R. W. e Hwang, C. (2009). Sentiment Contagion, Corporate Governance, Information and Legal Environments (March 13, 2009).
- Chen, W. (2013). Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*. V. 5, n. 2, p. 101 – 126.
- Core, J. E., Guay, W. R., & Rusticus, T. O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *The Journal of Finance*, 61(2), 655-687
- Cornelli, F., Goldreich, D., & Ljungqvist, A. (2006). Investor sentiment and pre-IPO markets. *The Journal of Finance*, 61(3), 1187-1216.
- Cremers, K. J. M., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.
- Daniel, K.; Hirshleifer, D. & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *The Journal of Finance*, v. 53, n. 6.
- Fama, E. F. (1970). Efficient markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417.
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2010). Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of Financial Economics*, 95(3), 312-331.
- Grundy, B. D., & Li, H. (2010). Investor sentiment, executive compensation, and corporate investment. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2439-2449.



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

- Huang, H. H., Huang, I. H., & Chang, C. H. (2011). Corporate performance after substantial capital expenditure: The role of growth opportunity and corporate governance. *NTU management Review*, 22(1), 297-325.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kahneman, D.; Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 263–291.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. New York: A Harvest BHI Book
- Martinez, A. L. (2004). *Analisando os Analistas: Estudo Empírico das Projeções de Lucros e Recomendações dos Analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto*. Tese apresentada a Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, SP, Brasil.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate governance and acquirer returns. *The Journal of Finance*, 62(4), 1851-1889.
- Nascimento, F. S. P., Moura, A. A. F., Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2013). Práticas de governança corporativa dos conselhos de administração das empresas do novo mercado da BM&FBOvespa. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 3(3), 148-169.
- Oliver, B. R. (2010). The impact of market sentiment on capital structures in the USA. *Int. J. Behavioural Accounting and Finance*, Vol. 1, No. 4.
- Pereira, M. A., Securato, J. R., & Sousa, A. F. (2016). Effect of investments on fundamentals and market reaction on pre-operational and operational Brazilian companies for the period 2006-2012. *Revista de Administração*, 51(1), 56-71.
- Polk, C., & Sapienza, P. (2009). The stock market and corporate investment: A test of catering theory. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 187-217.
- Saito, R., & Silveira, A. M. (2008). Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 79-86.
- Shiller, R. J. From Efficient Market Theory to Behavioral Finance. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 17, n. 1, p. 83-104, 2003.
- Smidt, S. (1968). A New Look at the Random Walk Hypothesis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 3, n. 3, p. 235_261.
- Souza, F. C., Murcia, F. D., & Marcon, R. (2011). Bonding hypothesis: análise da relação entre disclosure, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 14(2), 62-81.
- Stein, Jeremy C. (1996). Rational Capital Budgeting in an Irrational World, *Journal of Business*, LXIX , 429–455.
- Xavier, G. C.; Machado, M. A. V. (2016). Anomalias de Valor e Sentimento do Investidor: Evidências Empíricas no Mercado Acionário Brasileiro. In: XVI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2016, São Paulo/SP. XVI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.