

DESEMPENHO DA EMPRESA E O IMPACTO NA DECISÃO DO INVESTIDOR EM
AMBIENTE CARACTERIZADO PELA AMBIGUIDADE E O RISCO¹

*COMPANY PERFORMANCE AND THE IMPACT ON THE INVESTOR DECISION IN AN
ENVIRONMENT CHARACTERIZED BY AMBIGUITY AND RISK*

Cleber Broietti

Doutor em Ciências Contábeis (UFSC)
Universidade Estadual do Paraná (UNESPAR)
cleberbroietti@gmail.com

Suliani Rover

Doutora em Ciências Contábeis (USP)
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
sulianirover@gmail.com

RESUMO

Objetivo: Analisar a influência do desempenho da empresa nas decisões dos investidores em ambientes caracterizado pela ambiguidade e pelo risco no mercado de capitais.

Fundamentos: A incerteza surge quando não se sabe ao certo qual será o resultado de determinada ação, que pode acontecer em duas situações: ambiguidade e o risco. No ambiente financeiro, a ambiguidade ocorre quando o indivíduo se depara com realidades nas quais não há dados de probabilidade para investir, já o risco acontece quando se tem uma previsão da probabilidade de retorno mesmo que incerta.

Método: Foi adotado o método experimental, com 576 investidores não profissionais. O experimento se baseou em uma fatorial de 2x2, com a elaboração de seis cenários distintos e a manipulação das variáveis: desempenho da empresa, obtido por meio de informações contábeis, e ambiente de incerteza, caracterizado pelo risco e ambiguidade. A técnica de análise utilizada foi o Teste Binomial.

Resultados: (i) o desempenho da empresa influencia a decisão do investidor, que prefere a empresa cujo desempenho tenha sido melhor quando comparado com outra com pior desempenho; (ii) as escolhas dos investidores por investimento de risco são maiores do que as escolhas por investimento com característica de ambiguidade; (iii) a presença da informação contábil ao divulgar o melhor desempenho da empresa foi mais impactante para a decisão do investidor do que o pior desempenho, tanto no ambiente marcado pela ambiguidade quanto no ambiente de risco.

Contribuições: Esta pesquisa proporcionou um avanço na literatura ao descobrir e apontar que as informações contábeis se mostram impactantes na decisão do investidor, no sentido de serem capazes de amenizar as situações de ambiguidade e de risco causadas pelo mercado de capitais. A-

¹ Artigo recebido em: 21/12/2021. Revisado por pares em: 22/09/2022. Reformulado em: 08/11/2022. Recomendado para publicação: 09/07/2023 por Marco Aurélio dos Santos (Editor Adjunto). Publicado em: 16/08/2023. Organização responsável pelo periódico: UFPB

lém de identificar que aqueles que investem procuram indícios de segurança ao se apoiarem no desempenho da empresa.

Palavras-chave: Desempenho da empresa. Informação contábil. Ambiguidade. Risco. Decisão dos investidores.

ABSTRACT

Objective: Analyze the influence of company performance on investors' decisions in environments characterized by ambiguity and risk in the capital market.

Background: Uncertainty arises when it is not known for sure what the result of a given action will be, which can happen in two situations: ambiguity and risk. In the financial environment, ambiguity occurs when the individual is faced with realities in which there is no probability data to invest, whereas risk occurs when there is a prediction of the probability of return, even if uncertain.

Method: The experimental method was adopted, with 576 non-professional investors. The experiment was based on a 2x2 factorial, with the elaboration of six different scenarios and the manipulation of variables: company performance, obtained through accounting information, and an environment of uncertainty, characterized by risk and ambiguity. The analysis technique used was the Binomial Test.

Results: (i) the company's performance influences the investor's decision, who prefers the company whose performance has been better when compared to another with a worse performance; (ii) investors' choices for risky investment are greater than the choices for investment with characteristic ambiguity; (iii) the presence of accounting information when disclosing the company's best performance had more impact on the investor's decision than the worst performance, both in the environment marked by ambiguity and in the risk environment.

Contributions: This research provided an advance in the literature by discovering and pointing out that accounting information has an impact on the investor's decision, in the sense of being able to mitigate the situations of ambiguity and risk caused by the capital market. In addition to identifying that those who invest look for signs of security when relying on the company's performance.

Keywords: Company performance. Accounting information. Ambiguity. Risk. Investors' decision.

1 INTRODUÇÃO

A contabilidade tem como objetivo fornecer informações aos seus usuários, nesse sentido a informação contábil pode ser utilizada por diferentes usuários com propósitos variados (Iudícibus et al., 1994). Dentre os diversos receptores da informação contábil, em específico, o investidor utiliza esses dados no processo decisório (Sousa, Feltes, Meurer, & Ribeiro 2022).

Nesse sentido, estudos como o de Ball e Brown (1968), Agliardi, Agliardi e Spanjers, (2016) e Broietti e Prado (2022) mostram que a informação contábil é relevante para a escolha dos investidores no mercado de capitais. Junto a isso, Bokpin, Isshap e Nyarko (2014), afirmam que as divulgações de dados contábeis por parte das organizações são importantes para os investidores tomarem decisões. Du (2009) complementa alegando que tais informações são confiáveis ao ponto de se tornarem uma via de análise para possíveis ganhos e perdas de investimentos.

Os materiais divulgados pela contabilidade são importantes para o mercado de capitais, uma vez que esses dados corroboram com as escolhas dos investidores e possibilitam averiguar o desempenho da organização na qual se pretende investir (Cascino et al., 2014). A análise do desempenho da empresa aumenta a possibilidade de se obter maior retorno do investimento (Dumontier & Raffournier, 2002).

Dessa forma, acompanhar a trajetória de desempenho da empresa não é uma das tarefas mais fáceis, já que é difícil chegar a uma medida exata do desempenho (Bortoluzzi, Ensslin, Lyrio & Ensslin 2011). Para Henry e Peytcheva (2018), tal desempenho pode ser observado e constatado ao analisar o faturamento, o lucro líquido e o retorno das vendas. Cascino et al. (2014) apontam, por sua vez, que o lucro contábil e o preço da ação são dados significativos para esse acompanhamento. No entanto, autores como Abbott e Monsen (1979) e Warokka (2008) afirmam que uma das maneiras de medir o desempenho econômico da empresa é acompanhar apenas a variação no valor da ação.

Nesse contexto, nota-se que, por meio das informações contábeis, é possível analisar a situação econômico-financeira da entidade (Amorim, 2007), além de identificar o seu desempenho e constatar se a empresa obteve melhor ou pior resultado comparado a outro período (Henry & Peytcheva, 2018). Dito isso, a literatura aponta que os investidores preferem empresas cujo desempenho tenha sido melhor e não investir nas empresas com pior desempenho (Du, 2009).

Entretanto sabe-se que o mercado de capitais é caracterizado por proporcionar um ambiente de incerteza (Wang, Zhou, Guo, Qi, & Wang, 2021). Dessa forma, especificamente para este estudo, foi utilizada a incerteza proposta por Frank Knight, em que ela pode acontecer em duas situações: na ambiguidade e no risco. A primeira é vivenciada quando o indivíduo não tem conhecimento da probabilidade dos resultados, e a segunda quando há consciência das probabilidades (Agliardi, Agliardi and Spanjers, 2016; Ozbay, Gulen, Masatlioglu & Ozbay, 2021). Sobre o assunto, Augustin e Izhakian (2017) afirmam ser necessário realizar mais estudos para compreender o comportamento do ser humano nessas situações.

Para que seja possível avaliar a incerteza, os investidores têm à disposição os dados contábeis divulgados pelas empresas que estão presentes no mercado de capitais (Dumontier & Raffournier, 2002; Winchel, 2015; Henry & Peytcheva, 2018). Nesse sentido, a literatura aponta que indicadores financeiros oriundos da informação contábil contribuem para a tomada de decisão (Gassen & Schwedler, 2010), no entanto, não está perceptível qual é o comportamento do investidor diante de ambientes de incerteza (Augustin & Izhakian, 2017).

Diante do exposto, o objetivo geral deste estudo é analisar a influência do desempenho da empresa nas decisões dos investidores, em ambientes caracterizados pela ambiguidade e pelo risco no mercado de capitais. Para alcançar foram delimitados três objetivos específicos: constatar a influência do melhor e do pior desempenho da empresa na decisão dos investidores; identificar se os que estão em situação de incerteza optam por negócios que remetem à ambiguidade ou ao risco; e verificar se tais escolhas são preferencialmente para entidades com melhor desempenho e caracterizadas pelo risco.

O estudo traz contribuições para a área contábil ao investigar a reação daquele que investe quando exposto a situações de incerteza, tendo posse das informações contábeis do lucro, do patrimônio líquido e do valor da ação. A pesquisa pretende, ainda, ajudar a constatar se esses dados, que auxiliam a identificar o melhor ou o pior desempenho da empresa, são importantes na tomada de decisões. Isso porque a literatura já citada (Du, 2009; Henry & Peytcheva, 2018; Winchel, 2015) não deixa evidente se o ambiente de incerteza caracterizado pelo risco ou ambiguidade que impacta na decisão do investidor, quando ele se depara com o cenário econômico de determinada organização. Nesse mesmo sentido, Kim, Ruy e Yang (2021) apontam que se faz necessário incorporar tal incerteza em pesquisas, com intuito de entender o seu impacto nas decisões.

A contribuição prática deste trabalho está pautada na sua possível colaboração para com os investidores do mercado de capitais brasileiro, cujo perfil apresenta uma idade média de até 25 anos, sendo que essa faixa etária representa a maioria da amostra da pesquisa aqui arrolada. Esses investidores correspondem a apenas cerca de 15% do total dos investidores da Brasil, Bolsa, Balcão

(B3), entretanto, foi a classe que mais cresceu no período de 2019 e 2020, aproximadamente 400%, enquanto o aumento total do número, nesse mesmo período, foi de 170% (B3, 2020).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Desempenho da Empresa

De acordo com Rahman et al. (2018), há diversas maneiras para se definir o desempenho de uma empresa. Para Dalton, Certo e Roengpitya (2003), a definição de desempenho tem diferenças relacionadas à perspectiva de cada empresa e dos *stakeholders*. Para a instituição, o mais interessante é o desempenho econômico (Grob, 2007; Warokka, 2008). Já para o acionista, a divulgação do valor do lucro é relevante para decisão de compra das ações da companhia, desse modo, a associação entre o lucro contábil e o preço da ação é significativa para a decisão do investidor (Cascino et al., 2014).

Medir o desempenho de uma organização é um desafio, pois evidenciá-lo, segundo Bortoluzzi et al. (2011), está sempre sujeito a discussões e questionamentos, visto que é difícil mensurá-lo de maneira exata (Warokka, 2008). Entretanto, é vantajoso acompanhar os resultados de uma empresa, já que possibilita ter ciência se os recursos aplicados estão sendo bem ou mal utilizados. Dessa maneira, o investidor adquire motivação extra para realizar investimentos em determinada companhia. É válido apontar que esse acompanhamento pode ser realizado por meio de indicadores, cujos dados são oriundos da contabilidade, e para empresas de capital aberto estão disponíveis de maneira pública.

No entanto, como analisar o desempenho de empresas e quais métodos utilizar sempre levantam muitas dúvidas e discussões. Esse cenário possibilitou o surgimento de diversos indicadores, que podem apoiar as decisões de gestores e investidores (Liu, Kianto & Tsui, 2022). Essas ferramentas são aquelas encontradas nas demonstrações financeiras, uma das técnicas utilizadas é a análise das demonstrações contábeis que permite avaliar o desempenho econômico-financeiro da organização. Corroborando com isso, Camargos e Barbosa (2005) afirmam que os indicadores financeiros contribuem com os investidores, sendo uma fonte respeitável de informação para a tomada de decisão.

Para aplicar a técnica da análise das demonstrações financeiras, como o próprio nome indica, é necessário utilizar os demonstrativos financeiros originados pela contabilidade. Nesses documentos há informações que possibilitam a transformação em índices, podendo ser comparados longitudinalmente e, desse modo, acompanhar a evolução do desempenho econômico-financeiro da organização (Camargos & Barbosa, 2005). A verificação do desempenho da empresa, utilizando como base a estrutura das demonstrações contábeis, é bastante recorrente (Antunes & Martins, 2007).

Esses dados podem ser encontrados, principalmente, no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado. Segundo Feng, Wang, Lawton, Luo (2019) e Alberton e Costa (2007), um dos indicadores mais utilizados é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Para Roggi e Giannozzi (2015), os investidores, ao estarem cientes do resultado de uma organização, reagem negativamente à baixa rentabilidade, sendo que, os analistas também utilizam os demonstrativos contábeis para divulgar previsões e recomendações de compra, venda ou manutenção de ações.

Tendo em vista que os acionistas estão interessados no desempenho financeiro da empresa, o ROE pode ser elencado como um dos principais indicadores, uma vez que procura evidenciar a sua eficácia na utilização do capital investido pelos acionistas (Warokka, 2008). Esse indicador pode ser encontrado por meio de duas informações geradas pela contabilidade: o patrimônio líquido e o lucro líquido.

Nesse sentido, Antunes e Martins (2007) afirmam que o lucro assume papel principal na avaliação do desempenho, já Devalle, Onalli e Magarini (2010) reconheceram que, além do lucro

líquido os valores do patrimônio líquido são informações contábeis relevantes para a tomada de decisão do investidor. Henry e Peytcheva (2018), por sua vez, utilizaram como fonte de avaliação do desempenho da empresa o valor das vendas, o lucro líquido, o retorno das vendas, assim como o patrimônio líquido e o preço das ações. Outros estudos como o de Rahman et al., (2018) e Warokka (2008), afirmam como uma das maneiras de medir o desempenho econômico se dá pela utilização da variação no preço da ação. Cascino et al. (2014) e Chen, Cheng e Hwang (2005), por fim, consideram que o investidor procura maximizar o retorno sobre o capital que foi investido, e, para medir ou acompanhar o objetivo, verificam o valor da ação das empresas.

Diante disso, este estudo utilizou informações contábeis que interferem na decisão do investidor. As informações selecionadas foram: lucro líquido; patrimônio líquido e preço da ação. Além disso, considerou como “melhor desempenho” a empresa que obteve lucro, aumento no patrimônio líquido e alta no preço da ação. No entanto, como “pior desempenho” foi levado em consideração a organização que apresentou lucro inferior, redução no valor do patrimônio líquido e diminuição no preço da ação quando comparado ao período anterior. Com base na pesquisa de Henry e Peytcheva (2018), o desempenho da empresa pode ser utilizado pelos seus gestores para influenciar a decisão dos investidores.

Um estudo realizado por Du (2009) contou com 80 estudantes de *Master in Business Administration* (MBA), de uma universidade privada. Nele, a pesquisadora propôs identificar como são as tomadas de decisões em casos que a organização em questão apresenta uma situação favorável e outra desfavorável. Nessa análise, a autora identificou que a maioria dos participantes prefere investir em empresas que se encontram em situação favorável. Dessa maneira formulou-se a primeira hipótese:

H₁: As escolhas dos investidores por investimentos em empresas com melhor desempenho quando comparado ao período anterior são maiores do que as escolhas por empresas com pior desempenho.

2.2 Ambiente de Incerteza

O cenário de incerteza acontece quando não se sabe ao certo qual será o resultado de determinada ação. Frank Knight, em 1921, apresentou duas situações distintas que podem surgir nesse contexto de incerteza, a ambiguidade e o risco. Esse desmembramento foi denominado de incerteza *Knightiana* (Agliardi et al., 2016).

A ambiguidade acontece em cenários em que o resultado não é calculável, isto é, não existe uma percepção nítida ou de uma estimativa de distribuição plausível de probabilidade (Agliardi et al., 2016). Já em casos considerados de risco, os resultados apresentam algum tipo de referência das probabilidades. Dessa maneira, a distinção entre risco e ambiguidade utilizada neste estudo é a mesma que Clots-Figueras, González e Kujal (2016), Du (2009) e Sproten, Diener, Fiebach & Schwioren (2018) utilizaram.

Cubitt, Kuilen e Mukerji (2018) reforçam o conceito dizendo que, no ambiente financeiro, a ambiguidade ocorre quando o indivíduo se depara com casos nos quais não há dados da melhor probabilidade para que seja seguro investir. Para Augustin e Izhakian (2017), o investidor depara-se com ela, quando não há estimativas dos retornos futuros, ou seja, o desempenho futuro é desconhecido e as probabilidades ligadas a essas situações também não são conhecidas de maneira evidente.

Estudos como o de Augustin e Izhakian (2017) apontam que os investidores ao tomarem uma decisão, precisam ter uma referência que lhe ajude nas escolhas. Nessa perspectiva, Bailon, Schlesinger e Kuilen (2018), Cubitt et al. (2018) e Winchel (2015) reforçam que os indivíduos preferem situações nas quais as probabilidades são conhecidas, ou seja, optam por situações de risco quando comparadas as de ambiguidade.

Outras pesquisas fortalecem essa tendência. É o caso de Du (2009), em que a autora confirma que os tomadores de decisão tendem a evitar a ambiguidade. Já no estudo de Olsen e Cox (2001), aprofundando a afirmação, foi identificado que as mulheres têm mais aversão que os homens à ambiguidade.

Diante do que apresenta a literatura selecionada, espera-se que os resultados das escolhas dos investidores por investimentos com risco sejam maiores que as por investimentos com ambiguidade, desse modo formulou-se a segunda hipótese (H₂) para esse trabalho:

H₂: A escolha por investimentos com risco é maior que a escolha por investimento com ambiguidade.

Os ambientes de investimentos podem ser caracterizados pelo risco ou pela ambiguidade. Estudos como o de Du (2009) mostram que as decisões das pessoas, quando submetidas a situações com esses dois cenários produzem reações diferentes. Segundo a autora, há uma tendência de optar por casos de risco, pelo fato de apresentar um tipo de informação com mais dados do que os ambientes caracterizados pela ambiguidade.

Nesse sentido, Kahneman (2012) diz que as pessoas tendem a preferir situações mais seguras, é o caso das escolhas dos investidores quando a variável analisada é o desempenho de uma empresa. Segundo Du, Stevens e McEnroe (2015) os indivíduos pendem aos investimentos cuja instituição tenha apresentado resultados melhores que no período anterior. Henry e Peytcheva (2018) afirmam que esse desempenho pode ser utilizado para influenciar a decisão dos investidores. As autoras dizem ainda, que eles têm a tendência de escolher as ações que possuem mais informações, para que consigam identificar com mais facilidade os melhores e os piores desempenhos das empresas. Corroborando com o exposto, Winchel (2015) argumenta que, em situações nas quais as informações apresentam ambiguidade, os investidores tendem-na fazer suas escolhas com base no desempenho da empresa.

Desse modo espera-se que os ambientes de incerteza, caracterizados pelo risco em conjunto com o melhor desempenho influenciem mais os investidores do que um cenário de ambiguidade, cujo desempenho tenha sido pior que o período anterior. Nesse sentido, formulou-se a terceira hipótese (H₃):

H₃: As escolhas dos investidores por empresas que têm melhor desempenho, cujo cenário de incerteza é caracterizado pelo risco, são maiores que as escolhas de investidores por empresas que apresentaram pior desempenho e que o cenário de incerteza era caracterizado pela ambiguidade.

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa classifica-se como correlacional, pois procura explicar, de maneira parcial, determinado fenômeno (Sampieri, Collado, & Lucio, 2013) e possui natureza quantitativa. Para atender ao objetivo proposto, o método utilizado foi o experimental, que viabiliza controlar variáveis externas e, ao mesmo tempo, manipular as variáveis de interesse. Nesse sentido, o experimento é recomendado para pesquisas que procuram entender o julgamento do investidor (Riley, Semin, & Yen, 2014).

As variáveis manipuladas e/ou controladas neste estudo foram: o desempenho da empresa e o ambiente de incerteza. Para o desempenho da empresa foram utilizadas simultaneamente informações contábeis e de mercado, representadas pelo lucro líquido, patrimônio líquido e preço das ações. Esses dados, segundo Abott e Monsen (1979) e Henry e Peytcheva (2018), são muito utilizados pelos investidores nas escolhas de investimentos. O desempenho, por sua vez, foi classificado em dois grupos: melhor ou pior desempenho, baseando-se no mesmo critério utilizado no experimento realizado por Henry e Peytcheva (2018) em que o melhor desempenho é considerado quando a empresa apresenta o lucro, o patrimônio líquido e o preço da ação maiores do que os

registrados no período anterior. Por outro lado, quando a organização apresenta lucro, patrimônio líquido e preço da ação inferiores aos registrados no período anterior, é considerado como pior desempenho. Nenhuma outra combinação foi utilizada.

Para a variável ambiente de incerteza a manipulação, nesta pesquisa, ocorreu por meio do conceito de Agliardi et al. (2016). Para diferenciar se o ambiente apresentado era de risco ou de ambiguidade, utilizou-se, ou não, percentuais de valorização das ações da companhia. Ou seja, para caracterizar o ambiente de risco nos relatórios dos analistas, foram apresentados os percentuais de valorização da ação, já para o ambiente de ambiguidade, os relatórios não foram analisados.

O *design* experimental do estudo completa uma fatorial 2×2 . Nessa perspectiva, foram elaborados seis cenários, em que os participantes, na condição de investidores não profissionais indicaram em qual empresa (Ômega ou Gama) investiriam tendo como base informações financeiras e o relatório do analista financeiro. Cada indivíduo respondeu a um cenário. Por fim, o instrumento de pesquisa teve como base os estudos de Henry e Peytcheva (2018) e Winchel (2015). Foram adotadas as recomendações de validade interna e externa do experimento de Coutinho (2011) e Smith (2003).

A Tabela 1, a seguir, apresenta os seis cenários e as manipulações das variáveis em cada um deles:

Tabela 1 - Composição dos cenários utilizados no experimento desta pesquisa

Cenário	Variáveis Utilizadas	Empresa	Hipótese
1	Pior desempenho; Risco.	Ômega	H ₁
	Melhor desempenho; Risco.	Gama	
2	Pior desempenho; Ambiguidade.	Ômega	H ₁
	Melhor desempenho; Ambiguidade.	Gama	
3	Pior desempenho; Risco.	Ômega	H ₂
	Pior desempenho; Ambiguidade.	Gama	
4	Melhor desempenho; Risco.	Ômega	H ₂
	Melhor desempenho; Ambiguidade.	Gama	
5	Melhor desempenho; Risco.	Ômega	H ₃
	Pior desempenho; Ambiguidade.	Gama	
6	Pior desempenho; Risco.	Ômega	H ₃
	Melhor desempenho; Ambiguidade.	Gama	

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

Esta pesquisa foi submetida e aprovada pelo Comitê de Ética e Pesquisa com Seres Humanos pela Universidade Estadual de Londrina (UEL). Para aplicação definitiva com os participantes, foram realizados testes pilotos, seguindo as recomendações de Smith (2003), os quais possibilitam constatar se a manipulação das variáveis analisadas está sendo percebida pelos sujeitos abordados, além de possibilitar ajustes na aplicação do experimento.

Participaram da pesquisa um total de 576 estudantes de sete universidades localizadas no Sul do Brasil, dos dois últimos anos de graduação dos cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia. Para Smith (2003), não há restrições em utilizar universitários em substituição a profissionais com experiência, se o objetivo for trabalhar com informações financeiras. Nesse sentido, Aguiar (2017) afirma que esse tipo de amostra é considerada homogênea ou padronizada,

uma vez que são todos estudantes e, assim, aumentam a validade interna. O experimento foi realizado no ano de 2019 e ocorreu de maneira presencial. A Tabela 2 apresenta as principais características demográficas e o grau de conhecimento financeiro dos participantes da pesquisa.

Tabela 2- Conhecimento financeiro dos participantes da pesquisa

Conhecimento financeiro							
Gênero	Quant. participantes	Nenhum	Pouco	Razoável	Conheço bem	Conheço muito	Total
Feminino	274	50,00%	50,91%	47,29%	24,39%	40,00%	47,57%
Masculino	302	50,00%	49,09%	52,71%	75,61%	60,00%	52,43%
Idade (Anos)							
Até 20	141	21,15%	24,73%	25,12%	24,39%	10,00%	24,48%
De 21 a 25	301	48,08%	49,09%	57,14%	56,10%	40,00%	52,26%
De 26 a 30	75	17,31%	15,27%	8,87%	12,20%	20,00%	13,02%
Acima de 30	59	13,46%	10,91%	8,87%	7,32%	20,00%	10,24%
Instituição de Ensino							
Pública	381	73,08%	65,82%	63,55%	73,17%	60,00%	66,15%
Privada	195	26,92%	34,18%	36,45%	26,83%	40,00%	33,85%
Renda							
Classe A	9	0,00%	1,09%	1,48%	4,88%	20,00%	1,56%
Classe B	25	1,92%	2,91%	6,40%	7,32%	0,00%	4,34%
Classe C	131	25,00%	22,91%	22,17%	21,95%	20,00%	22,74%
Classe D	297	51,92%	53,45%	49,75%	48,78%	40,00%	51,56%
Classe E	114	21,15%	19,64%	20,20%	17,07%	20,00%	19,79%
Média Geral		9,03%	47,74%	35,24%	7,12%	0,87%	100%

Nota: A distribuição de renda por classe utilizada foi a estabelecida pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), na qual a família que ganha até dois salários mínimos está classificada na Classe E, de dois a cinco salários na Classe D, de cinco a dez salários na Classe C, de dez a vinte salários na Classe B e acima de 20 salários está classificada na Classe A.

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

Para a análise de dados foi utilizado o *software* STATA®. Inicialmente foi realizado um teste sobre as decisões dos investidores para rejeição ou aceitação da hipótese (Fávero & Belfiore, 2017). Esses testes de hipóteses dividem-se em paramétricos e não paramétricos. Para saber qual dos dois utilizar, foram realizados testes de distribuição normal e de homoscedasticidade dos resíduos. O Teste de *Kolmogorov-Smirnov* indicou que os dados não apresentaram distribuição normal e a homogeneidade dos resíduos. Desse modo, utilizou-se um teste não paramétrico, o Binomial, para as hipóteses.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Apresentação dos resultados

O experimento foi constituído por informações financeiras de duas empresas, e também de um pequeno trecho de um relatório pertencente a um analista financeiro. Constavam nos dados financeiros os valores do lucro líquido, do patrimônio líquido e do preço da ação, os quais caracterizavam o melhor ou pior desempenho de cada empresa. Já os relatórios dos analistas continham ou não, informações sobre a valorização da ação, para caracterizar o ambiente de incerteza. Após receberem esses dados, os participantes do experimento deveriam decidir em qual preferiam investir.

Na H_1 procurou-se verificar a escolha do investidor quando a empresa apresentou melhor ou pior desempenho, para isso foram destinados os cenários 1 e 2, em que a variável do desempenho da empresa foi manipulada de maneira isolada. No cenário 1 ambas as empresas se apresentaram em um cenário de risco, sendo que uma delas com melhor desempenho e a outra com pior desempenho. Já no cenário 2 ambas as empresas estavam em um cenário de ambiguidade, uma delas com melhor desempenho e a outra com pior desempenho.

Na Tabela 3, são apresentadas as escolhas dos investidores para cada um dos dois cenários.

Tabela 3 - Teste Binomial para variável desempenho da empresa (H_1)

Cenários	Quantidade de participantes	Proporção observada %	<i>P-value</i>
<u>Cenário 1</u>	<u>96</u>		
Pior Desempenho	23	24,0	
Melhor Desempenho	73	76,0	0,0000
<u>Cenário 2</u>	<u>96</u>		
Pior Desempenho	15	15,6	
Melhor Desempenho	81	84,4	0,0000
Total Geral	<u>192</u>		
Pior Desempenho	38	19,79	0,0000
Melhor Desempenho	154	80,21	

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

Nota-se nessa última tabela que a maioria dos participantes optou em investir na organização que apresentou melhor desempenho com relação ao período anterior. Os resultados vão ao encontro da afirmação de Henry e Peytcheva (2018) de que o desempenho de uma empresa pode influenciar a decisão de um possível investidor. Além disso, corrobora com o estudo de Du *et al.* (2015), o qual aponta que os investidores preferem investir em empresas cujo desempenho tenha sido melhor.

A Tabela 3 evidencia ainda o resultado individual e agregado para os dois cenários, com relação à manipulação da variável desempenho da empresa. Conforme os resultados do Teste Binomial, não se rejeitou a H_1 ($p=0,0000$). Isso indica, portanto, que os investidores preferem empresas que tenham apresentado melhor desempenho, com um nível de significância de 5%, ou seja, quando um acionista não profissional se depara com uma empresa cujo desempenho tenha sido melhor, a escolha, na maioria dos casos, é para empresa ela.

Ao analisar as decisões dos investidores individualmente para cada uma das características demográficas, constata-se que, em todos os tipos de análise, os resultados foram significativos, ou seja, novamente o melhor desempenho influenciou a decisão do participante da pesquisa. Destaca-se também, a característica demográfica de gênero, em que o feminino apresentou maior percentual de escolha da empresa com melhor desempenho, cerca de 90% das mulheres que participaram dos cenários 1 e 2 optaram pela organização de melhor desempenho, enquanto que dos participantes do gênero masculino apenas 71,5% fizeram a mesma escolha. Conforme se observa na Tabela 4.

Tabela 4 - Escolha dos investidores com a manipulação da variável desempenho (H₁)

Característica	Tipo	Pior Desempenho	Melhor Desempenho	P-value
Gênero	Feminino	7	76	0,0000
	Masculino	31	78	0,0000
Idade (anos)	Até 20	12	35	0,0013
	De 21 a 25	19	82	0,0000
	De 26 a 30	4	20	0,0022
	Acima de 30	3	17	0,0036
Instituição de Ensino	Pública	28	100	0,0000
	Privada	10	54	0,0000
Renda	Classe A, B e C	17	45	0,0006
	Classe D e E	21	109	0,0000
Total Geral		38	154	0,0000

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

Para testar a H₂, que procurou verificar a influência do ambiente de incerteza na decisão dos investidores, foram destinados dois cenários (3 e 4). Nesses dois cenários, foi manipulada apenas a variável ambiente de incerteza, caracterizada pelo risco ou pela ambiguidade. Esperava-se que as escolhas dos sujeitos por investimentos com risco fossem maiores que as escolhas pelos com ambiguidade.

Nos dois cenários 3 e 4, os participantes receberam informações financeiras e trechos de um relatório de analistas financeiros de duas empresas, a Ômega e a Gama. Uma vez que a única variável manipulada foi a do ambiente de incerteza uma das organizações apresentava uma situação de ambiguidade, caracterizada por não possuir nenhum percentual de valorização da ação, enquanto a outra trazia apresentava uma situação com risco, marcada pela presença do percentual de valorização da ação. Tais conceitos seguiram os preceitos de Agliardi *et al.* (2016), ao afirmarem que a ambiguidade acontece quando não existe percepção alguma sobre os possíveis resultados. A decisão com característica de risco envolve opções que têm probabilidades de resultados especificados (Du, 2009). Na Tabela 5, são apresentadas as escolhas dos investidores para cada um dos dois cenários.

Tabela 5 - Teste Binomial da escolha dos participantes para variável ambiente de incerteza (H₂)

Cenários	Quantidade de participantes	Proporção observada %	P-value
<u>Cenário 3</u>	<u>96</u>		
Risco	59	61,5	
Ambiguidade	37	38,5	0,0321
<u>Cenário 4</u>	<u>96</u>		
Risco	60	62,5	
Ambiguidade	36	37,5	0,0189
Total Geral	<u>192</u>		
Risco	119	61,98	0,0011
Ambiguidade	73	38,02	

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

A tabela acima evidencia que 62% dos participantes decidiram investir na Ômega, empresa cujo relatório apresentava elementos de risco. Conforme os resultados do Teste Binomial, é possível não rejeitar a H_2 ($p=0,0011$). Desse modo, afirma-se que os investidores mostraram que, em ambientes de incerteza, as situações de risco são de maior preferência dos investidores quando comparadas com as de ambiguidade, com um nível de significância de 5%.

Por fim, para testar a H_3 procurou-se verificar se as escolhas foram mais fortemente influenciadas pelo melhor desempenho da empresa em um ambiente de risco ou se foram guiadas pela organização com pior desempenho em que o ambiente era caracterizado pela ambiguidade. Para essa última hipótese, foi destinado o cenário 5, com variáveis de incerteza e desempenho da empresa. Na Tabela 6, são apresentados os resultados obtidos nessa etapa.

Tabela 6 - Escolhas dos investidores para H_3

Característica	Tipo	Pior Desempenho e Ambiguidade	Melhor Desempenho e Risco	<i>P-value</i>
Gênero	Feminino	7	37	0,0000
	Masculino	20	32	0,1272
Idade (anos)	Até 20	10	20	0,1003
	De 21 a 25	8	28	0,0015
	De 26 a 30	6	11	0,3320
	Acima de 30	3	10	0,0961
Instituição de Ensino	Pública	19	48	0,0006
	Privada	8	21	0,0259
Renda	Classe A, B e C	10	17	0,2482
	Classe D e E	17	52	0,0000
Total Geral		27	69	0,0000

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

A tabela acima mostra que 71,88% dos investidores optaram em investir na empresa cujo desempenho foi melhor e o ambiente de incerteza estava caracterizado pelo risco, enquanto que 28,12% dos participantes optaram pela segunda alternativa na qual o desempenho era pior e o ambiente era de ambiguidade.

Ao analisar as escolhas por características dos respondentes, nota-se que o gênero feminino apresentou significância estatística para empresas com melhor desempenho e risco. Da mesma forma, para a característica da idade, apesar de todas as faixas etárias terem escolhido em sua maioria a opção anteriormente citada, a única que apresentou resultado estatisticamente significativo a um nível de 5% foi a idade de 21 a 25 anos. Não diferente, para a característica Instituição de Ensino Superior, em ambas as opções (pública e privada), e na característica renda, os participantes também alcançaram resultados significantes para o melhor desempenho e ambiente de risco.

A Tabela 6 evidencia o cálculo do Teste Binomial para a H_3 , nesse sentido não é possível rejeitar a hipótese da maior escolha para a variável risco em conjunto com o melhor desempenho da empresa ($p=0,0000$). Dessa maneira, nota-se que ambientes de incerteza caracterizados pelo risco em conjunto com o melhor desempenho da empresa, podem influenciar mais a decisão do investidor do que o ambiente de incerteza caracterizado pela ambiguidade, com pior desempenho, uma vez que o resultado apresenta nível de significância de 5%.

No cenário 6, também foi realizada a manipulação das variáveis ambiente de incerteza e desempenho da empresa, porém diferente do cenário anterior, nesse cenário o ambiente de risco

estava combinado com o pior desempenho e o de ambiguidade, com o melhor desempenho da empresa. A Tabela 7 apresenta os resultados.

Tabela 7 - Teste Binomial para variável ambiente de incerteza e desempenho da empresa

Cenário	Quantidade de participantes	Proporção observada %	P-value
Risco e Pior Desempenho	35	36,46	
Ambiguidade e Melhor Desempenho	61	63,54	0,0103

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

Os resultados apontados nessa tabela mostram que a variável melhor desempenho foi mais decisiva do que o ambiente de incerteza caracterizado pelo risco, pois os investidores escolheram a empresa que apresentava essas características.

4.2 Discussão dos Resultados

Os achados deste estudo reforçam a afirmação de Du et al. (2015) de que os indivíduos têm a tendência de investir em empresas que apresentam os melhores resultados em determinado período. Além disso, os resultados encontrados na pesquisa de Du (2009) levam à mesma conclusão deste trabalho, já que em ambos os participantes escolheram situações em que a empresa apresentava um melhor desempenho.

Além da variável desempenho da empresa, o ambiente de incerteza também foi utilizado no estudo. Os testes realizados indicaram que os participantes preferem a situação de risco quando comparada com a de ambiguidade, isso reforça a afirmação de Du (2009), ao apontar que os investidores, quando submetidos a situações de alta incerteza (ambiguidade), sentem dificuldade para avaliar os ganhos esperados e, por isso, tendem a escolher situações com menor incerteza (risco). As constatações desta pesquisa também são similares às de Bailon *et al.* (2018) e corroboram com os resultados de Augustin e Izhakian (2017), as quais indicaram que as decisões envolvendo risco e ambiguidade são diferentes. Da mesma maneira, Du (2009) afirmou que as atitudes dos indivíduos são diferentes quando expostos a essas situações.

Adicionado aos testes experimentais individuais do desempenho da empresa e ambiente de incerteza, foi realizada a manipulação de ambas variáveis de maneira conjunta. Nessa situação, foi apontado que as organizações que combinaram melhor desempenho e risco foram mais atrativas aos investidores do que as entidades com pior desempenho e um cenário de ambiguidade. Nesse sentido, os resultados estão de acordo com os encontrados por Henry e Peytcheva (2018), ao identificarem que quanto mais informações probabilísticas, ou seja, dados que caracterizam o ambiente de risco, maior a possibilidade de escolhas por parte do investidor. As conquistas desta pesquisa corroboram, ainda, com os pensamentos de Winchel (2015), de que em relatórios com ambiguidade, os investidores tendem a fazer a escolha pelo desempenho da empresa. Os resultados também corroboram com Kahneman (2012), uma vez que as pessoas tendem a preferir situações mais seguras, nesse caso a empresa na qual o desempenho havia sido melhor e apresentou percentual de valorização da ação (risco).

Em teste adicional, a variável de melhor desempenho mostrou-se mais influente na decisão do que a incerteza caracterizada pelo risco. Portanto, o resultado desta pesquisa corrobora com Du (2009) e Kim, Ruy e Yang (2021) ao evidenciar que a situação de ganhos e perdas influencia o julgamento de decisão, uma vez que nos estudos anteriormente mencionados os resultados apontaram que em situações favoráveis os participantes buscam situações de ambiguidade, já em situações desfavoráveis são avessos a ela e preferem o risco.

5 CONCLUSÃO

O objetivo deste estudo foi analisar a influência do desempenho da empresa nas decisões dos investidores em ambientes caracterizados pela ambiguidade e pelo risco, no mercado de capitais. Para constatar qual seria o comportamento foi realizado um experimento *in loco* com estudantes de graduação dos dois últimos anos dos cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia, que desempenharam o papel de investidores do mercado de ações não profissionais. Participaram da pesquisa um total 576 pessoas de sete universidades sendo três públicas e quatro privadas.

A literatura (Henry & Peytcheva, 2018) aponta que os estudos sobre a decisão de investidores não estão esgotados, ainda que não se sabe todos os motivos que levam à opção por um investimento em detrimento de outro, uma vez que existe uma ausência teórica na compreensão das informações contábeis no processo de decisão quanto há situações envolvendo ambiguidade e risco (Winchel, 2015).

Neste estudo levou-se em consideração duas variáveis, o cenário de incerteza, em que o mercado de capitais apresenta como característica proporcionar ao investidor uma situação de ambiguidade ou de risco, e o desempenho das empresas, evidenciado por meio de dados contábeis que podem apontar para um melhor ou um pior desempenho quando comparado com o período anterior. Nessa perspectiva, a pesquisa apresentou avanço na literatura ao apontar que as informações contábeis se mostraram impactantes na decisão do investidor, no sentido de amenizar as situações de ambiguidade e risco causados pelo mercado de capitais.

Os resultados alcançados apontaram que o comportamento do investidor não profissional diante da ambiguidade é diferente quando comparado ao ambiente caracterizado pelo risco. A partir das análises dos dados, observou-se também que este é mais decisivo que aquele, reforçando o que a literatura já havia apontado (Bailon et al., 2018; Cubitt et al., 2018; Du, 2009; Winchel, 2015). Essa preferência do investidor pelo risco acontece, pois no cenário de risco ele consegue, ainda que de maneira incerta, visualizar a rentabilidade.

Esta pesquisa evidenciou também que os investidores procuraram a empresa que apresentou melhor desempenho do que aquela com pior desempenho, isso foi corroborado quando essa variável foi analisada de maneira isolada. Esse achado mostra que o investidor, ao receber uma notícia positiva, gera também um julgamento positivo.

Ao analisar em conjunto as variáveis desempenho da empresa e ambiente de incerteza, notou-se que a influência do melhor desempenho em conjunto com o cenário de risco é mais impactante nas escolhas dos investidores do que em empresas com pior desempenho e que o cenário seja caracterizado pela ambiguidade. Esse resultado evidencia que os investidores procuram algum cenário que apresente indícios de segurança, como um melhor desempenho e/ou alguma indicação de valorização da ação.

O estudo proporcionou evidenciar também que a variável desempenho da empresa é mais impactante nas decisões do investidor do que o ambiente de incerteza, isso ficou evidente nos cenários 5 e 6, nos quais as duas variáveis foram manipuladas em conjunto. Em ambos os cenários a variável melhor desempenho da empresa sobressaiu sobre o pior desempenho, primeiro em conjunto com o ambiente caracterizado pelo risco e depois com o cenário de ambiguidade, enquanto o risco estava combinado com o pior desempenho. Assim a pesquisa apontou que em cenários de ambiguidade e risco as informações contábeis contribuem para a decisão do investidor, justamente por apresentar evidências de maior segurança.

Portanto é possível concluir, por meio das escolhas realizadas pelos participantes que estavam no papel de investidores não profissionais, que estes se sentem mais influenciados pelo desempenho da empresa, o qual é possível ser aferido pelas informações contábeis, do que pelos am-

bientes caracterizados pelo risco ou ambiguidade. Assim, o estudo reforça a importância dos dados contábeis para tomada de decisão no mercado de capitais.

O estudo proporcionou, ainda, avanço na literatura com relação às decisões dos investidores quanto ao desempenho da empresa. A literatura (Henry & Peytcheva, 2018) aponta que as informações contábeis divulgadas pelas organizações, são importantes na decisão dos investidores. Além disso, indica também que em situações de ambiguidade, ou seja, em que o investidor não tem referência de valorização da ação, ele opta em investir na empresa na qual o desempenho havia sido melhor.

A pesquisa contribui também para a literatura do comportamento do investidor, em ambiente de incerteza relacionado às informações contábeis. Uma vez que o estudo de Augustin e Izhakian (2017) apontou que, o efeito da ambiguidade nas decisões do investidor é pouco explorado. Para suprir essa lacuna na presente pesquisa foram relacionadas à decisão dos investidores em situações de incerteza com a utilização da informação contábil que permite medir o desempenho da empresa.

A presente pesquisa tem como limitação, o fato de restringir ao respondente apenas duas opções de empresas para investir. No mundo real, o investidor possui uma diversidade de investimento e de empresas bem maior para investir. Entretanto, supõe-se que tal limitação não invalide os resultados, uma vez que utilizar opções de empresa comparadas, lado a lado, é comum em pesquisas experimentais que procuram entender as decisões de investidores. Ademais esse formato foi também utilizado nas atividades realizadas por Henry e Peytcheva (2018) e Winchel (2015).

Para pesquisas futuras, sugere-se trabalhar com mais indicadores financeiros oriundos da informação contábil, como os de liquidez, endividamento, rentabilidade. Além de informações de outros demonstrativos contábeis, como Fluxo de Caixa, para constatar o quanto esses itens e quais, os investidores julgam mais relevantes em uma escolha de investimentos. Sugere-se também abordar a variável ambiguidade como excesso de informação, capaz de gerar dúvida, com vistas a investigar se o excesso de dados atrapalha ou contribui para a decisão do investidor.

REFERÊNCIAS

- Abbott, W. F., & Mosen, R. J. (1979). On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement. *Academy of Management Journal*, 22(3), 501–515.
- Agliardi, E., Agliardi, R., & Spanjers, W. (2016). Corporate financing decisions under ambiguity: Pecking order and liquidity policy implications. *Journal of Business Research*, 69, 6012–6020. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.05.016>
- Aguiar, A. B. (2017). Pesquisa experimental em contabilidade: propósito, desenho e execução. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 10(2), 224-244. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2017100206>
- Alberton, A., & Costa Jr, N. C. A. (2007). Meio ambiente e desempenho econômico-financeiro: benefícios dos Sistemas de Gestão Ambiental (SGAs) e o impacto da ISO 14001 nas empresas brasileiras. *RAC-Eletrônica*, 1(2), 153-171.
- Amorim, A. D. G. (2007). *A mediação da Informação Contábil Sob a Ótica da Ciência da Informação*. 202 f. Tese (Doutorado em Ciência da Informação), Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Antunes, M. T. P. & Martins, E. (2007). Capital intelectual: seu sentimento e seus impactos no desempenho de grandes empresas brasileiras. *BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4(1), 5-21.
- Augustin, P. & Izhakian, Y. (2017). Ambiguity, Volatility, and Credit Risk. *SSRN- Eletronic Journal*, 15, 1-58.

- B3. (2020). Históricos pessoas físicas. São Paulo. Recuperado em 04 maio 2020, de http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/
- Bailon, A., Schlesinger, H. & Kuilen, G. V. (2018). Measuring higher order ambiguity preferences. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 21, 233-256. <http://dx.doi.org/10.1007/s10683-017-9542-3>
- Ball, R. & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Bokpin, G. A., Isshaq, Z. & NYARKO, E. S. (2014). Corporate disclosure and foreign share ownership: empirical evidence from African countries. *International Journal of Law and Management*, 57(5), 417-444. <http://dx.doi.org/10.1108/IJLMA-01-2014-0004>
- Bortoluzzi, S. C., Ensslin, S. R., Lyrio, M. V. L. & Ensslin, L. (2011). Avaliação de desempenho econômico-financeiro: Uma proposta de integração de indicadores contábeis tradicionais por meio da metodologia multicritério de apoio a decisão construtiva (MCDA-A). *Revista Alcance – Eletrônica*, 18(2), 200-218.
- Broietti, C., & Prado, G. A. (2022). Decisão de investidor: a influência da informação contábil na decisão de investidores não profissionais. *Contabilometria - Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting*, 10(1), 80-96.
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. D. (2005). Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusão e aquisição do mercado brasileiro ocorrido entre 1995 e 1999. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 12(2), 99-115.
- Cascino, S., Clatworthy, M., Osma, B. G., Gassen, J., Isman, S., & Jeanjean, T. (2014). Who uses financial reports and for what purpose? Evidence from capital providers. *Accounting Europe*, 11(2), 1-25.
- Chen, M., Cheng, S. & Hwang, Y. (2005). An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. *Journal of intellectual capital*.
- Clots-Figueras, I., González, R. H. & Kujal, P. (2016). Trust and trustworthiness under information asymmetry and ambiguity. *Economic Letters*, 147, 168-170. <http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2016.08.019>
- Coutinho, C. P. (2011). *Metodologia de Investigação em Ciências Sociais e Humanas: Teoria e Prática*. (2ªed.). Coimbra: Almedina.
- Cubitt, R., Kuilen, G. V., & Mukerji, S. (2018). The strength of sensitivity to ambiguity. *Theory and Decision*, 85, 275-302. <http://dx.doi.org/10.1007/s11238-018-9657-9>
- Dalton, D. R. et al. (2003). Meta-analyses of financial performance and equity: fusion or confusion?. *Academy of Management Journal*, 46(1), 13-26.
- Devalle, A., Onalli, E., & Magarini, R. (2010). Assessing the Value Relevance of accounting data after introduction of IFRS in Europe. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21, 85-119.
- Du, N. (2009). Do investors react differently to range and point management earnings forecasts? *The Journal of Behavioral Finance*, 10, 195-203. <http://dx.doi.org/10.1080/15427560903369276>.
- Du, N., Stevens, K., & McEnroe, J. (2015). The effects of comprehensive income on investors' judgments: An investigation of one-statement vs. two-statement presentation formats. *Accounting Research Journal*, 28(3), 284-299. <http://dx.doi.org/10.1108/ARJ-11-2013-0083>
- Dumontier, P., & Raffournier, B. (2002). Accounting and capital markets: a survey of the European evidence. *The European Accounting Review*, 11(1), 119-151. <http://dx.doi.org/10.1080=09638180220124761>

- Fávero L. P., & Belfiore P. (2017). *Análise de dados: técnicas multivariadas exploratórias com SPSS® e Stata®*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier.
- Feng, T., Wang, D., Lawton, A., & Luo, B. N. (2019). Customer orientation and firm performance: The joint moderating effects of ethical leadership and competitive intensity. *Journal of Business Research*, 100, 111-121.
- Gassen, J., & Schwedler, K. (2010). The Decision Usefulness of Financial Accounting Measurement Concepts: Evidence from an Online Survey of Professional Investors and their Advisors. *European Accounting Review*, 19(3), 495–509. <http://dx.doi.org/10.1080/09638180.2010.496548>.
- Grob, K. (2007). *Equity Ownership and Performance: An Empirical Study of German Traded Companies*. New York: Springer.
- Henry, E., & Peytcheva, M. (2018). Earnings-announcement narrative and investor judgment. *The Accounting Review*, 32(3), 1-44.
- IUDÍCIBUS, S. et al. (1994). *Contabilidade introdutória*. 8. ed. São Paulo: Atlas.
- Kahneman, D. (2012). *Rápido e Devagar: duas formas de pensar*. Tradução: Cássio de Arantes Leite. Rio de Janeiro: Objetiva.
- Kim, K., Ryu, D., & Yang, H. (2021). Information uncertainty, investor sentiment, and analyst reports. *International Review of Financial Analysis*, 77, 101835.
- Liu, G., Kianto, A., & Tsui, E. (2022). Knowledge management technologies and organizational performance: a meta-analytic study. *Industrial Management & Data Systems*, (ahead-of-print).
- Martins, E. (2000). Avaliação de empresas da mensuração contábil a econômica. *Caderno de Estudos FEPECAFI*, 13(24), 28-37.
- Olsen, R. A., & Cox, C. M. (2001). The influence of gender on the perception and response to investment risk: the case of professional investors. *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(1), 29-36. http://dx.doi.org/10.1207/S15327760JPFM0201_3
- Otley, D. (1999). Performance management: a framework for management control systems research. *Management Accounting Research*, 10, 363-382.
- Ozbay, E. F., Gulen, H., Masatlioglu Y., & Ozbay, E. (2021). Comparing ambiguous urns with different sizes. *Journal of Economic Theory*, 1-29. [Doi.org/10.1016/j.jet.2021.105224](https://doi.org/10.1016/j.jet.2021.105224).
- Pace, E. S. U., Basso, L. F. C., & Silva, M. A. (2003). Indicadores de desempenho como direcionadores de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 37-65.
- Rahman, N., Othman, M., Yajid, M., Rahman, S., Yaakob, A., Masri, R., ... & Ibrahim, Z. J. M. S. L. (2018). Impact of strategic leadership on organizational performance, strategic orientation and operational strategy. *Management Science Letters*, 8(12), 1387-1398.
- Riley, T. J., Semin, G. R., & Yen, A. C. (2014). Patterns of Language Use in Accounting Narratives and Their Impact on Investment-Related Judgments and Decisions. *Behavioral Research in Accounting*, 26(1), 59-84.
- Roggi, O., & Giannozzi, A. (2015). Fair value disclosure, liquidity risk and stock returns. *Contemporary Economics*, 58, 327-342. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.011>.
- Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, M. D. P. B. (2013). *Metodologia de pesquisa*. (5. ed.). Porto Alegre: Penso.
- Smith, M. (2003). *Research methods in accounting*. London: Sage.
- Sousa, A. M., Feltes, T., Meurer, R. M., & Ribeiro, A. M. (2022). Efeito da suavização intencional de resultados na persistência dos lucros das empresas brasileiras de capital aberto. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 41(2), 87-106. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v41i2.53295>
- Sproten, A. N., Diener, C., Fiebach, C. J., & Schwioren, C. (2018). Decision making and age: Factors influencing decision making under uncertainty. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 76, 43-54. <http://dx.doi.org/10.1016/j.socec.2018.07.002>.

- Waddock, S. A. & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- Wang, J., Zhou, M., Guo, X., Qi, L., & Wang, X. (2021). A Markov regime switching model for asset pricing and ambiguity measurement of stock market. *Neurocomputing*, 435, 283-294. [Doi.org/10.1016/j.neucom.2020.12.103](https://doi.org/10.1016/j.neucom.2020.12.103).
- Warokka, A. (2008). *Ownership structures, capital structure, and firm performance: an analysis of post East Asian financial crisis*. Tese de Doutorado, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid, Espanha.
- Winchel, J. (2015). Investor Reaction to the Ambiguity and Mix of Positive and Negative Argumentation in Favorable Analyst Reports. *Contemporary Accounting Research*, 32(3), 973-999. <http://dx.doi.org/10.1111/1911-3846.12108>