

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ÍGOR FIGUEIRÊDO LEITE

A INFLUÊNCIA DE INFORMAÇÕES SOCIOAMBIENTAIS E DE GOVERNANÇA
NA DECISÃO DO INVESTIDOR

JOÃO PESSOA

2020

ÍGOR FIGUEIRÊDO LEITE

**A INFLUÊNCIA DE INFORMAÇÕES SOCIOAMBIENTAIS E DE GOVERNANÇA
NA DECISÃO DO INVESTIDOR**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC/UFPB), como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Informação contábil para usuários externos.

Orientador: Profa. Dra. Márcia Reis Machado

JOÃO PESSOA
2020

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

L533i Leite, Ígor Figueirêdo.

A INFLUÊNCIA DE INFORMAÇÕES SOCIOAMBIENTAIS E DE
GOVERNANÇA NA DECISÃO DO INVESTIDOR / Ígor Figueirêdo
Leite. - João Pessoa, 2020.

110 f.

Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCSA.

1. Finanças comportamentais. 2. Informações ambientais.
3. Informações de governança. 4. Informações sociais.
5. Investidores. I. Título

UFPB/BC

ÍGOR FIGUEIRÊDO LEITE

**A INFLUÊNCIA DE INFORMAÇÕES SOCIOAMBIENTAIS E DE GOVERNANÇA
NA DECISÃO DO INVESTIDOR**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC/UFPB), como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovado em: ____/____/____.

Comissão Avaliadora

Profa. Dra. Márcia Reis Machado
Universidade Federal da Paraíba
(Orientadora)

Prof. Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena
Universidade Federal da Paraíba
(Examinador Interno)

Prof. Dr. Adriano Leal Bruni
Universidade Federal da Bahia
(Examinador Externo)

Emitido em 30/06/2020

FOLHA Nº 57/2020 - PPGCC (11.00.52.03)
(Nº do Documento: 57)

(Nº do Protocolo: NÃO PROTOCOLADO)

(Assinado digitalmente em 01/07/2020 12:07)
MARCIA REIS MACHADO
COORDENADOR DE CURSO
1453014

(Assinado digitalmente em 01/07/2020 15:36)
WENNER GLAUCIO LOPES LUCENA
COORDENADOR DE CURSO
1526402

Para verificar a autenticidade deste documento entre em <https://sipac.ufpb.br/documentos/> informando seu número: 57, ano: 2020, documento (espécie): FOLHA, data de emissão: 30/06/2020 e o código de verificação: b118866elf

Aos meus pais, José Yvan Pereira Leite (*in
memoriam*) e Maria Jalila Vieira de Figueirêdo
Leite

“É sempre possível ir mais longe. Eu sempre digo que o olho brilha mais quando temos bons exemplos”.

José Yvan Pereira Leite

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, José Yvan Pereira Leite (*in memoriam*) e Maria Jalila Vieira de Figueirêdo Leite, pelo apoio em todos os momentos da minha vida. Vocês dois são as maiores inspirações pessoais e profissionais que vou carregar pela vida. Muito obrigado. Agradeço à minha mãe pelo apoio nessa reta final, com todas as dificuldades e tristezas.

Ao meu irmão, Vítor, por toda a parceria ao longo desses anos. Mesmo à distância, fazia questão de enviar palavras de incentivo para a finalização da dissertação.

À minha namorada, Kalianny, por estar comigo durante todo esse trajeto me apoiando sem hesitar em nenhum momento, me dando força, reclamando quando necessário, me incentivando e, sem sombra de dúvidas, por estar ao meu lado todos os dias.

A toda minha família, pelo incentivo durante meus estudos.

À minha orientadora – Professora Márcia Reis, pela valiosa contribuição que me deu durante todo o processo de elaboração da Dissertação, além de docente exemplar.

Aos professores Wenner Lucena e Adriano Bruni, pelas contribuições na Banca de Qualificação do Projeto e na Banca de Defesa da Dissertação.

Aos professores e servidores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

A toda a turma do Mestrado 2018 da Universidade Federal da Paraíba.

Aos professores do Curso de Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

Aos amigos que fiz durante a morada em João Pessoa, os quais fizeram com que esses dias fossem melhores – André, Júnior, Dyliane, Matheus, Maria Luiza, Emily, Eveno e Victor. Em especial, aos amigos Marcelo, Igor e Iranete, bastante presentes durante o tempo em que morei em João Pessoa.

Aos amigos de Campina Grande, intitulados “miguxos” – Paulo, Christyan e Poliana, que me mandavam mensagens de incentivos todos os dias.

Aos amigos da Universidade Federal do Rio Grande do Norte – Ruhama, Lucas, Pablo, Felipe, Ronaldo, Marke e Raimundo.

À equipe da Secretaria de Estado das Finanças e do Planejamento do Rio Grande do Norte.

A todos que, diretamente ou indiretamente, contribuíram comigo, meu muito obrigado.

RESUMO

O presente estudo teve por objetivo verificar o impacto da apresentação de informações socioambientais e de governança para a tomada de decisão de investimento. Para atender ao objetivo geral, foi realizado um *survey* que contou com 409 respondentes que foram submetidos aos questionários aplicados entre os dias 31 de outubro a 10 de novembro de 2019, sendo sua divulgação realizada por meio de redes sociais, para analisar os dados da pesquisa, foram utilizados o teste paramétrico de análise de correspondência e *t-student* e os testes não paramétricos Qui Quadrado e Teste de Kruskal-Wallis, também utilizou-se a Regressão Tobit. Deve-se ressaltar que foram elaborados dois questionários, no qual um deles apresentava informações socioambientais e de governança e o outro não apresentava. Essa diferença surge para comparar os resultados entre os dois questionários. Dentre os resultados da pesquisa, tem-se que os fatores identificados com maior frequência de importância para o processo de análise de investimento foram, respectivamente: lucratividade; questões de governança; e rentabilidade. Foi identificado que a apresentação de informações socioambientais e de governança não interfere na tomada de decisão do investidor brasileiro. Dentre os motivos para esse resultado é que o investidor brasileiro ainda não está preocupado com fatores socioambientais e de governança, se preocupando mais com retorno obtido. Além disso, foi evidenciado que a decisão do investidor é influenciada negativamente pela percepção do risco do investidor, no sentido de que quanto menos arriscado o investidor entender que aquele ativo é, maior será o investimento realizado. Ao mesmo tempo identificou-se que existe diferença na decisão de investimento de acordo com o perfil do investidor. A decisão de investimento é impactada negativamente pela percepção de risco e o investidor agressivo será menos influenciado por informações sociais e ambientais. Sendo assim, o estudo contribui com a literatura uma vez que discute o impacto das informações socioambientais na tomada de decisão e de governança e identifica diferentes perfis na tomada de diferentes decisões. A relevância do estudo pode ser evidenciada uma vez que buscou abordar um assunto pouco explorado ainda no Brasil, bem como buscou-se entender o comportamento de membros de grupos de investimento.

Palavras-chave: Finanças comportamentais, Informações ambientais; Informações de governança; Informações sociais; Investidores.

ABSTRACT

The present study aimed to verify the impact of the presentation of socio-environmental and governance information in the investment decision making. In order to fulfill the general objective, a survey was carried out with 409 respondents who were submitted to the questionnaires between October 31 and November 10 of 2019, to analyze the research data, we used the parametric test of correspondence analysis and t-student and the nonparametric tests Chi Square and Kruskal-Wallis test, we also used the Tobit Regression. Being its dissemination carried out through social networks, it should be noted that two questionnaires were prepared, in which one of them presented socio-environmental and governance information and the other did not, this difference arises to buy the results between the two questionnaires. Among the results of the research, the factors identified with the highest frequency of importance for the investment analysis process were, respectively, Profitability, Governance Issues and Profitability. It was also identified that the presentation of socio-environmental and governance information does not interfere in the decision-making of the Brazilian investor, among the reasons for this result is that the Brazilian investor is not yet concerned with socio-environmental and governance factors, being more concerned with the return obtained. In addition, it was evidenced that the investor's decision is negatively influenced by the investor's perception of risk, in the sense that the less risky the investor understands that that asset is, the greater the investment made. At the same time, it was identified that there is a difference in the investment decision according to the investor profile. The investment decision is negatively impacted by the perception of risk and the aggressive investor will be less influenced by social and environmental information. Thus, the study contributes to the national literature since it sought to identify whether socio-environmental and governance information has any impact on decision making, as well as seeking to identify whether different profiles have different decision making. The relevance of the study can be evidenced since it sought to address a little explored subject in Brazil, which is the impact of the presentation of socio-environmental and governance information, as well as seeking to understand the behavior of members of investment groups.

Keywords: Behavioral finances; Environmental information; Social information; Governance information; Investors.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Grupos de Investimento.	50
Tabela 2 - Disposição Geográfica dos Respondentes.....	64
Tabela 3 - Gênero dos respondentes.....	65
Tabela 4 - Disposição por Idade.	66
Tabela 5 - Disposição por Escolaridade.	66
Tabela 6 - Perfil de Risco do Investidor.	67
Tabela 7 - Nível de conhecimento.....	67
Tabela 8 - Análise utilizada.....	67
Tabela 9 - Relação entre o tipo de análise o perfil de risco do investidor.....	68
Tabela 10 - Relação entre o tipo de análise e o nível de conhecimento dos investidores.	69
Tabela 11 - Relação entre o perfil de risco e o nível de conhecimento dos investidores.	69
Tabela 12 - Estatística descritiva referente investir ou não na empresa caso.....	71
Tabela 13 - Estatística descritiva referente ao valor investido na empresa caso.....	72
Tabela 14 - Teste de Levene e Test T.....	72
Tabela 15 - Kruskal Wallis.....	73
Tabela 16 - Apresentação das Variáveis – Risco, Fluxo de Caixa, Questões Ambientais e Rentabilidade.....	74
Tabela 17 - Apresentação das Variáveis – Questões Sociais, Lucratividade, Questões de Governança e Endividamento.....	75
Tabela 18 - Teste de Mann-Whitney – Comparou-se a variáveis Risco, Fluxo de Caixa, Questões Sociais, Rentabilidade, Questões Ambientais, Lucratividade, Questões de Governança e Endividamento entre os Grupos A e B.	79
Tabela 19 - Teste de Kruskal Wallis – Comparou-se a importância das questões sociais, questões de governança e questões ambientais entre os perfis conservadores, moderados e agressivos.	80
Tabela 20 - Resultado da Correlação de <i>Spearman</i> das Variáveis.....	81
Tabela 21 - Regressão Tobit - Equação 1.....	82
Tabela 22 - Teste de T de <i>Student</i> – Comparação entre a Decisão de Investimento entre os investidores apresentados a informação socioambiental e de governança e investidores que não foram.....	84
Tabela 23 - Resumo dos resultados das Hipóteses do trabalho.....	85

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Natureza interdisciplinar das finanças comportamentais.....	34
Figura 2 - Função Valor.	35

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Estudos anteriores sobre a influência de fatores externos e internos na tomada de decisão dos investidores.	43
Quadro 2 - Variáveis da Pesquisa.....	53

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Análise de Correspondência.....	70
Gráfico 2 - Análise da variável Risco – Questionário A e Questionário B.	75
Gráfico 3 - Análise da variável Fluxo de Caixa – Questionário A e Questionário B.....	76
Gráfico 4 - Análise da variável Questões Ambientais – Questionário A e Questionário B.	76
Gráfico 5 - Análise da variável Rentabilidade – Questionário A e Questionário B.....	77
Gráfico 6 - Análise da variável Questões Sociais – Questionário A e Questionário B.....	77
Gráfico 7 - Análise da variável Lucratividade – Questionário A e Questionário B.....	78
Gráfico 8 - Análise da variável Questões de Governança – Questionário A e Questionário B.	78
Gráfico 9 - Análise da variável Endividamento – Questionário A e Questionário B.....	79

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
API	Análise de Perfil do Investidor (API)
B3	Brasil Bolsa Balcão
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capital
BB	Banco do Brasil
BC	Banco Central
TUE	Teoria da Utilidade Esperada
HEM	Hipótese do Mercado Eficiente
CAPM	Capital Asset Pricing Model
TCP	Teoria do Comportamento Planejado
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OLS	Ordinary Least Squares

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	19
1.1 Contextualização	19
1.2 Problema	22
1.3 Objetivos	22
1.3.1 Objetivo Geral	22
1.3.2 Objetivos Específicos	23
1.4 Justificativa	23
2 REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1 Estrutura Conceitual	25
2.1.1 Investidor	25
2.1.2 Processo de tomada de decisão	29
2.2 Estrutura Teórica	31
2.2.1 Teoria das Finanças	31
2.2.2 Teoria do Prospecto	34
2.2.3 Teoria do Comportamento Planejado	37
2.2.4 Teoria da Divulgação Voluntária	38
2.3 Estudos Anteriores	40
2.4 Interação da Estrutura Conceitual-teórica	45
3 DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE	46
4 METODOLOGIA	49
4.1 Classificação da Pesquisa	49
4.2 População e Amostra	49
4.3 Construção do Instrumento	51
4.4 A Empresa Caso	56
4.5 Coleta de Dados	56
4.5 Técnica de Análise de Dados	57

4.5.1 Análise de Correspondência.....	58
4.5.2 Teste <i>t</i> -Student	58
4.5.3 Qui Quadrado	59
4.5.4 Teste Kruskal-Wallis.....	59
4.5.5 Teste Mann-Whitney.....	60
4.5.6 Correlação de <i>Sperman</i>	60
4.5.7 Teste de Levene.....	60
4.6 Regressão Tobit	61
5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	64
5.1 Análise do Perfil dos Respondentes.....	64
5.2 Análise da Empresa Caso	71
5.3 Fatores que influenciaram a decisão dos respondentes.....	73
5.4 Análise Correlação e Regressão	80
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	86
REFERÊNCIAS	89
APÊNDICES	99

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

O mercado de valores mobiliários é um dos segmentos do Sistema Financeiro Nacional, que permite a transferência de recursos entre os diversos agentes que compõem o mercado. Além disso, nesse segmento existem as empresas de capital aberto que buscam recursos financeiros e os investidores que possuem recursos para investir e buscam aumentar seus investimentos.

Nesse sentido, investidores são indivíduos que têm interesse em maximizar sua rentabilidade, logo, são considerados investidores todas as pessoas, físicas ou jurídicas, que dispõem de algum recurso financeiro e que o utilizam para aumentar seu capital. Quanto aos investimentos, pode-se enumerar vários tipos, tais como ações, letras de créditos mobiliário ou agrário, caderneta de poupança, títulos públicos, dentre outros.

Acompanhando o aumento e diversidade de possibilidades de investimentos, o número de investidores, especialmente os não profissionais, é grande e heterogêneo (GÖDKER; MERTINS, 2018). No cenário nacional, a Brasil Bolsa Balcão (B3) registrou, em 2002, 85.249 investidores pessoas física e, em março de 2020, esse número pulou para 2.243.362, representando um aumento de mais de 2.600% (B3, 2019). Reforçando o aumento de investidores no Brasil, segundo os dados do Tesouro Nacional, em 2019, mais de 1,5 milhões de pessoas possuíam aplicações no tesouro direto.

Contudo, mesmo com dados da B3 e Tesouro Nacional, diante da diversidade de investimentos disponíveis no mercado, não é possível precisar o número de investidores no Brasil, mas tem-se certeza que o crescimento do número de investidores não foi linear, ao longo dos últimos anos.

Entende-se que não se conhece a quantidade de investidores brasileiros, mas é notório que existem diversas modalidades de investidores, em virtude das diferentes modalidades de investimentos. Nesse sentido, faz-se necessário entender como se dá o processo de investimento desses investidores, uma vez que, dependendo da modalidade de investimento que o investidor realizar, a tomada de investimento pode ser mais simples ou mais complicada.

Assim, decidir por um investimento requer do investidor julgamentos, análises e proposições para a tomada de decisão. Considerando a diversidade de possibilidades de

investimentos, esse processo pode não ser tão simples, sendo afetado por fatores internos e fatores externos.

Os fatores internos são ligados aos aspectos psicológicos e ao comportamento do investidor (VIRIGINENI; RAO, 2017). Esses fatores são conhecidos como heurísticas comportamentais e vieses cognitivos. As heurísticas comportamentais são conceituadas por Kahneman e Tversky (1979) como formas simplificadas de se realizar julgamentos e tomar decisões em situações de incerteza. Já os vieses cognitivos são conceituados por Kahneman e Tversky (1979) como atalhos mentais que têm impacto na hora de escolher determinado investimento.

A heurística comportamental e os vieses cognitivos são baseados na Teoria do Prospecto. Os estudos relacionados a essa teoria evidenciam que o indivíduo não é racional, tomando decisões que são afetadas pelo seu comportamento (VIRIGINENI; RAO, 2017).

Já os fatores externos não podem ser controlados pelo investidor e estão diretamente relacionados ao investimento. Sultana, Zulkifli e Zainal (2018) evidenciam que fatores externos são observados e importantes para o investidor, durante o processo de tomada de decisão, como exemplo de fatores externos citam a preocupação da empresa com o meio ambiente, a sociedade e a governança.

Corroborando a importância dos fatores externos, Gödker e Mertins (2018) afirmam que indivíduos se baseiam cada vez mais suas decisões de investimento nas informações tradicionais das demonstrações financeiras e nas divulgações de responsabilidade social corporativa.

A necessidade de entender seu perfil de investidor é importante, pois além de ser uma forma de autoconhecimento é, também, uma maneira de se proteger de produtos que não estejam dentro do seu perfil.

Com o intuito de proteger o investidor, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) criou a Instrução Normativa nº 539, que trata do dever de Instituições Financeiras (IF) de verificar a adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. A Instrução Normativa nº 539 determina que o investidor, quando utilizar uma IF como intermediária, deverá preencher um formulário e assim a IF irá identificar seu perfil de investidor para oferecer produtos e serviços de acordo com seu perfil.

A referida instrução normativa não apresenta uma classificação de perfis de investidores, porém a maior parte das IFs classificam os investidores em: conservador, moderado e agressivo. O investidor conservador aloca a maior parte dos seus investimentos

em modalidades que trazem maior segurança, como poupança, tesouro direto e outros investimentos classificados como de renda fixa.

Já investidores moderados são aqueles que diversificam seus investimentos em renda variável e em renda fixa, normalmente possuem proporções semelhantes entre investimentos de risco, como ações, fundos imobiliários e derivativos, e investimentos de baixo risco, como poupança, tesouro direto, entre outros investimentos de renda fixa.

Por fim, os investidores agressivos são aqueles que tem a maior parte dos seus investimentos em renda variável, como ações, fundos imobiliários, opções, derivativos entre outros, embora possam ter uma parcela pequena em renda fixa.

As pesquisas que analisam se fatores externos ao investidor tem relação com a tomada de decisão de investimento utilizam a Teoria do Comportamento Planejada proposta por Ajzen (1991) como embasamento teórico, pois os estudos relacionados a essa teoria evidenciaram que a intenção do sujeito para realizar algo vai depender da sua atitude em relação a esse algo, ou seja, se o investidor tem a intenção em investir em uma empresa, ele vai avaliar se a empresa é poluidora, se ela tem bons benefícios aos empregados e também vai avaliar se o investidor tem controle emocional para investir nesse tipo de empresa.

Já as pesquisas que analisam os fatores internos utilizam a Teoria do Prospecto, proposta por Kahneman e Tversky (1979). Estudos baseados nessa teoria, como o de Liu et al. (2016), identificaram que investidores individuais têm mais excesso de confiança que os investidores institucionais, bem como os investidores ficam mais otimistas quando o mercado está em alta.

O estudo de Alves e Borba (2010) identificou que os investidores brasileiros eram influenciados por informações sobre meio ambiente presentes em relatórios de administração e demonstrações financeiras, assim o presente estudo pretende ampliar essas informações buscando identificar as informações sobre responsabilidade social e de governança também influenciam a tomada de decisão dos investidores brasileiros.

O estudo de Kruger, Prestes, Mazzioni, Petri (2018) identificou que variáveis de experiência e gênero apresentaram relação de significância com aversão ao risco. O presente estudo pretende ampliar esse estudo, identificando quais são os investidores que têm mais aversão ao risco, bem como identificar outros fatores que afetam a tomada de decisão dos investidores brasileiros.

Diante disso, estudos que utilizam a Teoria do Prospecto como embasamento teórico poderão buscar associar aspectos comportamentais e psicológicos e algum processo de tomada de decisão.

Já estudos como os de Sultana, Zainal e Zulkifili (2017), Rivière-Giordano, Giordano-Spring e Cho (2018), Khemir, Baccouche e Ayadi (2019) e Dilla et al. (2019) identificaram respectivamente que o investidor de Bangladesh dá mais importância à informação de governança que os investidores franceses; da Tunísia e dos Estados Unidos dão mais importância a informações ambientais. Nesse contexto, este estudo pretende identificar qual tipo de informação os investidores brasileiros dão mais importância.

Portanto, após entender quais são os perfis dos investidores, bem como entender quais são os fatores que podem afetar a tomada de decisão, também é necessário que o investidor saiba que entender seu perfil fará com que ele possa criar proteções para determinadas atitudes.

Como exposto pelo estudo de Liu et al. (2016), em mercados de alta, os investidores tendem a ser mais otimistas. Sabendo disso, o investidor pode tentar criar *checklist* para tentar minimizar efeitos comportamentais no seu processo de tomada de decisão.

Com base no exposto, esta pesquisa aborda a interferência de fatores externos na tomada de decisão dos investidores, considerando também fatores internos, que são os vieses cognitivos e as heurísticas comportamentais e que permitem identificar o perfil dos investidores.

1.2 Problema

Considerando o aumento de investidores individuais no Brasil e a intenção de compreender fatores que influenciam a tomada de decisão de investimento, levanta-se o seguinte questionamento: qual o impacto da apresentação de informações socioambientais e de governança para a tomada de decisão de investimento?

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

Esta pesquisa tem como objetivo geral verificar o impacto da apresentação de informações socioambientais e de governança para a tomada de decisão de investimento.

1.3.2 Objetivos Específicos

Com o propósito de alcançar o objetivo geral da pesquisa, são estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) Traçar o perfil dos investidores;
- b) Verificar se a tomada de decisão de investimento é influenciada pelo perfil do investidor;
- c) Averiguar, segundo a perspectiva do investidor, quais fatores externos interferem na tomada de decisão de investimento;
- d) Verificar se a reação dos investidores quanto às informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança muda de acordo com o perfil de risco do investidor;
- e) Verificar se a decisão de investimento em curto prazo é impactada pela divulgação de informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança;
- f) Verificar a influência entre a percepção de risco do investidor e a decisão de investimento.

1.4 Justificativa

De acordo com a B3 e o Tesouro Nacional, no Brasil, o aumento de investidores foi alto nos últimos anos, tanto na modalidade da Bolsa de Valores, quanto na modalidade do Tesouro Direto (B3, 2019). Esse aumento de investidores levanta a preocupação com o modo como esses investidores tomam suas decisões de investimentos, pois entendendo como os investidores se comportam de forma geral, cada investidor de sua maneira individual pode buscar maneiras para criar formas de se defender de vieses comportamentais, que podem afetar sua tomada de decisão.

Para os investidores, o estudo é válido na medida em que permite ao investidor entender quais os fatores que podem afetar sua tomada de decisão e buscar medidas preventivas para que melhor se proteja das adversidades que venham a aparecer durante a realização dos seus investimentos.

Para quem ainda não é investidor, esse estudo tem sua importância, uma vez que com ele será possível entender como se dá o processo de tomada de decisão, bem como entender o comportamento de cada perfil de investidores.

Para as empresas, o estudo pode contribuir ao identificar qual a importância que os investidores atribuem a informações socioambientais e sobre governança na tomada de decisão. Dessa maneira, em posse dessa informação, as empresas poderão decidir sobre divulgar ou não mais informações dessa natureza para buscar aumentar o número de acionistas, bem como melhorar o seu relacionamento com esse grupo.

Além disso, a pesquisa também pode ajudar os bancos, corretoras e cooperativas de créditos a compreender quais são os fatores externos aos investidores que afetam a sua tomada de decisão de investimento e, em posse dessas informações, essas instituições possam oferecer produtos mais adequados aos seus clientes.

Para a academia, esse estudo é útil uma vez que adiciona a literatura nacional o estudo que busca analisar o impacto da informação socioambiental e de governança, já que estudos nacionais anteriores só tinham estudado ou a informação ambiental ou social de formas únicas. Já referente à literatura internacional, o estudo também propõe adicionar uma comparação entre o valor investido na empresa caso e diferente perfis de investidores. Propõe-se, portanto, contribuir com o crescimento dessa temática no Brasil.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estrutura Conceitual

2.1.1 Investidor

No mercado financeiro tem-se dois tipos de participantes: os investidores, que são agentes econômicos superavitários dispostos a aumentar seu capital de diversas formas; e os tomadores de dinheiro que são agentes econômicos deficitários, ou seja, indivíduos que buscam dinheiro no mercado para se financiar (FORTUNA, 2008).

Existem diversas maneiras de classificar os investidores, como por exemplo: em relação ao risco que estão dispostos a assumir, quanto à natureza jurídica do investidor e no que diz respeito às estratégias utilizadas para analisar seus investimentos.

Quanto ao risco que estão dispostos a assumir, tem-se a classificação utilizada por Seo e Goldfarb (2010), baseada no estudo de Kahneman e Tversky (1979), que separou os investidores em pessoas que buscam risco e os que são avessos ao risco.

Entende-se como os investidores avessos ao risco aquele tipo de investidor que busca concentrar na sua carteira tipos de investimento com maior segurança, ou seja, com reduzida probabilidade de perda, porém com menor retorno. A exemplo de investimentos mais seguros, tem-se: Títulos Públicos, Fundos de Renda Fixa, Poupança, entre outros.

Já os investidores que buscam riscos são aqueles que concentram a maior parte da sua carteira em investimentos que são considerados arriscados, ou seja, investimentos que podem garantir maior retorno, mas com maior probabilidade de perda. Como exemplo de investimentos arriscados, tem-se: Ações, Fundos de Ações, Fundos Imobiliários, Derivativos, Dólar, entre outros.

Deve-se ressaltar que podem ter casos em que os investidores sejam avessos ao risco, mas tenham algum investimento considerado de risco, porém em uma porcentagem menor em relação a ativos considerados seguros. O contrário também pode acontecer com o investidor que buscam risco.

Quanto à natureza jurídica, os investidores são classificados em pessoa física e jurídica. O investidor pessoa física pode fazer seus investimentos por conta própria, realizando suas alocações de investimentos em corretoras de investimentos, bancos ou cooperativas de crédito. Deve-se ressaltar que existem diversas modalidades na qual o

investidor podem fazer suas alocações por contra própria, escolhendo suas ações, CDBs, RDCs, ou também podendo fazer suas alocações por meio de Fundos de Investimento, que farão as alocações de acordo com a gestão, não precisando de aprovação do investidor para realizar a alocação.

Os Fundos de Investimentos são pessoas jurídicas, criadas para administrar uma comunhão de recursos advindo tanto de pessoas físicas quanto de pessoas jurídicas com um objetivo de ganhos financeiros em diversas modalidades de investimento, dependendo da classificação que o fundo pode ter, que são: Fundos de Renda Fixa, Fundos de Ações, Fundos Cambiais, Fundos Imobiliários, Fundos de Dívida Externa e Fundos Multimercado.

Quanto à natureza jurídica dos investidores, pode-se classificar em investidores individuais e institucionais. Os investidores individuais são as pessoas físicas que realizam aplicações de forma individual, já os investidores institucionais são pessoas jurídicas como fundos de pensão, fundos de investimentos, entre outros (VERMA; VERMA, 2008).

Quanto à classificação baseada em estratégias de investimentos, tem-se os analistas de gráficos e os investidores de valor (LÓPEZ-CABARCOS, PIÑEIRO-CHOUSA; PÉREZ-PICO, 2017). Os analistas de gráficos utilizam formulações matemático-estatísticas, incidentes sobre os preços, volumes e contratos futuros dos diversos ativos financeiros, proporcionando uma análise por meio de padrões que se repetem (NORONHA, 2003). Já os investidores de valor utilizam a análise fundamentalista que é um tipo de análise que busca identificar o valor intrínseco do ativo, por meio dos fundamentos da empresa, atividade da empresa, suas operações e sua taxa de crescimento (QUIRIN; BERRY; O'BRYAN, 2000).

Uma das principais diferenças entre o investidor grafista e o investidor de valor é o a duração dos seus respectivos investimentos, normalmente o investidor de valor está mais preocupado em um horizonte de investimento de longo prazo, já o investidor grafista está preocupado no curto prazo (BONALDI, 2010).

Estudos como o de Hoffman e Shefrin (2014) e de Kuang, Schröder e Wang (2014) evidenciaram que investidores que usam análise técnica e opções frequentemente tomam decisões ruins sobre o portfólio, resultando em retornos dramaticamente mais baixos do que outros investidores. Esse resultado corrobora com Chague e Giovannetti (2019), que identificaram que a maior parte dos investidores brasileiros que realizam *day-trade* não conseguem obter resultados positivos.

Já estudos como o de Christian, Moffitt e Suberly (2008), Tavares e Silva (2012) e Mohanram, Saiy e Vyas (2018) abordam que a análise fundamentalista é uma boa estratégia para a escolha de boas empresas no momento de investir.

Apesar das evidências da literatura que evidenciam retornos baixos obtidos por meio da análise técnica, tem-se estudos como o de Utami et al. (2017) que indicaram a preferência dos investidores da Indonésia pela análise técnica. No cenário brasileiro, o estudo de Gomes (2007), apesar de não indicarem a preferência pela análise técnica, evidenciou que a maior parte da amostra de seu estudos é de investidores grafistas.

Apesar da existência dessas classificações já citadas anteriormente, o mercado financeiro costuma adotar modelos que separam os investidores pelo seu perfil de risco (BOLSTER; JANJIGIAN; TRAHAN, 1995).

A separação pelo perfil de risco é a mais utilizada no mercado devido a diversidade de produtos, assim por meio da separação de risco é possível permitir que investidores alinhe seu perfil de risco aos diversos tipos de investimento.

O Raio X do Investidor Brasileiro, produzido pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capital, em 2018, realizou entrevistas com 3.374 pessoas em todo território nacional, entre investidores e não investidores. Dentre os resultados da pesquisa, foi encontrado que 9% da amostra tinha alguma aplicação financeira, além disso foi evidenciado que 40% da população não tem hábito de poupar, o motivo alegado pelos respondentes é a falta de dinheiro, sob a justificativa de que todo valor que entra é destinado a pagar as contas do mês (ANBIMA, 2018).

Ainda de acordo com o relatório, 92% das pessoas têm conhecimento sobre o que é a poupança e 77% das pessoas afirmaram ter conhecimento sobre as ações, porém apenas 37% realizam investimento em poupança e 1% realizam investimento em ações (ANBIMA, 2018). Ressalta-se que existe uma falta de conhecimento dos brasileiros sobre as possibilidades de investimento e não se é observado quais são os perfis dos investidores mais frequentes no Brasil.

Dentro do aspecto de estudos sobre o perfil do investidor brasileiro, destaca-se o estudo de Bonaldi (2010), que identificou, a partir da amostra estudada, que os investidores brasileiros são influenciados por agentes e por iniciativas educacionais ligadas à bolsa. Adicionalmente, o estudo observou que existe um impacto das redes sociais na operação prática dos investidores. Além disso, os investidores não entendem suas próprias

características, autodenominando-se com diferentes classificações como: conservadores, arrojados, *day-traders*, miqueiros (operadores de papéis com baixa liquidez), entre outros.

O estudo de Pandelo (2010) identificou que o perfil do investidor brasileiro não é tão coerente, uma vez que o perfil fica oscilando entre conservador e agressivo, sendo agressivo quando o mercado está em alta e conservador quando está em baixa.

O estudo de Ferreira (2019) demonstrou que os investidores brasileiros conservadores se movimentam de forma parecida que os agressivos, porém com uma defasagem maior.

Conforme esses dois estudos citados acima, evidencia-se que, apesar da existência de diferentes perfis de investidores, estudos nacionais mostram que o investidor brasileiro não tem um perfil que fica oscilando de acordo com o período que estejam passando, o esperado seria que um perfil mais conservador que possui mais aversão à perda, se mantivesse nesse perfil, mudando apenas de perfil caso o investidor passasse a buscar mais risco.

Prates, Costa e Santos (2019) identificaram que os investidores pessoa física estão entre os tipos de investidores mais próprios à presença de efeito disposição e são aqueles com menores retornos médios em suas operações.

Diante da existência de diferentes perfis de investidores, com a finalidade de orientar os investidores, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tornou obrigatória no Brasil, em novembro de 2013, a elaboração da Análise de Perfil do Investidor (API) para as instituições financeiras, por meio da instrução normativa de número 539 e suas posteriores alterações CVM nº 554/14, 593/17 e 604/18.

A análise da API é realizada por meio de um formulário de mesmo nome e, antes da obrigatoriedade pela CVM, já era obrigatória para os adeptos ao Código de Melhores Práticas para Fundos de Investimento da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capital (ANBIMA).

A instrução normativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 539 determina que as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários devem verificar se o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento de seu cliente; se a situação financeira do cliente é compatível com o produto, serviço ou operação; e se o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação.

Ainda segundo a instrução normativa nº 539, para o cumprimento da API deve-se analisar no mínimo os seguintes aspectos:

Período em que o cliente deseja manter o investimento; as preferências declaradas do cliente quanto à assunção de riscos; as finalidades do investimento; valor das receitas regulares declaradas pelo cliente; o valor e os ativos que compõem o patrimônio do cliente; a necessidade futura de recursos declarada pelo cliente os tipos de produtos, serviços e operações com os quais o cliente tem familiaridade; a natureza, o volume e a frequência das operações já realizadas pelo cliente no mercado de valores mobiliários, bem como o período em que tais operações foram realizadas; a formação acadêmica e a experiência profissional do cliente (CVM, 2013).

Considerando que cada instituição financeira pode realizar seu API, na forma que desejar se preocupando apenas em cumprir todas as prerrogativas adotadas pela instrução normativa de nº 539 e suas alterações, para fins desta pesquisa, a classificação do investidor quanto ao risco utilizada tem como base o questionário API do Banco do Brasil (BB). Justifica-se a escolha do API do BB por ser este o maior banco brasileiro, tanto em número de agências, quanto em tamanho, utilizando o ativo como medida de tamanho, segundo o Banco Central.

A API do BB classifica os investidores em três tipos: conservador, moderado e arrojado. O conservador prioriza a segurança como ponto decisivo para as suas aplicações, mantendo a maior parte da sua carteira em produtos de baixo risco. O investidor moderado deseja segurança nos seus investimentos, mas também aceita investir em produtos com maior risco que podem proporcionar ganhos melhores a longo prazo. Por fim, o investidor arrojado busca possibilidade de maiores ganhos a longo prazo, para isso, aceita correr mais riscos.

Após a discussão sobre o conceito de investidor e quais são os perfis de investidores, apresenta-se como se dá o processo de tomada de decisão de investimento dos investidores.

2.1.2 Processo de tomada de decisão

O processo de tomada de decisão de investimento ocorre quando um indivíduo superavitário possui o interesse em realizar investimentos para aumentar seu capital, tendo que escolher um curso de ação entre várias alternativas possíveis.

No processo de decisão existem critérios financeiros e critérios não financeiros a serem levados em conta durante a análise do investimento em empresas. Dentre os critérios financeiros, destacam-se como aspectos importantes a distribuição de dividendos, estabilidade do preço da ação, lucratividade, geração de fluxo de caixa, nível de endividamento, valor de mercado e rentabilidade (CLARK-MURPHY; SOUTAR, 2003; VYVYAN; NG; BRIMBLE, 2007; LAI; TAN; CHONG, 2013; LERMAN, 2017; AKHTAR; DAS, 2019).

A utilização de critérios não financeiros, como indicadores ambientais, sociais, éticos e de governança nas decisões de investimento tornou-se um fenômeno generalizado, especialmente nos países desenvolvidos. Foi observado que os investidores preferiam investir em empresas que se preocupavam com questões ambientais, sociais e de governança. Desse modo, métricas não financeiras passaram a ser adotadas como mais uma ferramenta para tomada de decisão quanto a investimentos (CRIFO; FORGET; TEYSSIER, 2015).

Dentro da Teoria da Utilidade Esperada (TUE), é previsto que os investidores se comportem de forma racional, ou seja, julgando todas as alternativas com base na sua utilidade e no risco associado, tomando uma decisão equilibrada. Os estudos das finanças comportamentais evidenciam que aspectos comportamentais e psicológicos surgem na tomada das decisões econômicas e financeiras (OEHLER et al., 2019).

Nesse sentido, diversas pesquisas ratificam que aspectos comportamentais e psicológicos afetam o processo de tomada de decisão (REHAN; UMER, 2014; YUNININGSIH; WIDODO; WAJDI, 2017). Além dos fatores internos, há os fatores externos que afetam a tomada de decisão, eles podem ser o posicionamento da empresa frente a causas sociais, ambientais e preocupações com a governança da empresa. A literatura identificou que existe relação entre a atitude dos investidores em investir em empresas que se preocupem com a governança e com questões sociais e ambientais (DIOUF et al., 2016; SULTANA; ZAINAL; ZULKIFLI, 2017; SULTANA; ZULKIFLI; ZAINAL, 2018).

Conforme a Teoria do Comportamento Planejado, quanto mais favorável a atitude do indivíduo em relação a algo, mais forte deve ser a intenção de um indivíduo em agir sob essa consideração. Entende-se que se o investidor se preocupa com questões sociais e ambientais, ele será mais favorável a investir em empresas que se preocupem com questões ambientais e sociais (WARSAME; IRERI, 2016).

Além dos aspectos relacionados aos fatores externos ao indivíduo, também existem estudos demonstrando que aspectos comportamentais e psicológicos afetam a tomada de decisão. O processo de tomada de decisão de investimento é mais humano do que analítico, devido à presença de vieses cognitivos (VIRIGINENI; RAO, 2017).

Nesse cenário, após entender os diversos perfis dos investidores e observar que existem diversos fatores que afetam a tomada de decisão, é necessário buscar teorias que sustentem teoricamente esses fatos elucidados.

2.2 Estrutura Teórica

Após trazer os conceitos importantes para construção desta pesquisa, é necessário apresentar como se realizou sua construção teórica. Diante disso, serão apresentadas a Teoria das Finanças Comportamentais, a Teoria do Prospecto, a Teoria do Comportamento Planejado e a Teoria da Divulgação Voluntária para que, após a discussão dessas teorias, seja possível associar teoricamente quais fatores externos aos investidores impactam no processo de tomada de decisão.

2.2.1 Teoria das Finanças

As finanças tradicionais adotam a premissa de que existe uma decisão racional na tomada de decisão. Ou seja, as escolhas realizadas sempre são feitas tentando maximizar sua utilidade (LIN, 2011). Essa premissa é baseada na Teoria da Utilidade Esperada (TUE) de Von Neumann e Morgenstern (1944), a qual pressupõe que os indivíduos conhecem as probabilidades dos possíveis resultados que se associam ao processo de tomada de decisão e calculam qual delas mais lhe favorece, buscando maximizar seu resultado.

A TUE é composta por três axiomas: ordenamento, continuidade e independência. O axioma de ordenamento evidencia que existe a possibilidade de estabelecer uma preferência entre dois prospectos a serem escolhidos. O axioma de continuidade exige uma probabilidade “x” em qualquer prospecto (ponto de vista) e é representado pela combinação de outros dois. Já o axioma de independência exige a existência de três prospectos (FALLEIRO, 2014).

Dentre as teorias das finanças tradicionais, também se tem a Hipótese do Mercado Eficiente (HEM) proposta por Fama (1970) e o Capital Asset Pricing Model (CAPM) desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965), Mossin (1966) e Black (1972).

A HEM pressupõe que o mercado eficiente, em sua forma fraca, incorpora todas as informações sobre os preços. Já o mercado eficiente na forma semiforte é aquele em que os preços das ações refletem toda a informação pública disponível e, no mercado eficiente, em sua forma forte, tem-se que o preço reflete, além das informações públicas, as informações privadas das ações. A HEM também aborda que os investidores racionais podem refletir de forma imediata e independente das informações do mercado para maximizar os lucros. Sendo assim, investidores racionais iriam sempre maximizar seus lucros (FAMA, 1970).

O Capital Asset Pricing Model (CAPM) consiste em um modelo teórico o qual presume que o retorno sobre qualquer ativo de risco é uma relação linear de fatores comuns (SILVA; MACHADO, 2015). Entretanto, acabou sendo abandonado pelos teóricos tradicionais, pois produziu anomalias inconsistentes com a eficiência do mercado e, em seu lugar, foi adotado o modelo de três fatores (FAMA; FRENCH, 1992).

Destaca-se que as teorias financeiras convencionais assumem que os investidores individuais são seres racionais que submetem dados à análise numérica e, após obtê-los, visam maximizar o benefício que esperam receber (KUBILAY; BAYRAKDAROGLU, 2016).

Na última década, foram realizados estudos empíricos relacionados tanto à Teoria da Utilidade Esperada (TUE) quanto à Hipótese do Mercado Eficiente (HEM). Ambas teorias tiveram seus resultados contrariados, tendo em vista que evidenciaram a existência de anomalias nessa hipótese e que nem sempre os indivíduos são maximizadores de utilidades, sendo afetados por vieses comportamentais (KUBILAY; BAYRAKDAROGLU, 2016).

Estudos sobre a HEM têm mostrado resultados controversos em diversos países, como nos Estados Unidos, Brasil e em outros países da América Latina. Ao ser testada, evidências tanto a favor como contra sua validade podem ser encontradas (CASTRO; FAMÁ, 2002).

Entre os estudos que mostraram a existência de anomalias no mercado está o de Schwert (2002). O autor evidencia diversas anomalias que indicaram a ineficiência do mercado, como o efeito fim de semana e o efeito tamanho, que indicam a não eficiência do mercado em algumas situações. Outras pesquisas também evidenciaram anomalias (FAMA; FRENCH, 2008; OHLSON; BILINSKI, 2014; HOU, XUE; ZHANG, 2015).

Inseridos nos estudos que contrariam a TUE, identifica-se a pesquisa de Kahneman e Tversky (1979), que propôs a Teoria do Prospecto. Ela sugere que os investidores tomam suas decisões de investimento a partir de um ponto de referência, variando em cada situação.

Outros estudos apontam que os investidores possuem vieses cognitivos na tomada de decisão de investimento. Daniel e Hirshleifer (2015) evidenciaram que o excesso de confiança fornece uma explicação para aqueles investidores que recebem as mesmas informações e discordam nas suas tomadas de decisões.

No contexto brasileiro, Kimura, Basso e Krauter (2006) identificaram que o investidor brasileiro não segue os pressupostos da teoria TUE. Na amostra, os autores destacam que existem os mesmos vieses comportamentais encontrados pela amostra original

de Kahneman e Tversky (1979). Pesquisas mais recentes, como as de Oliveira e Krauter (2015) e Kruger *et al.* (2018), também encontram resultados que contrapõe a teoria TUE, indicando a existência de vieses comportamentais, propostos pela Teoria do Prospecto.

Um conjunto de fatos anômalos relacionado às teorias financeiras tradicionais está cada vez mais presente na literatura (FRYDMAN; CAMERER, 2017). Desse modo, passam a surgir pesquisas que criam modelos matemáticos, no qual o comportamento do investidor é governado por aspectos psicológicos e comportamentais.

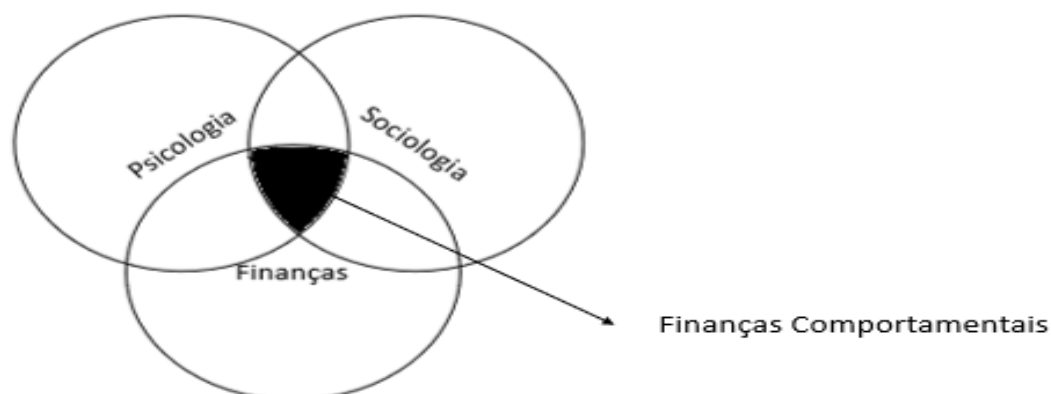
Nesse sentido, o surgimento das finanças comportamentais é devido a falhas encontradas em teorias das finanças tradicionais. Sohail e Al-otaibi (2017) comparam as teorias e reforçam que os investidores são em grande parte ilógicos quando se trata do processo de tomada de decisão de investimento, contrariando as teorias de finanças tradicionais.

Dentro da linha de finanças comportamentais, tem-se duas dimensões: a micro e a macro. A primeira analisa os comportamentos e desvios dos investidores e a segunda ocupa-se em descrever as anomalias da HEM, que pode ser explicada pelos modelos de comportamento (PROSAD; KAPOOR; SENGUPTA, 2015). Assim, as finanças comportamentais são baseadas na noção de que os indivíduos possuem uma racionalidade limitada (CEREN; AKKAYA, 2013).

O termo “racionalidade limitada” é definido como uma escolha racional que leva em conta o conhecimento cognitivo, limitações do tomador de decisão e capacidade computacional (JOO; DURRI, 2015).

Observa-se que os estudos na linha de finanças comportamentais atuam em diversas áreas, conforme a Figura 1. Verifica-se que o comportamento do indivíduo na tomada de decisão de investimento não está ligado somente a questões tratadas nas finanças, existindo, também, combinações sociológicas e psicológicas que afetam a decisão de investimento dos indivíduos. Nesse sentido, as finanças comportamentais fornecem uma perspectiva alternativa do comportamento humano, baseado na teoria positiva, para a compreensão multidisciplinar do comportamento humano (TUYON; AHMAD, 2016).

Figura 1 - Natureza interdisciplinar das finanças comportamentais.



Fonte: Adaptado de Virigineni e Rao (2017)

Na linha das finanças comportamentais, quando se realiza um estudo sobre o comportamento humano, pesquisas nos ajudam a explicar anomalias que existem no mercado e inconsistências que desafiam a teoria padrão das finanças tradicionais (VIRIGINENI; RAO, 2017).

Percebe-se, então, que existem diversas teorias relacionadas às finanças comportamentais. Nos tópicos seguintes, tratou-se sobre a Teoria do Prospecto, Heurísticas Comportamentais e Vieses Cognitivos e a Teoria do Comportamento Planejado.

2.2.2 Teoria do Prospecto

A Teoria do Prospecto, desenvolvida por Kahneman e Tversky (1979), aponta que alguns fatores psicológicos influenciam a tomada de decisão dos indivíduos e os desviam da racionalidade. Esse argumento sustenta a hipótese de Simon (1956), a qual mostrou que a racionalidade do indivíduo durante o processo de tomada de decisão é limitada.

A Teoria do Prospecto combina a psicologia e a economia e possui como base teórica três vieses cognitivos: o viés da representatividade, o viés da disponibilidade e a ancoragem. O viés da representatividade afeta na compreensão de coisas novas, as pessoas frequentemente descrevem o novo negócio por meio do antigo (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979; WAN, 2018).

Já o viés de disponibilidade surge devido à capacidade cognitiva e à memória, considerando que as habilidades das pessoas para obter informações são limitadas. Por esse ângulo, durante o processo de tomada de decisão, as pessoas somente prestam atenção a informações facilmente acessíveis na sua memória. Já o efeito de ancoragem trata de um

processo de informações no qual as pessoas costumam escolher um ponto de referência como base de suas próprias decisões (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979; WAN, 2018).

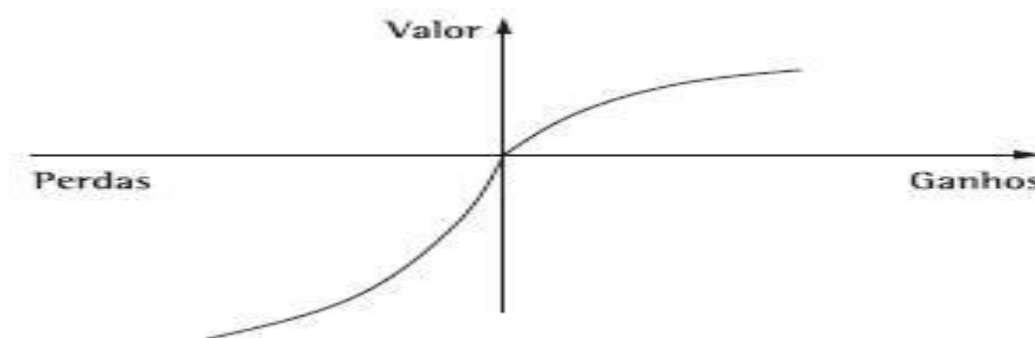
A partir da Teoria do Prospecto, existem pessoas que têm aversão ao risco nos ganhos, mas se tornam buscadores de risco nas perdas. Adicionalmente, os investidores se tornam mais avessos ao risco após experimentarem ganhos, enquanto buscam o risco depois de sofrerem as perdas. Tais atitudes podem ser classificadas dentro do efeito reflexão (KUMAR; GOYAL, 2016).

A tomada de decisão geralmente passa por duas fases: edição e avaliação (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979). Durante a fase de edição, os investidores coletam, abstraem e generalizam as informações para determinar o ponto de referência apropriado para decisão. Caso o resultado da decisão seja melhor que o ponto de referência, o ganho é codificado, caso contrário, a perda é codificada (WAN, 2018).

Na fase de avaliação, o tomador de decisão avalia o valor esperado editado por uma medida subjetiva e escolhe um plano para tomada de decisão. Assim, será especulada a probabilidade de ocorrência de vários resultados, sendo a decisão tomada no raciocínio de probabilidade (WAN, 2018).

Outro ponto abordado pela Teoria do Prospecto é a função valor. Kahneman e Tversky (1979) reforçam que a Teoria do Prospecto contrasta com a TUE devido à presença do ponto de referência, que é controlado pela impressão subjetiva das pessoas. Essa função é exemplificada na Figura 2.

Figura 2 - Função Valor.



Fonte: Adaptado de Kahneman e Tversky (1979).

A função valor na Teoria do Prospecto é normalmente côncava para ganhos, convexa para perdas e geralmente inclinada para perdas e ganhos (OLIVEIRA; KRAUTER, 2015). Essa informação é exemplificada na Figura 2. A função valor demonstra o conceito de

aversão ao risco e a propensão ao risco, em que na parte côncava (região de perdas) mostra a aversão à perda e a parte convexa (região de ganhos) apresenta a propensão ao risco.

Dentre as evidências dos estudos que utilizaram essa teoria, destaca-se que a maioria dos investidores se mantém com investimentos perdedores por tempo demais e vendem investimentos vencedores cedo demais porque temem as perdas mais do que valorizam os ganhos (JOO; DURRI, 2018).

Além disso, estudos que utilizam a Teoria do Prospecto para explicar a relação ou a influência dos vieses cognitivos sobre o processo de tomada de decisão identificaram que vieses cognitivos surgem em diferentes estágios do processo de tomada de decisão do investidor (KUMAR; GOYAL, 2016). Essa teoria, portanto, está ligada ao processo de tomada de decisão dos investidores, pois, este processo será influenciado por diversas tendências de comportamento baseadas na incerteza e no risco, entre as tendências tem-se a aversão à perda e a contabilidade mental (VIRIGINENI; RAO, 2017).

A aversão à perda é conceituada por como o nível de sensibilidade das pessoas em relação à perda (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979). Os autores evidenciam que a perda é sentida duas vezes mais que o ganho, mesmo que o indivíduo possua a mesma quantidade nominal. A aversão à perda é a tendência de uma pessoa ser mais atenciosa, sensível e prudente em relação ao declínio do que ao preço crescente ou de propriedade (YUNININGSIH; WIDODO; WAJDI, 2017).

Logo, associa-se a aversão à perda com o perfil do investidor, no sentido que investidores que tenham mais aversão à perda com o investidor conservador, ao mesmo tempo, os investidores com menos aversão à perda são os investidores agressivos que são aqueles que tem a maior tendência a buscar riscos.

A contabilidade mental é conceituada como um viés que se refere à tendência de as pessoas dividirem seu dinheiro em contas separadas com base em critérios subjetivos, como a origem do dinheiro e a finalidade de cada conta (THALER, 1985). Nesse sentido, os investidores realizam a contabilidade mental para evitar os retornos repentinamente negativos que podem ocorrer. Sendo assim, os investidores dividem seus investimentos entre um portfólio especulativo e seguro (VIRIGINENI; RAO, 2017).

Diversos são os fatores que influenciam a tomada de decisão de investimento, além de efeitos comportamentais, outros fatores como sexo, idade, escolaridade, renda, riqueza e estado civil devem ser considerados (MITTAL, 2010). Além das características apresentadas afirma-se que se o investidor trabalha em uma empresa familiar, ele tende a ter escolhas mais

arriscadas (LUDE; PRUGL, 2019). Dessa maneira, é possível destacar que a Teoria do Prospecto está alinhada com estudos relacionados ao perfil do investidor.

Baseado na Teoria do Prospecto, o comportamento e o psicológico dos indivíduos afetam a tomada de decisão. Dando continuidade, no tópico seguinte será apresentado a Teoria do Comportamento Planejado que será usada para identificar os fatores externos que afetam a tomada de decisão de investimento.

2.2.3 Teoria do Comportamento Planejado

A Teoria do Comportamento Planejado (TCP) foi proposta por Ajzen (1991) e diz que a intenção humana conduz ao comportamento real, mas, depende da atitude em relação ao comportamento e às normas subjetivas.

Essa teoria concebe que a atitude está relacionada a um conjunto de sentimentos positivos ou negativos de um indivíduo sobre a realização de um determinado comportamento (AJZEN, 1991). Além disso, afirma que a atitude do indivíduo tem relação com um determinado comportamento, considerando as predileções do indivíduo e suas respectivas consequências.

A norma subjetiva associada à TCP é descrita como a percepção do indivíduo quanto à pressão social exercida sobre mesma para que se realize ou não o comportamento em questão (AJZEN, 1991). Essa condição está ligada à pressão social da mídia, de amigos e outros pilares sobre um determinado comportamento do sujeito.

O controle comportamental é caracterizado como diversos meios e oportunidades favoráveis ao indivíduo que viabilizam o comportamento com expressiva expectativa de sucesso da ação pretendida (AJZEN, 1991). O controle comportamental também está associado a uma análise sobre as emoções, motivações, sucessos e fracassos do indivíduo (SANTOS; MOURA; ALMEIDA, 2018).

Existe um número limitado de estudos que aplicam a TCP para prever a intenção de um indivíduo em investir nos mercados financeiros (AKHTAR; DAS, 2019). Dentre os motivos para utilizar a Teoria do Comportamento Planejado, um deles é que ela vai tratar sobre a atitude em relação a algo. Sendo assim, investigar a atitude de um indivíduo em relação à tomada de decisão de investimento no mercado financeiro pode desempenhar um papel fundamental no desenvolvimento de novos investidores e para alcançar estabilização financeira (ALI, 2011).

Estudos anteriores identificaram a relação da atitude dos investidores em realizar investimentos em empresas que se preocupem com boas práticas sociais, ambientais e de governança, como por exemplo, investidores de Bangladesh (SULTANA; ZULKIFLI; ZAINAL, 2018). No Japão, realizou-se um estudo sobre os investidores desse país e identificou-se que as questões ambientais são o fator mais influente ao considerar as responsabilidades sociais corporativas (NAKAMURA, 2013). Já na Austrália foi evidenciado que os investidores estão preocupados com as questões sociais para o processo de tomada de decisão de investimento (ZWAAN; BRIMBLE; STEWART, 2015).

Nota-se, ainda, que existe uma relação na literatura com a utilização da Teoria do Comportamento Planejado para buscar a relação da atitude dos investidores em investir em empresas que se preocupam com as questões sociais, ambientais e de governança.

2.2.4 Teoria da Divulgação Voluntária

Um dos objetivos da contabilidade é prover informação para tomada de decisão dos seus diversos usuários. Porém, devemos lembrar que as empresas podem divulgar suas informações de duas maneiras: a informação normativa que é aquela divulgação obrigatória de acordo com a lei e as informações adicionais que as empresas divulgam de forma voluntária (RUFINO; MONTE, 2015).

Ressalta-se que a divulgação é apresentada pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) como uma das formas para garantir que as empresas tenham boas governanças corporativas. Conforme Schwarz, Barbosa e Freitas (2019), diversos escândalos financeiros e corporativos, como o da Enron Corporation, em 2001, ocorreram em decorrência da ausência, parcial ou completa, de uma divulgação apropriada.

A partir disso, na literatura contábil tem-se que a Teoria da Divulgação Voluntária que considera a divulgação como um processo endógeno, no qual as empresas ou seus respectivos gestores utilizam determinados incentivos que podem ou não estimular esse processo de evidenciação de informações (BATISTA; CRUZ; BRUNI, 2016).

Na literatura, existe um arcabouço sobre a Teoria da Divulgação Voluntária, porém somente com o estudo de Verrecchia (2001) essa teoria teve mais visibilidade. O autor tratou sobre três modelos que buscavam explicar o fenômeno da divulgação – a divulgação baseada em Associação, a pesquisa baseada em Julgamento e a pesquisa baseada em Eficiência.

De acordo com Verrecchia (2001), os estudos que utilizam a abordagem baseada em associação são aqueles que investigam os efeitos da divulgação de alguma informação sobre as ações dos investidores. Já a abordagem baseada em julgamento busca identificar porque os gestores e as empresas divulgam determinadas informações ao mercado. Por fim, tem-se que a abordagem baseada em eficiência, que estuda quais são os grupos de informações escolhidos para divulgação, na ausência de conhecimento prévio dessa informação (VERRECCHIA, 2001).

Sendo assim, após elucidar os três tipos da classificação proposta por Verrecchia (2001), entende-se que este estudo está baseado na abordagem de associação, pois buscou investigar os efeitos da divulgação de informações sobre governança, responsabilidade social e ambiental. Diferente de Verrecchia (2001), Dye (2001) defende a ideia de que a teoria da divulgação estaria em uma posição de explicar e prever fatores que estão relacionados a divulgação de determinadas informações.

Com isso, o trabalho buscará analisar se a divulgação de informações socioambientais e de governança terá impacto na decisão de investimento dos investidores. Ressalta-se, ainda, que a divulgação de informações sobre governança, responsabilidade social e ambiental tem relação positiva com o valor da empresa (CAHAN et al., 2016) e a divulgação dessas informações podem aumentar o preço da ação (CLARKSON et al., 2013).

Além disso, quando tratamos de divulgação, devemos lembrar que esse processo inclui tanto informações financeiras como informações não financeiras, como por exemplo intenções da empresa com o meio ambiente, governança e a responsabilidade social da empresa. (BEUREN; SANTOS; GUBIANI, 2013). Conforme os estudos de Milne e Chan (1999), Milne e Patten (2002) e de Rikhardsson e Holm (2008), Alves e Borba (2010), Dilla et al. (2019), Rivière-Giordano, Giordano-Spring e Cho (2018), a divulgação de dados sobre meio ambiente, governança e social impactam positivamente a tomada de decisão do investidor.

Dessa forma, foi apresentada a estrutura conceitual no que diz respeito ao conceito e perfil do investidor, ao processo de tomada de decisão dos investimentos e as práticas ambientais, sociais e de governança que as empresas possuem. Foram também apresentadas as teorias que servem de arcabouço para esta pesquisa. Em seguida, apresenta-se estudos anteriores relacionados ao tema.

2.3 Estudos Anteriores

Várias pesquisas foram desenvolvidas a respeito da influência de fatores psicológicos na tomada de decisão de investimento e sobre como a divulgação de informações a respeito da responsabilidade social, ambiental e de governança afetam a tomada de decisão. Sendo assim, são apresentados no Quadro 1 pesquisas realizadas sobre a influência de fatores externos e internos na tomada de decisão dos investidores.

Dilla et al. (2019) investigou as opiniões dos investidores sobre os benefícios da responsabilidade ambiental corporativa. Os autores utilizaram como metodologia um *survey* com investidores não profissionais. Um dos resultados destacados pelos autores é que as pessoas que realizam as demonstrações contábeis devem inserir informações sobre desempenho ambiental, visto que foi identificado que os investidores são influenciados por informações desse caráter.

Khemir, Baccouche e Ayadi (2019) observaram se os investidores incluem as informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança no seu processo de tomada de decisão. Para isso, utilizaram como amostra 245 investidores da Tunísia. Os autores utilizaram um estudo experimental e dentre os resultados obtidos é que os investidores da Tunísia utilizam as informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança no seu processo decisório, sendo assim os autores abordam que esses resultados podem fortalecer e motivar as empresas a prestarem mais atenção às suas práticas de divulgação dessas informações.

O estudo de Amel-zadeh e Serafeim (2018) analisou o que motiva os investidores a usarem os dados referentes à informação sobre responsabilidade social, ambiental e de governança. Para cumprir o objetivo, realizaram um *survey* global, no qual os respondentes eram investidores da Europa, América do Norte, Ásia, América do Sul e da África que totalizam um total de 652 respondentes. Nos resultados, destaca-se que muitos investidores usam informações sobre responsabilidade social, governança e ambiental devido à demanda dos clientes ou como parte do processo de desenvolvimento de produtos. Além disso, os autores destacam que os investidores esperam que informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança se tornem mais importantes no futuro.

A pesquisa de Guiso, Sapienza e Zingales (2018) teve como objetivo analisar se a aversão à perda dos investidores aumentou após a crise de 2008. Eles utilizaram como amostra, 1.541, em 2007, e 666, em 2009, investidores italianos, comparando os resultados

obtidos nesse período. Os autores identificaram que houve um aumento na aversão à perda, porém os autores ressaltam que os resultados mostram que o comportamento identificado acontece em momentos de crise, quando os investidores são apanhados pelo medo e vendem seus ativos de risco nos piores momentos.

Já Rivière-Giordano, Giordano-Spring e Cho (2018) examinaram se diferentes níveis de divulgações ambientais afetam as opções de investimento no contexto francês. Para isso, o estudo realizou um experimento com 108 analistas financeiros. Destaca-se nos resultados obtidos que o valor médio dos investimentos aumenta quando é fornecida uma maior quantidade de informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança. Sendo assim entende-se que a divulgação de informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança afeta positivamente a decisão de investimentos.

Com o propósito de verificar as informações que interferem no processo de tomada de decisão, Kruger, Prestes, Mazzioni, Petri (2018) utilizaram um experimento, com questões fechadas para alunos do primeiro ao oitavo período do curso de administração. Como resultado, os autores destacam que as variáveis “experiência” e “gênero” apresentam relação com aversão ao risco.

A pesquisa de Sultana, Zulkifili e Zainal (2018) teve por objetivo avaliar a preferência dos investidores do mercado de ações sobre as informações relacionadas à responsabilidade social, ambiental e de governança e verificar se o horizonte de investimento afeta a tomada de decisão do investidor. Para isso, os autores utilizaram como amostra, investidores de Bangladesh e acadêmicos da área de finanças e contabilidade, totalizando 343 respondentes. Dentre os resultados, destaca-se que as informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança impactam na tomada de decisão de investimento, porém as questões de governança foram as que tiveram maior preferência entre os pesquisados. Além disso, foi identificado que investidores com foco no longo prazo, são investidores que buscam retornos sustentáveis e se preocupam com investimentos socialmente responsáveis.

Sultana, Zainal e Zulkifili (2017) avaliaram as considerações sobre informações relacionadas à responsabilidade social, ambiental e de governança dos investidores. Para isso, os autores elaboraram um *survey* para acadêmicos e investidores de Bangladesh, totalizando 35 respondentes. Como resultado, os autores evidenciaram que os investidores utilizam informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança na tomada de decisão.

O estudo de Wiesel, Myrseth e Scholtens (2016) analisou se as preferências sociais dos investidores dos Estados Unidos podem explicar a participação em investimentos

socialmente responsáveis. Para isso, realizaram um *survey* com membros da Associação Americana de Investidores Individuais, totalizando 5.515 respondentes. Os principais resultados destacam que preferências sociais mais altas estão associadas a um maior interesse em investimento socialmente responsável e que é mais provável que os investidores com preferências sociais mais altas tenham investido de forma responsável.

O estudo de Nakamura (2013) investigou os efeitos dos tipos de acionistas em investimentos socialmente responsáveis. O autor utilizou como amostra as empresas listadas no Japão e utilizou como dados as informações financeiras e informações sobre responsabilidade social corporativa. Dentre os resultados, identificou-se que o efeito das informações sobre responsabilidade social corporativa é diferente em cada tipo de acionista. Ao mesmo tempo, foi identificado que a informação sobre responsabilidade social corporativa é importante na tomada de decisão, apesar da diferença na percepção entre os acionistas.

Alves e Borba (2010) investigaram a relevância da informação contábil ambiental no processo de tomada de decisão. Os autores utilizaram como metodologia um quase-experimento e tiveram como amostra 32 alunos de pós-graduação. Como resultado, os autores destacam que a informação ambiental tem relevância na tomada de decisão. Além disso, os autores evidenciaram que a empresa com maior divulgação de informações ambientais foi a que teve mais investimento realizado pelos respondentes.

Já pesquisa de Rikhardsson e Holm (2008) objetivou analisar o uso de informações ambientais na tomada de decisões de investimento. Para tanto, os autores utilizaram um quase-experimento, com uma amostra de 58 alunos de pós-graduação. Os autores destacam que a informação ambiental afeta a tomada de decisão apenas para aqueles quem olham para horizontes de curto prazo.

Milne e Patten (2002) abordaram se a informação ambiental é relevante para a tomada de decisão de investimento. Os autores utilizaram um quase experimento, com contadores e investidores dos Estados Unidos. Dentre os resultados da pesquisa, identificou-se que a maior parte dos investidores que focam no longo prazo, evitam empresas que podem vir a ter problemas ambientais.

A pesquisa de Milne e Chann (1999) teve como objetivo analisar se a informação social impacta na tomada de decisão de investimentos. Para cumprir o objetivo, os autores utilizam uma amostra de contadores e analistas de investimentos dos Estados Unidos e realizam um quase-experimento na amostra. Dentre os resultados da pesquisa, os

respondentes ignoram a informação social na tomada de decisão dos investimentos, porém os autores abordam que o resultado pode ter sido influenciado já que as informações sociais não foram quantificadas. Por isso, os contadores e analistas acabaram não adicionando essas informações no seu modelo de avaliação.

Quadro 1 - Estudos anteriores sobre a influência de fatores externos e internos na tomada de decisão dos investidores.

Autores	Objetivo	Proxies	Amostra	Principais Resultados
Dilla <i>et al</i> (2019)	Investigar as opiniões dos investidores sobre os benefícios da responsabilidade ambiental corporativa.	Desempenho financeiro e informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança.	Investidores do Estados Unidos.	As informações de desempenho ambiental tiveram uma influência maior nos julgamentos de investimento de investidores com fortes visões de responsabilidade ambiental.
Khemir, Baccouche e Ayadi (2019)	Analisar se os investidores incluem informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança em suas decisões de alocação de investimentos	Informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança	Investidores da Tunísia.	As informações sobre governança, responsabilidade social e ambiental influenciaram as decisões de alocação de investimentos na Tunísia. Além disso, os resultados do teste post-hoc indicam que as informações sociais e de governança tiveram mais influência do que as informações ambientais.
Amel-zadeh e Serafeim (2018)	Analisar o que motiva os investidores a usar os dados referentes a informação sobre responsabilidade social, ambiental e de governança.	Informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança	Investidores da Europa, América do Norte, Ásia, América do Sul e da África	Muitos investidores usam informações sobre responsabilidade social, governança e ambiental devido à demanda dos clientes ou como parte do processo de desenvolvimento de produtos
Kruger, Prestes, Mazzioni, Petri (2018)	Verificar de que forma as informações interferem no processo de tomada de decisão	Informações sobre aversão ao risco e perfil do investidor	Acadêmicos do Curso de Administração	As variáveis experiência (medida pelo tempo de aprendizado e período do curso de administração) e o gênero, apresentaram relação de significância com a relação de aversão ao risco
Guiso, Sapienza e Zingales (2018)	Analisar se a aversão ao risco dos investidores aumentou após a crise de 2008.	Aversão à perda	Investidores da Itália	Após a crise, as medidas qualitativas e quantitativas de aversão ao risco aumentam substancialmente e que os indivíduos afetados desinvestem mais ações.

Autores	Objetivo	Proxies	Amostra	Principais Resultados
Rivière-Giordano, Giordano-Spring e Cho (2018)	Examinar se diferentes níveis de divulgação ambientais afetam as opções de investimento no contexto francês	Informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança e aversão à perda.	Membros da Sociedade Francesa de Analistas Financeiros.	A divulgação ambiental tem um impacto positivo nas recomendações de investimento.
Sultana, Zulkifili e Zainal (2018)	Avaliar as preferências dos investidores do mercado de ações a informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança e verificar se o horizonte de investimento afeta a tomada de decisão do investidor.	Informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança, decisão de investimento e horizonte de investimento.	Investidores de Bangladesh e Acadêmicos de Contabilidade e Finanças	A decisão de investimento baseada no longo prazo é uma medida para diversificar o risco, além disso, foi identificado que informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança impactam positivamente a tomada de decisão dos investidores.
Sultana, Zainal e Zulkifili (2017)	Avaliar as considerações sobre informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança dos investidores.	Informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança.	Investidores de Bangladesh e Acadêmicos.	Os entrevistados têm preferência às questões de governança.
Wiesel, Myrseth e Scholtens (2016)	Analisar se as preferências sociais dos Investidores dos Estados Unidos podem explicar a participação em investimentos socialmente responsáveis.	Informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança.	Membros da Associação Americana de Investidores Individuais	Investidores com preferências sociais mais fortes estão mais interessados em investimentos socialmente responsáveis do que aqueles com preferências sociais mais fracas.
Nakamura (2013)	Investigar os efeitos de tipos de acionistas em investimentos socialmente responsáveis.	Informações financeiras e sobre responsabilidade social corporativa.	Empresas listadas no Japão	A maior parte dos acionistas estão preocupados com as políticas ambientais, porém foi identificado que os fundos de investimento e acionistas da alta administração diminuem suas posições quando se faz menos investimentos socialmente responsáveis.

Autores	Objetivo	Proxies	Amostra	Principais Resultados
Alves e Borba (2010)	Analisar a relevância da informação contábil ambiental para a tomada de decisão em investimento em uma companhia	Informações financeiras e ambientais.	Alunos de Pós-Graduação em Contabilidade	As informações relacionadas ao meio ambiente nas demonstrações contábeis ou no relatório da administração influencia a decisão de investimento em uma companhia.
Rikhardsson e Holm (2008)	Analisar o uso de informações ambientais na tomada de decisões de investimento	Informações financeiras e ambientais.	Alunos de pós-graduação de contabilidade e finanças	Os tomadores de decisão nem sempre sabem quais categorias de informações afetam sua tomada de decisão. Porém, foi identificado que as informações ambientais não parecem afetar a tomada de decisão dos investidores.
Milne e Patten (2002)	Analisar se a informação ambiental impacta a tomada de decisão de investimento.	Informações financeiras e ambientais.	Contadores que trabalhavam em empresas nos Estados Unidos.	A maior parte dos investidores ignorava a informação ambiental na tomada de decisão.
Milne e Chan (1999)	Analisar se a informação social impacta a tomada de decisão de investimento.	Informações financeiras e sociais.	Contadores e Analistas de Investimentos dos Estados Unidos.	Os contadores e analistas de investimento ignoram amplamente as divulgações sociais para sua tomada de decisão sobre investimentos.

Fonte: Elaboração própria (2019)

2.4 Interação da Estrutura Conceitual-teórica

Este trabalho pretende verificar o impacto da apresentação de informações socioambientais e de governança para a tomada de decisão de investimento, nesse sentido, buscou-se associar a Teoria da Divulgação Voluntária e a Teoria do Comportamento Planejado para buscar entender se os investidores que eram expostos a informações socioambientais e de governança tinham alguma alteração na sua tomada de decisão.

Além disso, utilizando como base a Teoria do Prospecto, o trabalho também buscou entender se diferentes investidores iriam tomar decisões de investimento diferentes, uma vez que o investidor agressivo pode tomar decisão diferente do investidor conservador, pautado principalmente pela diferença da aversão a perda nesses dois perfis.

3 DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE

De acordo com diversos estudos, entre eles os de Milne e Chan (1999), Milne e Patten (2002), Rikhardsson e Holm (2008), Alves e Borba (2010), Nakamura (2013), Sultana, Zainal e Zulkifili (2017) Rivière-Giordano, Giordano-Spring e Cho (2018), Sultana, Zulkifili e Zainal (2018) e Dilla et al. (2019), existe uma interação entre o processo de tomada de decisão dos investidores e a divulgação das informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança.

Assim, o presente estudo verificou o impacto da apresentação de informações socioambientais e de governança para a tomada de decisão de investimento. Apesar de existirem estudos internacionais que analisaram esses fatores, no Brasil não foi encontrado nenhum estudo que analisou os três fatores juntos, foram encontrados os estudos de Alves e Borba (2010) que analisaram apenas aspectos sobre a informação ambiental.

Para se embasar teoricamente, esta pesquisa utilizou como uma das bases teóricas a Teoria da Divulgação Voluntária, que evidencia que a divulgação de informações pelas empresas é um processo endógeno (VERRECCHIA, 2001). Com base nessa teoria, o estudo busca verificar se a apresentação de informações socioambientais e de governança afeta a tomada de decisão dos investidores conforme os estudos citados no Quadro 1. Também foi utilizada como abordagem teórica, a Teoria do Comportamento Planejado e a Teoria do Prospecto, que demonstram existirem diversos fatores comportamentais que afetam a tomada de decisão de investimento dos investidores (VIRIGINENI; RAO, 2017).

Além da possibilidade de sofrer impactos por meio da divulgação de informações socioambientais e de governança, o investidor também sofre impactos próprios, por meio de aspectos psicológicos e comportamentais. Virigineni e Rao (2017), por exemplo, identificaram que tanto os vieses cognitivos quanto as heurísticas comportamentais afetam a tomada de decisão. Por isso, novamente, retomamos a Teoria do Prospecto, a qual evidencia que a aversão à perda afeta a tomada de decisão dos investidores (FRINO; LEPONE; WRIGHT, 2015; LEE; VELD-MERKOULOVA, 2016; HUBER; PALAN; ZEISBERGER, 2019).

Nesse sentido, entendemos que quanto menos avesso ao risco, menos o investidor se preocupa com informações sobre responsabilidade social, ambiental e governança. Przychodzen et al. (2016) e Hafenstein e Bassen (2016) abordam essa temática e identificam que investidores mais avessos aos riscos estão mais propensos a investir em empresas que divulgam esse tipo de conteúdo. Reforça-se que a percepção de risco dos investidores está relacionada negativamente

com a decisão de investimento (HOFFMANN; POST; PENNINGS, 2015; ARREN; ZENGIN, 2016; RIVIÈRE-GIORDANO; GIORDANO-SPRING, 2018).

Baseado na literatura analisada e considerando a problemática e o objetivo deste trabalho, apresentam-se as hipóteses:

H1: A apresentação de informações socioambientais e de governança interfere positivamente na tomada de decisão de investimento do investidor brasileiro.

Essa primeira hipótese é sustentada na Teoria da Divulgação, que busca explicar e prever quais são os fatores na divulgação de informações, sendo assim existem estudos como os de Milne e Chan (1999), Milne e Patten (2002), Rikhardsson e Holm (2008), Alves e Borba (2010), Nakamura (2013), Sultana, Zainal e Zulkifili (2017) Rivière-Giordano, Giordano-Spring e Cho (2018), Sultana, Zulkifili e Zainal (2018) e Dilla et al. (2019) que identificaram que as informações socioambientais e de governança impactam positivamente a tomada de decisão de investimento dos investidores, em que busca-se avaliar os investidores brasileiros também são impactos.

H2: A decisão de investimento é diferente de acordo com o perfil do investidor.

A segunda hipótese é sustentada pela Teoria do Prospecto, que vai evidenciar que a aversão a perda pode afetar a tomada de decisão conforme os estudos de Frino, Lepone e Wright (2015), Lee e Veld-Merkoulova (2016) e Huber, Palan e Zeisberger (2019). Além disso, estudos como os de Pandelo (2010) e Ferreira (2019) identificaram que os investidores brasileiros oscilam seu perfil de acordo com o estágio da bolsa, sendo assim, buscou-se por meio dessa hipótese entender se os diferentes perfis dos investidores vão trazer diferentes decisões de investimento.

H3: A decisão de investimento é influenciada negativamente pela percepção de risco do investidor.

A terceira hipótese também é sustentada pela Teoria do Prospecto, uma vez que ela identificou que a aversão a perda impacta a tomada de decisão de investimento. Essa relação negativa é explicada, uma vez que quanto mais aversão a perda o investidor sentir, menos ele

vai realizar investimento no ativo em questão (HOFFMANN; POST; PENNINGS, 2015; ARREN; ZENGİN, 2016; RIVIÈRE-GIORDANO; GIORDANO-SPRING, 2018).

H4: O investidor agressivo será menos influenciado por informações socioambientais e de governança.

Já a quarta hipótese é fundamentada na ideia de que investidores mais conservadores irão buscar investimentos em ativos que divulguem mais informações socioambientais e de governança (PRZYCHODZEN et al., 2016; HAFENSTEIN, BASSEN, 2016).

4 METODOLOGIA

4.1 Classificação da Pesquisa

A coleta de dados foi realizada por meio de um *survey*, que se caracteriza pela interrogação às pessoas sobre algum comportamento que se deseja conhecer (GIL, 2015). Nesse sentido, se justifica utilizar a metodologia em questão, uma vez que o estudo busca identificar se o comportamento dos investidores é alterado quando ele é exposto às informações socioambientais e de governança

A utilização do *survey* é uma forma de coletar dados primários de uma amostra, quando se tem a intenção entender as características, ações e opiniões desse grupo (HAIR et al., 2006). Como os dados sobre os investidores não são públicos, também se justifica a utilização dessa metodologia como meio de coleta de dados, outro motivo para utilização dessa metodologia é a possibilidade de coletar dados de pessoas que não seriam possíveis presencialmente.

As etapas utilizadas para elaboração da *survey* da pesquisa foram: elaboração da questão de pesquisa, construção do instrumento, aplicação do pré-teste, correções do pré-teste, elaboração do instrumento final, coleta dos dados, tabulação dos dados e análise dos dados, etapas essas sugeridas por Babbie (1999).

Dentre as limitações e desvantagens da utilização da metodologia *survey* destacam-se: falta de clareza quanto a quem de fato respondeu o questionário, impossibilidade de realizar observações adicionais, visto que nem sempre todos os respondentes iriam responder novamente e o viés de seleção da amostra (BABBIE, 1999).

A abordagem deste estudo é positivista. Lukka (2010) aponta que a pesquisa contábil utiliza esse tipo de abordagem para revelar regularidades semelhantes às teorias que são testáveis e falsificáveis por conjuntos de dados empíricos.

4.2 População e Amostra

População não é um número de habitantes de um local, por exemplo, mas um conjunto de elementos que possuem as características que serão objeto de estudo (VERGARA, 2000). Inicialmente, tinha-se como pretensão considerar como população desta pesquisa os investidores brasileiros, porém, conforme apresentado durante o trabalho, não é possível

identificar a quantidade de investidores no Brasil. Assim optou-se por considerar como população participantes de grupos que discutem investimentos.

Não sendo possível identificar a população e utilizar uma amostra probabilística, uma vez que não seria possível obter de todos os participantes de grupos que discutem investimentos, optou-se por uma amostra não probabilística por conveniência. De acordo com Macedo, Dantas e Oliveira (2012), o uso de amostras não probabilísticas por conveniência é justificado quando o universo da pesquisa é naturalmente restrito, seja por desconhecimento do total da população ou da sua possibilidade de identificação. Oliveira (2001) reforça esta decisão ao afirmar que seu uso é indicado quando as probabilidades de seleção de amostras são desconhecidas e/ou não podem ser estimadas, sendo uma alternativa viável porque a população não está disponível para ser sorteada. Por fim, a amostra foi composta pelos investidores que compõem os grupos de investidores, apresentados da Tabela 1, que aceitaram participar da pesquisa.

Destaca-se que, para garantir que a amostra foi composta exclusivamente por pessoas que participam de grupos de investimentos, nos instrumentos de coleta de dados constavam quesitos que permitiram identificar investidores e não investidores, sendo estes últimos excluídos do estudo.

Assim, o primeiro passo consistiu em identificar grupos de investimentos nas redes sociais Facebook, Instagram e Twitter, bem como em grupos fechados de WhatsApp e Telegram. Em seguida, foram contatados os administradores dos grupos para solicitar a divulgação da pesquisa. De 22 grupos de investidores identificados, dez grupos aceitaram apoiar e divulgar a pesquisa, apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 - Grupos de Investimento.

Grupo	Nome	Rede Social	Número de membros
1	Análise Fundamentalista – Grupo de Estudo	Facebook	10.561
2	Investidores Buy and Hold	Facebook	7.127
3	Value Investing Brasil – O Caminho para a Multiplicação de Capital.	Facebook	5.130
4	Investidores B&H 2	Whatsapp	252
5	Vamosparabolsa	Whatsapp	248
6	Chão de Fábrica	Whatsapp	251
7	Planta Industrial SHB-1	Whatsapp	252
8	Investidores BR	Telegram	443
9	Twitter do Professor Felipe Pontes	Twitter	12.900
10	Instagram do Professor Felipe Pontes	Instagram	11.400
Total	-	-	48.565

Fonte: Elaboração própria (2019)

4.3 Construção do Instrumento

Para coletar informações sobre o perfil do investidor e o impacto da divulgação de informações socioambientais e governança na tomada de decisão do investidor, foram realizados dois questionários distintos, denominados de Questionário A e Questionário B, com base na literatura apresentada, sumariamente, no Quadro 2.

A diferença existente entre o Questionário A e o Questionário B, é que no questionário A foram expostos aos respondentes informações socioambientais e de governança divulgadas pela Empresa Caso, já no Questionário B não foram expostas essas informações. A justificativa para essa diferença nos questionários é justamente para entender se a decisão de investimento iria sofrer alguma alteração com a apresentação ou não das informações socioambientais e de governança.

Os dois instrumentos foram compostos de três blocos. O primeiro bloco foi composto de 13 perguntas, com o objetivo de identificar características do respondente, se o respondente era de fato investidor, e o perfil do investidor que foi traçado por meio do modelo de Análise do Perfil do Investidor (API) do Banco do Brasil, conforme apresentado no Quadro 2. Em ambos os questionários, as perguntas foram idênticas.

Para analisar o perfil do investidor, foi utilizado como parâmetro o modelo API do Banco do Brasil. Justifica-se essa escolha pelo fato do Banco do Brasil ser o maior banco do país, considerando o tamanho do ativo como medida. Além disso, o Banco do Brasil é o segundo maior banco quando se considera a carteira de crédito no país e o quinto maior em quantidade de clientes.

Para elaboração da API, o Banco do Brasil atribui pontuações para os quesitos utilizados para traçar o perfil do investidor. Seguindo esse mesmo procedimento, para traçar o perfil do investidor, o instrumento utilizado na pesquisa foi constituído de cinco questões, no qual cada respondente irá responder as perguntas e em seguida serão atribuídas notas de 1 a 4 para cada resposta. Deve-se ressaltar que 1 são as respostas mais conservadoras e 4 são as respostas mais agressivas.

Desse modo, para cada respondente, somou-se as notas atribuídas para cada questão, o que poderia variar de 5 a 20 pontos. Os investidores que obtiveram de 5 a 9 pontos foram classificados como conservadores, os investidores que obtiveram de 10 a 15 pontos foram classificados como moderados, e os investidores que obtiveram entre 16 e 20 pontos foram classificados como agressivos.

No segundo bloco, surgem as diferenças entre os instrumentos. Em ambos os questionários, foram apresentadas as seguintes informações de uma empresa, denominada empresa caso: uma breve visão geral da empresa, o Balanço Patrimonial, a Demonstração do Resultado e a Demonstração dos Fluxos de Caixa, dos anos de 2017 e 2018. Contudo, no Questionário A foram incluídas informações sobre as práticas socioambientais e de governança da empresa. Ressalta-se que a Empresa Caso será apresentada no tópico posterior.

Depois de apresentar as informações sobre a empresa caso, os respondentes foram solicitados a orientar um colega quanto ao valor que deveria investir na Empresa Caso. Ressalta-se que os respondentes do Questionário A tinham a mais, que os respondentes do Questionário B, informações socioambientais e de governança, sendo as demais informações idênticas. Também foi perguntado aos respondentes se sua decisão foi baseada no longo ou no curto prazo e qual sua percepção de risco quanto à realização do investimento naquela empresa. O objetivo desse bloco foi verificar se a decisão de investimento foi diferente em grupos de investidores que tiveram informações adicionais sobre as práticas socioambientais e de governança, e grupos de investidores que não tiveram as mesmas informações.

O terceiro bloco teve por objetivo averiguar a percepção de grupos de investidores, quanto a fatores que interferem em sua decisão de investimento. O terceiro bloco foi igual para os dois tipos de questionários.

Conforme o Quadro 2, as perguntas 2 e 3 eram perguntas abertas que tinham por objetivo identificar a idade e a unidade de federação que o respondente fazia parte. Já as perguntas 4 e 5 eram questões de múltipla escolha, em que a quarta questionava se o respondente era do gênero masculino, feminino ou outro e a pergunta cinco questionava o nível de escolaridade do respondente que poderia ser Ensino Médio, Graduação, Especialização, Mestrado e Doutorado. Essas perguntas foram utilizadas para entender qual era o perfil do respondente.

A pergunta 6 foi elaborada para identificar se o respondente da pesquisa era investidor, sendo uma resposta de sim ou não, caso a resposta fosse não, o respondente seria excluído da amostra final.

As perguntas 7 a 11 eram perguntas de múltipla escolha que tinham por objetivo mensurar o perfil de risco do investidor elaborados por meio do API do Banco do Brasil. Já as perguntas 12 e 13 eram perguntas de múltipla escolha que tinham por objetivo identificar

qual era o nível de conhecimento do respondente e qual era a forma de análise que o respondente utilizava.

A pergunta 14 tinha por objetivo identificar se o respondente iria indicar para seu amigo se o investimento na Empresa Caso era bom ou se seria preferível investir em outro investimento. A pergunta 15 tinha por objetivo avaliar qual valor de R\$ 0,00 a R\$ 10.000,00 seria alocado na Empresa Caso. A pergunta 16 tinha por objetivo identificar qual era o horizonte de investimento que o respondente utilizou para investir na Empresa Caso.

A pergunta 17 tinha por objetivo identificar a percepção de risco do investidor quanto à Empresa Caso, essa questão era de múltipla escolha e com escala de 1 a 10, no qual quanto mais próximo de 1 menos arriscado seria o investimento e quanto mais próximo de 10, mais arriscado.

Das perguntas 18 a 23 era questionado ao investidor a importância do fluxo de caixa, questões ambientais, rentabilidade, questões sociais, lucratividade e questões de governança no processo de tomada de decisão, essas perguntas eram de múltipla escolha com escala de 1 a 10, no qual quanto mais próximo de 1 menos importante era a informação e quanto mais próximo de 10 mais importante era a informação.

O Quadro 2 descreve, sumariamente, por bloco, as questões dos questionários, incluindo: finalidade da questão, tipo de resposta, escala e fundamentação.

Quadro 2 - Variáveis da Pesquisa.

BLOCO I					
Perguntas	Objetivo	Variável	Tipo de Resposta	Escala Variável	Fundamentação
2 e 3	Identificar o perfil do respondente	Idade e Estado	Aberta	Aberta	MILNE; PATTEN (2002); ALVES; BORBA (2010); RIVIÈRE-GIORDANO, GIORDANO-SPRING E CHO (2018); SULTANA, ZULKIFILI E ZAINAL (2018)
4 e 5		Gênero e Escolaridade	Múltipla escolha	Resposta Única	MILNE; PATTEN (2002); ALVES; BORBA (2010); RIVIÈRE-GIORDANO, GIORDANO-SPRING E CHO (2018); SULTANA, ZULKIFILI E ZAINAL (2018)
6	Identificar se o respondente é investidor	Possui Investimento	Dicotômica	Sim ou Não	ALVES; BORBA (2010)

7 a 13	Identificar o perfil de risco do investidor	Perfil do Investidor	Múltipla escolha	Resposta Única	ALVES; BORBA (2010); SULTANA, ZULKIFILI E ZAINAL (2018)
BLOCO II					
Perguntas	Objetivo	Variável	Tipo de Resposta	Escala Variável	Fundamentação
14	Identificar se o investidor indica ou não a compra na empresa caso	Investimento na empresa Caso	Dicotômica	Sim ou Não	MILNE; PATTEN (2002); RIVIÈRE-GIORDANO, GIORDANO-SPRING E CHO (2018)
15	Identificar qual é o valor que o investidor investiria na empresa caso	Investimento na empresa Caso	Aberta	Aberta	MILNE; PATTEN (2002); ALVES; BORBA (2010); RIVIÈRE-GIORDANO, GIORDANO-SPRING E CHO (2018); SULTANA, ZULKIFILI E ZAINAL (2018)
16	Identificar o horizonte de investimento utilizado pelo investidor	Horizonte de Investimento	Dicotômico	Longo e Curto Prazo	RIKHARDSSON E HOLM (2008), ALVES E BORBA (2010); RIVIÈRE-GIORDANO, GIORDANO-SPRING E CHO (2018); SULTANA, ZULKIFILI E ZAINAL (2018)
17	Identificar a percepção de risco do investidor com a empresa caso	Percepção de Risco	Múltipla escolha	1 a 10	RIVIÈRE-GIORDANO, GIORDANO-SPRING E CHO (2018)
BLOCO III					
Perguntas	Objetivo	Variável	Tipo de Resposta	Escala Variável	Fundamentação
18	Identificar a percepção do investidor quanto aos fatores que impactam a sua tomada de decisão de investimento	Fluxo de Caixa	Múltipla escolha	1 a 10	ALVES; BORBA (2010)
19		Questões Ambientais	Múltipla escolha	1 a 10	ALVES; BORBA (2010); RIVIÈRE-GIORDANO, GIORDANO-SPRING E CHO (2018); SULTANA, ZULKIFILI E ZAINAL (2018)
20		Rentabilidade	Múltipla escolha	1 a 10	LARK-MURPHY; SOUTAR, (2003); RIVIÈRE-GIORDANO, GIORDANO-SPRING E CHO (2018)
21		Questões Sociais	Múltipla escolha	1 a 10	SULTANA, ZULKIFILI E ZAINAL (2018)

22		Lucratividade	Múltipla escolha	1 a 10	LARK-MURPHY; SOUTAR (2003); LAI; TAN; CHONG, (2013)
23		Questões de Governança	Múltipla escolha	1 a 10	SULTANA, ZULKIFILI E ZAINAL (2018)
24		Endividamento	Múltipla escolha	1 a 10	LARK-MURPHY; SOUTAR (2003); LAI; TAN; CHONG (2013)

Fonte: Elaboração Própria (2019)

Com o objetivo verificar se o instrumento se ajusta a finalidade da pesquisa, ou seja, aumentar a confiabilidade e validade, é recomendada a realização de pré-teste (MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

Nesse sentido, com a finalidade de verificar se o instrumento de fato mede o que se propõe a medir, antes da aplicação do questionário em questão, foi realizado um pré-teste com um grupo de quinze investidores, pois, segundo Richardson (1999), é importante que o instrumento utilizado para coleta de dados seja testado em um grupo de indivíduos que possuam as mesmas características dos respondentes da amostra final.

O pré-teste foi realizado entre os dias 31/10/2019 e 10/11/2019 para observar se o questionário estava de fácil entendimento, bem como entender possíveis dúvidas dos respondentes e para validação do questionário. A partir dessa aplicação, foram realizadas algumas melhorias, que são expostas a seguir: adicionar uma pergunta para separar se o investidor é grafista ou fundamentalista, explicar o que são as questões sociais, ambientais e de governança.

Após a reformulação, segundo as sugestões dos quinze investidores, os questionários foram construídos e hospedados na plataforma Google Docs, gerando um *link* para que os pesquisados pudessem acessá-lo. Em seguida, foram enviados e-mails para os quinze investidores que participaram do pré-teste, contendo uma breve apresentação da pesquisa, a solicitação para que participassem da pesquisa e o *link* para responder o questionário. Adicionalmente, foi solicitado aos voluntários que fizessem novas críticas a respeito do conteúdo, desenho e forma do texto e questionário. Ressalta-se que tais investidores não fizeram parte da amostra.

Por fim, o texto de apresentação da pesquisa e sensibilização, contendo o *link* do questionário, foram novamente revisados e enviados aos administradores do grupos para divulgação.

4.4 A Empresa Caso

Para a construção dos questionários utilizou-se informações de uma empresa real do setor de papel e celulose que possui suas ações negociadas na [B³]. Dentre as motivações para a escolha desse setor é que ele tem uma ligação muito forte com o Brasil, uma vez que é um dos setores da indústria brasileira mais antigos, além disso, o País é conhecido mundialmente por ter uma das maiores florestas do mundo. Sendo assim, o setor de Papel e Celulose brasileiro é um dos mais competitivos no mundo, sendo liderado pela Klabin e Suzano.

A escolha pela Klabin foi feita por conveniência e justifica-se pela facilidade de acesso às informações. A referida empresa possui, em suas notas explicativas e em outras fontes de informações, informações relacionadas à responsabilidade socioambiental e de governança, além de possuir uma larga quantidade de dados financeiros e ser uma empresa consolidada no mercado Brasil, com mais de 100 anos de atuação.

Foram utilizadas, para elaboração dos questionários, as demonstrações da empresa referentes aos exercícios de 2017 e 2018, além das notas explicativas e demais informações divulgadas no *site* de relações com investidores, especialmente informações relacionadas à responsabilidade socioambiental e de governança. Destaca-se que o instrumento utilizado foi baseado na pesquisa de Riviere-Giordano e Giordano-Spring (2018), com adaptações para fins desta pesquisa.

Nessa perspectiva, os participantes da pesquisa tiveram acesso a informações sobre a empresa. Por meio da leitura do material elaborado, o respondente teria uma visão geral da empresa, de sua operação e endividamento, além das informações contidas no Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado, Demonstração dos Fluxos de Caixa e informações sobre governança e a responsabilidade socioambiental. Ressalta-se que todas as informações foram retiradas dos dados publicados pela empresa em seu site de relações com investidores.

4.5 Coleta de Dados

Para a coleta de dados, foi solicitado aos administradores dos grupos de investidores identificados e que concordaram em colaborar com a pesquisa que divulgassem em seus grupos a solicitação de participação do estudo, contendo o *link* com os questionários, criado na plataforma Google Docs.

Para fins da distribuição igualitária de ambos os questionários (Questionário A e Questionário B), foram distribuídos da seguinte maneira: Questionários com A foram distribuídos nos grupos 1, 4, 5, 6 e 9, totalizando 24.212 possíveis respondentes. O Questionário B foi distribuído nos grupos 2, 3, 7, 8 e 10, totalizando 24.352 possíveis respondentes.

Conforme consta na Tabela 1, a pesquisa foi divulgada e ficou disponível entre os dias 19/11/2019 e 01/12/2019, totalizando 10 dias de coleta de dados. Durante esse período, foram retornados 427 questionários, dos quais foram excluídos 18 questionários, pelo fato dos respondentes não serem investidores. Ressalta-se que o itens seis e sete do questionário tinha por objetivo averiguar se, de fato, o respondente tendo em vista que os respondentes não atentaram que estariam impossibilitados de participarem por não serem investidores. Dessa forma, a amostra final da pesquisa contou com 409 respondentes.

A utilização de questionário, comparado a outras estratégias de coleta de dados, tem por vantagem ser menos dispendioso, especialmente quando a aplicação é por meio de formulários eletrônicos. Outra vantagem é a possibilidade de se colher informações de respondentes de difícil acesso. No caso, pelo fato de a pesquisa ter sido divulgada em grupos de investidores, o questionário alcançou um público que, por outro estratégia, não teria sido alcançado, inclusive permitir maior cobertura geográfica, e foi menos dispendioso. Pode-se considerar como vantagem, também, a impessoalidade e mais tempo para o respondente analisar a Empresa Caso e responder as perguntas (SELLTIZ et al., 1965).

Uma das maiores dificuldade enfrentadas com a aplicação de questionário é a não resposta. Contudo, segundo Cooper e Schindler (2003), estudos apontam com maior nível educacional e aqueles que tenham interesse no assunto são mais propensos a responderem estudo dessa natureza, o que pode ter favorecido o índice de resposta.

Como limitação do método, pode-se citar o fato de não ser possível garantir ao pesquisador que as informações fornecidas pelos inquiridos são verdadeiras. Atrelado a isso, a atitude e opinião dos respondentes podem variar de acordo com o estado emocional, gerando respostas variadas em diferentes períodos, o que foi contornado com a limitação do período destinado para responder o questionário.

4.5 Técnica de Análise de Dados

Este tópico tem por objetivo descrever todas as técnicas utilizadas no processo de análise, bem com as etapas dessa análise.

Após coletados os dados e tabulado os dados, realizou-se uma análise criteriosa, com a finalidade de eliminar respondentes que atendessem a critério de ser investidor, questionários em branco e incompletos. Seguindo, a primeira etapa da análise consistiu em análise descritiva das variáveis, principalmente com o intuito de identificar o perfil da amostra, sendo apresentado em gráficos e tabelas.

Considerando o intuito de averiguar se perfil do investidor impacta na tomada de decisão do investidor, realizaram-se testes de significância. Os referidos testes têm por objetivo apresentar relações de semelhanças/dessemelhanças entre os grupos estudados. Para tanto, foram utilizados o teste paramétrico de análise de correspondência e *t-student* e os testes não paramétricos Qui Quadrado e Teste de Kruskal-Wallis, descritos no item seguintes. Adicionalmente, analisou-se, por Regressão Tobit o impacto da apresentação de informações socioambientais e de governança para a tomada de decisão de investimento.

4.5.1 Análise de Correspondência

A utilização da análise de correspondência é útil quando existe a intenção de se trabalhar com variáveis que apresentam dados categóricos, como as variáveis qualitativas (FÁVERO, BELFIORE, 2017).

Essa técnica se baseia em buscar uma correspondência entre as variáveis por meio de representação de linhas e colunas com o cruzamento de dados no gráfico (GREENACRE, 2008). Para esse estudo, utilizou-se a análise por correspondência para investigar a relação entre o perfil de risco do investidor e o seu nível de conhecimento.

4.5.2 Teste *t*-Student

O teste *t*-Student tem por finalidade testar se as médias de duas populações são ou não significativamente diferentes. Para utilizar o teste *t*-Student, deve-se observar as seguintes condições: (1) as duas amostras tenham sido obtidas aleatoriamente de duas populações; (2) a distribuição da variável em estudo deve ser normal; e 3) a variância de cada grupo deve ser homogênea (MAROCO, 2010).

As hipóteses testadas são as seguintes:

H_0 = Não existem diferenças na tomada de decisão entre dois grupos de investidores, Grupo A e Grupo B.

H_1 = Existem diferenças na tomada de decisão entre dois grupos de investidores, Grupo A e Grupo B.

O teste t-Student foi realizado nesta pesquisa com o intuito de entender se houve uma diferença entre os grupos que receberam a informação socioambiental e de governança e o grupo que não recebeu, tentando assim identificar se divulgação dessa informação ou não muda a quantidade investida na Empresa Caso.

4.5.3 Qui Quadrado

O teste Qui Quadrado permite verificar se existe relação de dependência entre variáveis qualitativas, mas apenas informa sobre a independência entre as variáveis, mas não diz sobre o grau de associação existente. Destaca-se que valores mais elevados do Qui-Quadrado não significa maior relação entre as variáveis (PESTANA; GAGEIRO, 2008).

O teste Qui Quadrado somente pode ser aplicado se o número de células de frequências esperadas com valor menor a 5 for inferior a 20% do total das células e se nenhuma célula for inferior a 1 (PESTANA; GAGEIRO, 2008).

As hipóteses testadas são as seguintes:

H_0 = Não existem diferenças entre dois grupos de respondentes.

H_1 = Existem diferenças entre dois grupos de respondentes.

O teste Qui Quadrado foi realizado neste estudo, para buscar analisar as relações entre a análise utilizada e as características dos investidores e analisar a relação entre o perfil de risco e as características do investidor.

4.5.4 Teste Kruskal-Wallis

O teste Kruskal-Wallis tem por objetivo verificar se em x amostras independentes, onde x seja superior a 2, foram extraídas de uma população com médias iguais, esse método é alternativo ao método anova, sendo utilizado quando os pressupostos de normalidade não são satisfeitos (FÁVERO, BELFIORE, 2017).

Assim, as hipóteses a serem testadas no teste de Kruskal-Wallis são:

H_0 = Não existem diferenças de média entre os grupos respondentes.

H_1 = Existem diferenças de média entre os grupos de respondentes.

4.5.5 Teste Mann-Whitney

O Teste Mann-Whitney tem como objetivo verificar se duas amostras não pareadas ou independentes são extraídas da mesma população, para tanto o teste compara a mediana desses dois grupos (FÁVERO, BELFIORE, 2017).

Assim, as hipóteses a serem testadas no teste de Mann-Whitney são:

H_0 = Não existem diferenças entre as medianas dos grupos respondentes.

H_1 = Existem diferenças entre as medianas dos grupos de respondentes.

4.5.6 Correlação de *Sperman*

A correlação de *Sperman* é uma medida de associação entre duas variáveis ordinais (FÁVERO, BELFIORE, 2017). Com isso, essa medida pode variar entre -1 e 1, no qual o sinal negativo vão evidenciar associações opostas e sinais positivos vão evidenciar associações do mesmo sentido.

4.5.7 Teste de Levene

O Teste de Levene como objetivo verificar se k amostras, sendo k superior a 2, possuem homogeneidade de variâncias, (FÁVERO, BELFIORE, 2017).

Assim, as hipóteses a serem testadas no teste de Mann-Whitney são:

H_0 = As variâncias populacionais dos grupos são homogêneas.

H_1 = As variâncias populacionais de pelo um grupo é diferente das demais.

4.6 Regressão Tobit

A Regressão Tobit foi utilizada para verificar o impacto da apresentação de informações socioambientais e de governança para a tomada de decisão, ou seja, verificar se as informações socioambientais e de governança interferiram na decisão de investir ou não na Empresa Caso. Optou-se pela regressão Tobit por ser uma extensão do modelo Probit. Enquanto o modelo Probit assume que a variável dependente é zero ou um, no caso seria investir ou não investir, o modelo Tobit além de considerar a decisão de investir (zero), também considera o valor investido. Ressalta-se que o modelo Tobit é também denominada de modelo de regressão censurada, para a informação sobre o regressando.

Conforme Gujarati (2000), essa é a mais apropriada quando a variável dependente é uma variável censurada, pois não é livremente distribuída entre $-\infty$ e $+\infty$. No caso dessa pesquisa a variável dependente varia de zero a 10.000, sendo zero a decisão de não investir e 10.000 o valor máximo investido.

De acordo com Fávero e Belfiore (2017), os pressupostos de modelos de regressão MQO são a distribuição normal, não existirem correlações elevadas, os resíduos não apresentam correlação e os resíduos são aleatórios e independentes.

Porém, conforme Tiriyaki e Andrade (2017), o Modelo Tobit surge para resolver problema da variável dependente ser heterocedástica e de não apresentar distribuição normal, uma vez que a variável dependente assume valores positivos ou zero. Dessa maneira, por meio do modelo Tobit esses problemas são solucionados. Consequentemente, como extensão do modelo Probit, a aplicação do modelo Tobit não necessita de pressupostos para sua utilização. Ressalta-se que a decisão da escolha do modelo é em função da variável dependente.

Com isso, foi realizado o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF) para verificar a multicolinearidade. De acordo com Fávero e Belfiore (2017), o teste VIF quando apresenta um resultado superior a 10, o teste realizado no estudo evidenciou um teste VIF 1,34, sendo assim, identifica-se que não houve um problema de multicolinearidade.

Além disso, a variável de Decisão de Investimento teve resultado zero em 33% da amostra e, de acordo com de Forti et al. (2015), o modelo Tobit é indicado para amostras censuradas em 30% ou mais de suas observações. Destaca-se que é censurada uma amostra na qual a informação sobre o regressando está disponível para algumas observações.

Ainda de acordo com Forti *et al.* (2015), ressalta-se que os modelos OLS (*Ordinary Least Squares*) e Paineis (*Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios*) não se mostram adequados para lidar com muitas observações iguais a zero ou em dados censurados.

Outro fator atribuído a escolha do modelo Tobit é OLS não pode ser utilizado para amostras censuradas, como é o caso do estudo em questão, pois de acordo com Moreira *et al.* (2010), tornaria os parâmetros tendenciosos e inconsistentes, já que a censura dos dados gera ausência de informações de algumas observações.

Deve-se ressaltar que as variáveis Risco, FC, QA, Rent, QS, Luc, QG, End não devem ser consideradas variáveis ordinais, uma vez que nos estudos da Psicometria pode-se considerar que uma medida somente salva a identificação do número, não se tratando da medida, mas apenas uma forma de classificação e contagem (PASQUALI, 2003)

Além disso, de acordo com Pasqueli (2003), variáveis ordinais podem ser transformadas em uma série monotônica crescente, como no caso dessa pesquisa que as variáveis Risco, FC, QA, Rent, QS, Luc, QG, End foram classificadas de 1 a 10.

Assim, abaixo é exposta a Equação 1 da regressão.

$$DI_i = \alpha + \beta_1 IN_i + \beta_2 PI_i + \beta_3 Hor_i + b_4 Risco_i + b_5 FC_i + b_6 QA_i + b_7 Rent_i + b_8 QS_i + b_9 Luc_i + b_{10} QG_i + b_{11} End_i + b_{12} Gen_i + \varepsilon \quad (1)$$

Onde:

- DI: investimento financeiro realizado na empresa. Varia de 0 a 10.000.
- IN: divulgação de informações sobre responsabilidades ambientais, sociais e de governança. Foram codificadas como 1 quando são fornecidas, e 0, caso contrário.
- PI: Variável *dummy* que identificar se o investidor é agressivo ou não. A variável foi codificada com 1 quando o investidor é do perfil de risco agressivo, e 0 para quando não for.
- Hor: variável *dummy* que identifica se o horizonte de investimento do investidor é de curto prazo ou não. A variável foi codificada com 1 quando o horizonte for de curto prazo, e 0, para quando não for.
- Risco: percepção de risco em investir na empresa caso. Varia entre 1 e 10.
- FC: influência dada pelo investidor ao Fluxo de Caixa como um fator decisivo em investir em empresas. Varia entre 1 e 10.
- QA: influência dada pelo investidor às questões ambientais como um fator decisivo em investir em empresas. Varia entre 1 e 10.

- Rent: influência dada pelo investidor à rentabilidade como um fator decisivo em investir em empresas. Varia entre 1 e 10.
- QS: influência dada pelo investidor às questões sociais como um fator decisivo em investir em empresas. Varia entre 1 e 10.
- Luc: influência dada pelo investidor à lucratividade como um fator decisivo em investir em empresas. Varia entre 1 e 10.
- QG: influência dada pelo investidor às questões de governança como um fator decisivo em investir em empresas. Varia entre 1 e 10.
- End: influência dada pelo investidor ao endividamento como um fator decisivo em investir em empresas. Varia entre 1 e 10.
- Gen: gênero do investidor. Foi codificada como 1 para o gênero masculino, e 0 para o feminino.

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1 Análise do Perfil dos Respondentes

Para fins de análise dos resultados, primeiramente apresenta-se a análise do perfil dos respondentes, mas ressalta-se que, dos 427 questionários recebidos de membros de grupos de investimentos, 18 foram excluídos pelo fato dos respondentes declararem não possuir investimentos. Nesse sentido, a amostra final da pesquisa contou com 409 respondentes, dos quais todos possuem investimentos, garantindo que todos os respondentes são investidores.

Com base na Tabela 2, observa-se que a maior parte dos respondentes se concentra nos Estados do Rio Grande do Norte (21,52%), São Paulo (20,07%), Paraíba (9,78%) , Rio de Janeiro (7,58%) e Minas Gerais (6,11%), juntos compõem mais de 65% da amostra. Ressalta-se ainda que se obteve respostas de investidores de 24 das 27 Unidades Federativas brasileiras, faltando apenas representantes dos Estados do Acre, Amapá e de Roraima.

Deve-se ressaltar que essa concentração nesses cinco Estados se deve a dois motivos que são: 1) Rio Grande do Norte e Paraíba são os Estados no qual o elaborador da pesquisa é residente e estuda; e 2) São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro são os três estados mais populosos do país.

Tabela 2 - Disposição Geográfica dos Respondentes.

Estado	Quantidade	Frequência (%)
Alagoas	7	1,71
Amazonas	3	0,73
Bahia	10	2,44
Ceará	9	2,20
Distrito Federal	14	3,42
Espírito Santo	5	1,22
Goiás	11	2,69
Maranhão	2	0,49
Mato Grosso	1	0,24
Mato Grosso do Sul	2	0,49
Minas Gerais	25	6,11

Estado	Quantidade	Frequência (%)
Pará	3	0,73
Paraíba	40	9,78
Paraná	13	3,18
Pernambuco	18	4,40
Piauí	3	0,73
Rio de Janeiro	31	7,58
Rio Grande do Norte	88	21,52
Rio Grande do Sul	16	3,91
Rondônia	2	0,49
Santa Catarina	16	3,91
São Paulo	82	20,07
Sergipe	4	0,98
Tocantins	4	0,98
Total	409	100,00

Fonte: Elaboração própria (2019)

A partir da Tabela 3, evidenciou-se que a maior parte dos respondentes é de pessoas do gênero Masculino. Esse resultado corrobora a pesquisa “Raio-x dos Investidores Brasileiros”, realizada pela Anbima (2019), a qual demonstrou que a maior parte dos investidores brasileiros são homens.

Tabela 3 - Gênero dos respondentes.

Gênero	Quantidade	Frequência (%)
Feminino	62	15,56
Masculino	347	84,84
Total	409	100

Fonte: Elaboração própria (2019)

Quanto à disposição dos respondentes por idade (Tabela 4), observou-se que a maior parte é de pessoas que possuem entre 35 e 45 anos. Esse resultado corrobora os dados expostos na pesquisa “Raio x dos Investidores Brasileiros” da Anbima (2019), a qual evidenciou que a idade média dos investidores do Brasil é de 42 anos.

Tabela 4 - Disposição por Idade.

Idade	Quantidade	Frequência (%)
15 a 20	27	6,60
21 a 24	59	14,43
25 a 29	80	19,56
30 a 34	88	21,52
35 a 45	114	27,87
46 a 59	32	7,82
60 a 69	9	2,20
Total	409	100

Fonte: Elaboração própria (2019)

A Tabela 5 evidencia a disposição da amostra da pesquisa quanto à escolaridade. Observa-se que mais de 88% dos respondentes possuem formação superior, 41,08% tem apenas diploma de graduação, 31,54% título de especialista, 11,98% são mestre e 4,16 doutores.

Tabela 5 - Disposição por Escolaridade.

Nível de conhecimento	Quantidade	Frequência (%)
Fundamental completo	2	0,49
Ensino Médio	44	10,76
Graduação	168	41,08
Especialização	129	31,54
Mestrado	49	11,98
Doutorado	17	4,16
Total	409	100

Fonte: Elaboração própria (2019)

As questões de 7 a 11 foram formuladas de acordo com o formulário de Análise de Perfil de Investidor (API) do Banco do Brasil. O objetivo dessas questões foi identificar o perfil de risco dos respondentes. As questões de 7 a 11 continham quatro opções de resposta, sendo atribuída para cada resposta uma nota, variando de um a quatro, no qual a nota um eram para as respostas mais conservadoras e a nota quatro eram para as respostas mais agressivas.

Para cada respondente, somou-se as notas atribuídas para cada questão, o que poderia variar de cinco a 20 pontos. Os investidores que obtiveram notas de cinco a nove pontos foram classificados como conservadores, os investidores que obtiveram de dez a 15 pontos

foram classificados como moderados, e os investidores que tiveram entre 16 a 20 pontos foram classificados como agressivos.

Tabela 6 - Perfil de Risco do Investidor.

Estado	Quantidade	Frequência (%)
Conservador	8	1,96
Moderado	81	19,80
Agressivo	320	78,24
Total	409	100

Fonte: Elaboração própria (2019)

A partir da Tabela 6, evidencia-se que a maior parte dos respondentes da pesquisa é composta de investidores agressivos, segundo o perfil de risco levantado por meio da análise do API.

Tabela 7 - Nível de conhecimento.

Nível de conhecimento	Quantidade	Frequência (%)
Iniciante	156	38,14
Intermediário	200	48,90
Avançado	53	12,96
Total	409	100

Fonte: Elaboração própria (2019).

Quando questionados quanto ao conhecimento sobre o assunto, a maior parte se considerou como intermediário e iniciante. Esse resultado é coerente com a faixa etária dos respondentes (Tabela 4) e corrobora a ideia de que o número de investidores no Brasil está em crescimento. Logo, existe uma maior quantidade de investidores que estão começando agora a investir no mercado e ainda não se consideram experts no assunto.

Tabela 8 - Análise utilizada.

Horizonte de Investimento	Quantidade	Frequência (%)
Fundamentalista	218	53,30
Grafista	36	8,80
Mix	155	37,90
Total	409	100

Fonte: Elaboração própria (2019).

Os resultados evidenciaram que 53,3% dos respondentes utilizam a análise fundamentalista para realizar a análise de empresas, 37,9% utilizam um mix de análise fundamentalista e grafista, e apenas 8,8% declararam recorrer apenas aos gráficos para tomar decisão.

Depois da análise efetuada acima, realizou-se o Teste Qui-Quadrado, para identificar possíveis relações de dependência entre o tipo de análise e o perfil de risco do investidor, entre o nível de conhecimento e o tipo de análise e entre perfil de risco dos investidores e seu nível de conhecimento.

Tabela 9 - Relação entre o tipo de análise o perfil de risco do investidor.

Fundamentalista	Conservador		Moderado		Agressivo		Total	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Frequência	2,00	100	0,00	00	0,00	00	2,00	100
Frequência Esperada	1,07	53	0,18	09	0,76	38	2,00	100
Grafista								
Frequência	26,00	47	8,00	15	21,00	38	55,00	100
Frequência Esperada	29,32	53	4,84	09	20,84	38	55,00	100
Mix								
Frequência	190,00	54	28,00	08	134,00	38	352,00	100
Frequência Esperada	187,62	53	30,98	09	133,40	38	352,00	100
Total	218,00	100	36,00	100	155,00	100	409,00	100
X ² = 4,5098			GL = 4		p-valor = 0,341			

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Analisando o teste Qui-Quadrado (Tabela 9), em que H_0 : não existem diferenças significativas os entre os perfis de risco, observa-se que o p -valor (0,341) é superior a 0,05; logo, considerando o nível de significância de 5%, não rejeita-se H_0 . Portanto, não existe relação entre o perfil conservador, moderado e agressivo e o tempo de análise realizada.

Tabela 10 - Relação entre o tipo de análise e o nível de conhecimento dos investidores.

	Iniciante		Intermediário		Avançado		Total	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Fundamentalista								
Frequência	81,00	37,16	110,00	50,46	27,00	12,39	218,00	100
Frequência Esperada	83,15	38,14	106,60	48,90	28,25	12,9587	218,00	100
Grafista								
Frequência	18,00	50,00	14,00	38,89	4,00	11,11	36,00	100
Frequência Esperada	13,73	38,14	17,60	48,89	4,67	12,97	36,00	100
Mix								
Frequência	57,00	36,77	76,00	49,03	22,00	14,19	155,00	100
Frequência Esperada	59,12	38,14	75,80	48,90	20,09	12,95	155,00	100,00
Total	156,00	100	200,00	100	53,00	100	409,00	100
$X^2 = 2,6380$			GL = 4		p-valor = 0,620			

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Analizando o teste Qui-Quadrado (Tabela 10), em que H_0 : não existem diferenças relativas entre o nível de conhecimento. Observa-se que o p -valor (0,620) é superior a 0,05; logo, considerando o nível de significância de 5%, não se rejeita H_0 . Sendo assim, não existe relação entre o nível de conhecimento iniciante, intermediário e avanço e o tipo de análise utilizada por esses investidores.

Tabela 11 - Relação entre o perfil de risco e o nível de conhecimento dos investidores.

	Iniciante		Intermediário		Avançado		Total	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Conservador								
Frequência	2,00	100	0,00	0	0,00	0	2,00	100
Frequência Esperada	0,77	38,5	0,98	49	0,25	12,5	2,00	100
Moderado								
Frequência	36,00	65,45	17,00	30,91	2,00	3,64	55,00	100
Frequência Esperada	20,98	38,15	26,90	48,9	7,12	12,95	55,00	100
Agressivo								
Frequência	118,00	33,52	183,00	51,99	51,00	14,49	352,00	100
Frequência Esperada	134,26	38,14	172,13	48,90	45,61	12,9574	352,00	100
Total	156,00	100	200,00	100	53,00	100	409,00	100
$X^2 = 24,6213$			GL = 4		p-valor = 0,000			

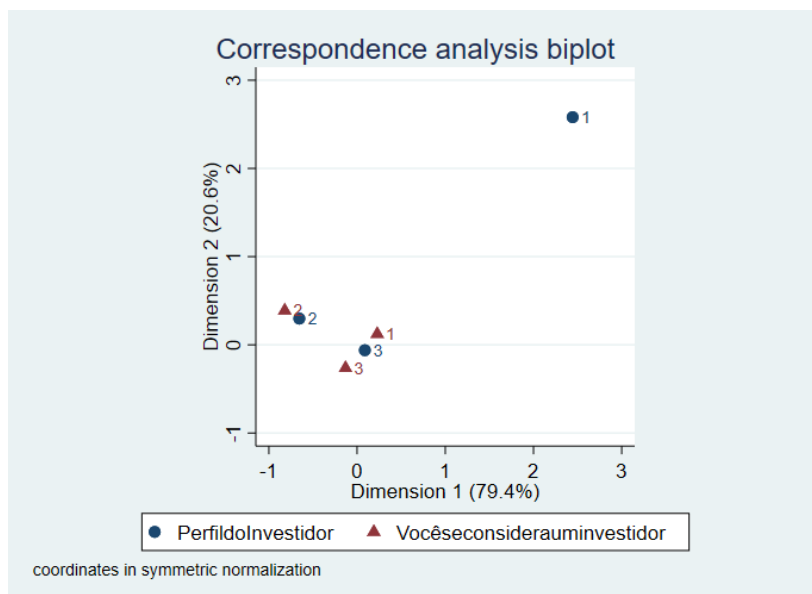
Fonte: Elaboração Própria (2019).

Analizando o teste Qui-Quadrado (Tabela 11), em que H_0 : não existem diferenças relativas entre o nível de conhecimento. Observa-se que o p -valor (0,000) é inferior a 0,05;

logo, considerando o nível de significância de 5%, rejeita-se H_0 . Logo, confirma-se uma relação entre o perfil de risco do investidor com seu nível de conhecimento.

A fim de se aprofundar no resultado visualizado na Tabela 11, optou-se por fazer uma análise de correspondência conforme evidenciado abaixo.

Gráfico 1 - Análise de Correspondência.



Fonte: Elaboração Própria (2019)

Nota: Perfil do Investidor 1 - Conservador; 2 - Moderado e 3 Agressivo.

Você se considera um investidor 1-Iniciante; 2 - Intermediário e 3 Avançado.

Conforme o Gráfico 1, observa-se que analisando visualmente apenas o Perfil de Risco Conservador não tem relação com o nível de conhecimento, porém observa-se que o Investidor Agressivo tem uma relação próxima ao nível de conhecimento iniciante e avançado, isso pode ser explicado, pois existem iniciantes que estão operando apenas na bolsa, não considerando outros investimentos, por conseguinte, seu perfil de risco fica elevado e seu nível de conhecimento ainda está em construção. O mesmo pode acontecer para um investidor com um nível de conhecimento mais avançado, por se sentir mais confortável em operar ativos de risco, ele tem um perfil de risco mais elevado.

Já quando observa-se a relação entre o perfil de risco moderado e o nível de conhecimento intermediário, essa relação pode ser explicada pois esse tipo de investidor ainda não estaria pronto para operar todos os ativos de risco, visto que ele se considera que seu nível de conhecimento é intermediário e ao mesmo tempo tem um perfil de risco

moderado, observando uma diversificação na sua carteira, visto que ele pode não se sentir totalmente confortável em operar ativos de maior risco.

Entende-se que os respondentes são, predominantemente, homens na faixa etária de 35 a 45 anos, residentes nos estados do Rio Grande do Norte, São Paulo e Paraíba, Rio de Janeiro e Minas Gerais. Quanto ao seu perfil de risco, os investidores são em sua maioria classificados como agressivos, demonstram conhecimento sobre o assunto e utilizam mais a análise fundamentalista para tomar decisões, quanto aos seus investimentos.

5.2 Análise da Empresa Caso

Após identificar o perfil dos respondentes, analisou-se a decisão do investidor, quanto à Empresa Caso. Deve-se ressaltar que a Empresa Caso é uma empresa do setor de Papel e Celulose, sendo a empresa líder na produção de papéis no Brasil e tendo mais de 130 anos no mercado.

Os respondentes, após analisarem a Empresa Caso, foram questionados se indicariam a um colega que investisse na Empresa Caso. Observa-se que existiam dois questionários, "A" e "B", sendo o questionário "A" diferente por apresentar informações socioambientais e de governança que não foram apresentadas no "B".

Assim, primeiramente buscou-se entender quantos investidores da amostra iriam investir ou não na Empresa Caso.

Tabela 12 - Estatística descritiva referente investir ou não na Empresa Caso.

Decisão	Grupo A		Grupo B		Total	
	n	%	n	%	n	%
Investir	153,00	55,64	122,00	64,55	275,00	67,22
Não Investir	67,00	50,00	67,00	35,45	134,00	32,76
Total	220,00	53,79	189,00	46,21	409,00	100,00

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Conforme a Tabela 12, evidencia-se que a maior parte (67,22%) dos respondentes decidiram investir na Empresa Caso. Ao mesmo tempo, observa-se que os investidores que foram expostos as informações socioambientais e de governança também investiram mais (53,79%).

Em seguida, buscou-se entender qual era a média, mínimo e máximo investido por esses investidores.

Tabela 13 - Estatística descritiva referente ao valor investido na Empresa Caso.

Valor Investido	Grupo A	Grupo B	Total
	Valor	Valor	Valor
Média	3.472,58	3.381,48	3.430,36
Mínimo	0,00	0,00	0,00
Máximo	10.000,00	10.000,00	10.000,00

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Por meio da Tabela 13, observa-se que os investidores que foram expostos as informações socioambientais e de governança investiram mais que a média (R\$3.472,58), apesar disso, entende-se que a média da amostra foi baixa, dentre as justificativas para esse resultado é que a Empresa Caso atua em um setor de commodities sendo um setor que normalmente os investidores tem mais aversão.

Para testar a significância entre as médias do valor investidos entre os grupos, utilizou-se o teste t com duas amostra e presunção de variâncias diferentes.

Tabela 14 - Teste de Levene e Test T.

Teste de Levene		Teste T	
Z	p-valor	Teste T	p-valor
0,702	0,402	-0,276	0,782

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Por meio da Tabela 14, o teste Levene para homogeneidade das variáveis (p-valor = 0,402) demonstra que as variáveis são homogêneas e assim a estatística de teste a utilizar para o teste t-Student é a que assume as variâncias iguais (MAROCO, 2010). Assumindo as variâncias iguais (p-valor = 0,782), é possível rejeitar a hipótese de que as informações socioambientais e de governança interferem na decisão do investidor.

Dessa forma, considerando as informações adicionais fornecidas, informações sobre responsabilidade socioambiental e de governança, os resultados dos dois grupos serão analisados de forma agregada, ou seja, agregando o questionário do Grupo A com o questionário do Grupo B.

Em seguida, buscou-se analisar se existia diferença entre o valor investido entre investidores com diferentes perfis de risco, nível de conhecimento, horizonte de investimento e quanto à análise utilizada. Para tanto, utilizou-se o teste de Kruskal Wallis, uma vez que as variáveis não foram normais, invalidando o uso *Anova One Way*.

Tabela 15 - Kruskal Wallis.

Hipótese Nula	Sig	Decisão
A distribuição do valor investido é igual entre os diferentes perfis de risco	0,601	Não se rejeita a hipótese nula
A distribuição do valor investido é igual entre os diferentes níveis de conhecimento	0,446	Não se rejeita a hipótese nula
A distribuição do valor investido é igual entre os diferentes de acordo com o horizonte de investimento	0,000	Rejeita-se a hipótese nula
A distribuição do valor investido é igual entre os diferentes de acordo com a análise utilizada	0,357	Não se rejeita a hipótese nula

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Conforme a Tabela 15, evidencia-se que apenas existe uma diferença entre o valor investido de acordo com o horizonte de investimento e quanto à diferença no valor investido entre diferentes perfis de risco, nível de conhecimento e análise utilizada foi identificado que não houve diferença, dentre os motivos para esse resultado é que boa parte da amostra é do perfil agressivo (78,24%), fundamentalista (53,30%) e intermediário (48,90%), outro ponto é que a média investida foi pequena, tendo como um dos possíveis fatores para explicar esse baixo investimento, a empresa caso ser de um setor de *comodities*.

A Hipótese 2 do trabalho afirmava que a decisão de investimento é diferente de acordo com o perfil do investidor, sendo assim, conforme a Tabela 14, podemos não rejeitar a hipótese, uma vez que quando analisamos o perfil do investidor por meio do seu horizonte de investimento, foi evidenciado que existe uma diferença do valor investido na Empresa Caso.

5.3 Fatores que influenciaram a decisão dos respondentes

Após identificar o perfil dos respondentes, apresenta-se a análise dos fatores que influenciaram a decisão dos respondentes. Para identificar os referidos fatores, foi solicitado aos respondentes que atribuísem notas, variando de zero a dez, para o grau importância na sua tomada de decisão para os seguintes itens: risco, questões ambientais, rentabilidade, questões sociais, lucratividade, governança e endividamento.

Abaixo, são apresentadas as Tabelas 14 e 15, nas quais, a primeira vai apresentar o nível de importância dada pelos investidores para as variáveis Risco, Fluxo de Caixa, Questões Ambientais e Rentabilidade e, a segunda, vai apresentar as variáveis Questões Sociais, Lucratividade, Questões de Governança e Endividamento.

Tabela 16 - Apresentação das Variáveis – Risco, Fluxo de Caixa, Questões Ambientais e Rentabilidade.

Risco			Fluxo de caixa			Questões Ambientais			Rentabilidade		
Nível	Quantidade	%	Nível	Quantidade	%	Nível	Quantidade	%	Nível	Quantidade	%
1	5	1,22	1	2	0,49	1	14	3,42	1	0	0,00
2	3	0,73	2	0	0,00	2	8	1,96	2	1	0,24
3	14	3,42	3	8	1,96	3	20	4,89	3	1	0,24
4	40	9,78	4	7	1,71	4	32	7,82	4	7	1,71
5	68	16,63	5	42	10,27	5	51	12,47	5	20	4,89
6	72	17,60	6	40	9,78	6	50	12,22	6	11	2,69
7	114	27,87	7	53	12,96	7	79	19,32	7	47	11,49
8	67	16,38	8	109	26,65	8	85	20,78	8	119	29,10
9	13	3,18	9	54	13,20	9	28	6,85	9	95	23,23
10	13	3,18	10	94	22,98	10	42	10,27	10	108	26,41
Total	409	100	Total	409	100	Total	409	100	Total	409	100

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Conforme a tabela acima, observa-se que, quanto à variável Risco, tem-se que mais de 60% da amostra atribuiu um risco entre 6 e 8, esse valor pode explicar o baixo nível de investimento na empresa, uma vez que os investidores em sua maioria atribuíram notas entre 6 e 8 na empresa, mostrando que a maior parte teve uma aversão ao investimento na empresa caso. Quanto à variável de Fluxo de Caixa, observa-se que a maior parte dos investidores indicou que a variável é importante no processo de tomada de decisão, visto que mais de 75% da amostra atribuiu notas maiores a 7 de importância na variável.

A respeito da variável questões ambientais, identifica-se que quase 65% da amostra atribuíram importância entre 5 e 7, com isso, entende-se que de acordo com a amostra, essa não é uma variável que os investidores acham importante no processo de tomada de decisão. Já a variável Rentabilidade foi considerada, por mais de 78%, com um nível de importância entre 8 e 10, sendo assim, entende-se que a variável é bem importante para os investidores da amostra.

Tabela 17 - Apresentação das Variáveis – Questões Sociais, Lucratividade, Questões de Governança e Endividamento.

Questões Sociais			Lucratividade			Questões de Governança			Endividamento		
Nível	Quantidade	%	Nível	Quantidade	%	Nível	Quantidade	%	Nível	Quantidade	%
1	9	2,20	1	0	0,00	1	0	0,00	1	1	0,24
2	9	2,20	2	0	0,00	2	0	0,00	2	0	0,00
3	13	3,18	3	2	0,49	3	1	0,24	3	10	2,44
4	18	4,40	4	2	0,49	4	4	0,98	4	11	2,69
5	54	13,20	5	9	2,20	5	12	2,93	5	27	6,60
6	57	13,94	6	13	3,18	6	16	3,91	6	30	7,33
7	76	18,58	7	28	6,85	7	45	11,00	7	61	14,91
8	82	20,05	8	13,20	22,25	8	101	24,69	8	85	20,78
9	42	10,27	9	13,94	27,87	9	96	23,47	9	62	15,16
10	49	11,98	10	18,58	36,67	10	134	32,76	10	122	29,83
Total	409	100	Total	20,05	100	Total	409	100	Total	409	100

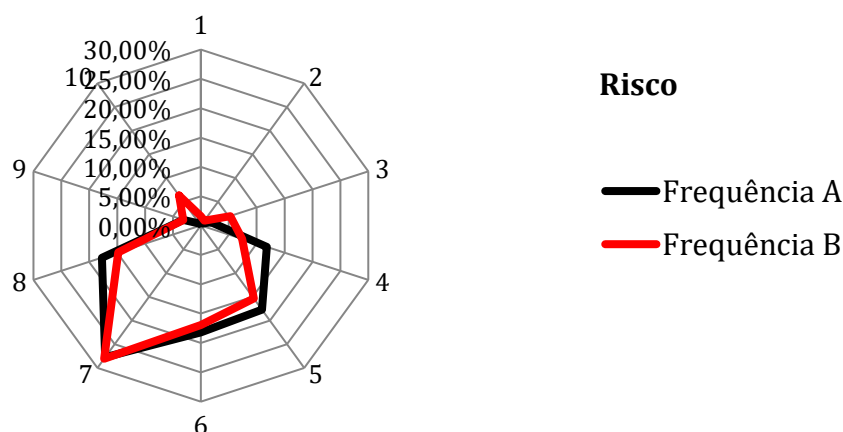
Fonte: Elaboração Própria (2019).

Por meio da tabela 17, evidencia-se que a variável Questões Sociais recebeu a maior parte de nível de importância entre o nível 5 e 7, no qual, mais de 65% da amostra afirmou que a importância desse indicador estaria nesse nível. Quanto à variável lucratividade, tem-se que mais de 86% da amostra deu uma importância entre 8 e 10, identificando que a lucratividade é um fator importante para a tomada de decisão dos investidores da amostra.

As questões de governança também foram identificadas com importância entre 8 e 10 por mais de 80% a amostra, identificando que a variável também é importante para os investidores, já o endividamento recebeu uma nota entre 8 e 10 por 65% da amostra, junto da Rentabilidade, Lucratividade e Questões de Governança, o endividamento também é uma das variáveis consideradas mais importantes pelos investidores.

Em seguida, optou-se por utilizar gráficos para melhor visualizar os dados.

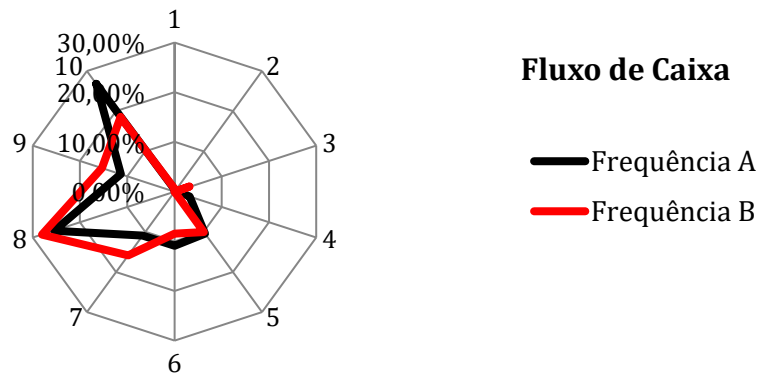
Gráfico 2 - Análise da variável Risco – Questionário A e Questionário B.



Fonte: Elaboração Própria (2019).

Por meio do Gráfico 2, observa-se que a percepção de risco sobre a Empresa Caso é bem parecida, dentre os motivos para esse resultado é que como a empresa é do setor de commodities, o risco que os investidores tiveram sobre essa empresa maior.

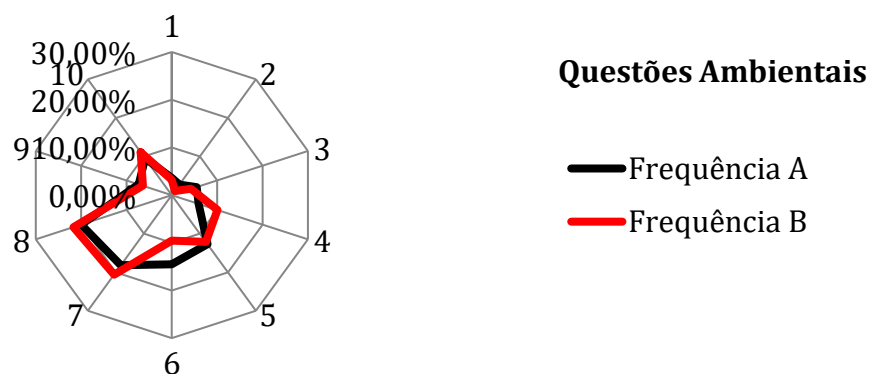
Gráfico 3 - Análise da variável Fluxo de Caixa – Questionário A e Questionário B.



Fonte: Elaboração Própria (2019).

Analisando o Gráfico 3, observa-se que em ambos questionários, o nível de importância dado ao Fluxo de Caixa foi alto, esse resultado corrobora com a análise mais utilizada na amostra deste estudo, que é o perfil fundamentalista, que utilizará o fluxo de caixa nos seus modelos de precificação.

Gráfico 4 - Análise da variável Questões Ambientais – Questionário A e Questionário B.

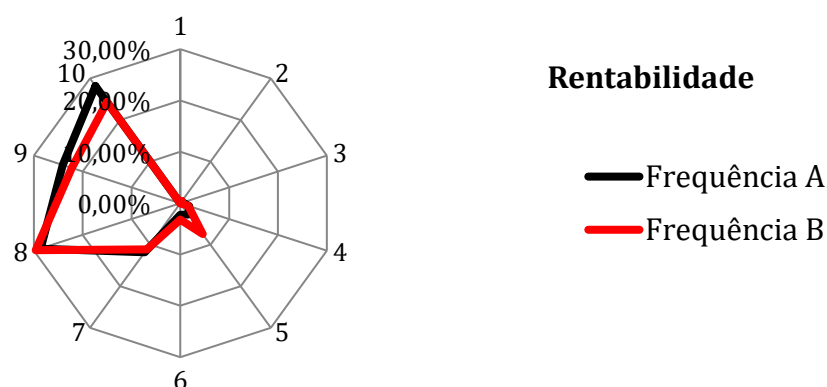


Fonte: Elaboração Própria (2019).

O nível de importância das questões ambientais estão expostos no Gráfico 4, esse resultado de uma baixa importância para as questões ambientais frente a outros indicadores pode ser explicado no sentido que o mercado brasileiro ainda está em crescimento e ainda

não está preocupado com questões ambientais, estando assim mais preocupado com lucros de curto prazo.

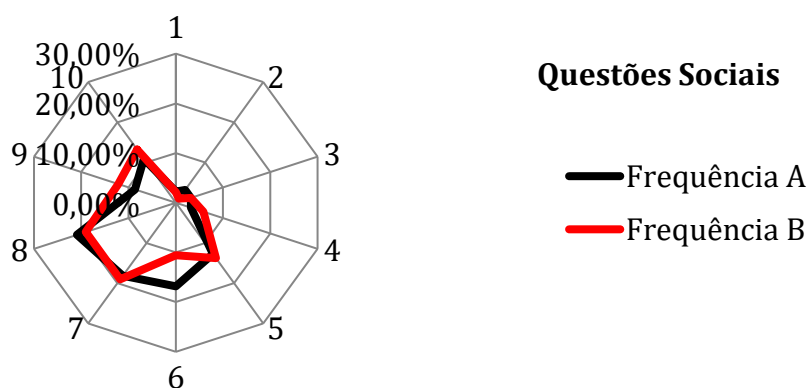
Gráfico 5 - Análise da variável Rentabilidade – Questionário A e Questionário B.



Fonte: Elaboração Própria (2019)

Analisando a variável Rentabilidade por meio do Gráfico 5, observa-se que a maior parte dos investidores atribuíram uma importância alta. Esse resultado mostra que os investidores da amostra estão em busca de empresas rentáveis, que pode ser uma boa estratégia para o longo prazo, corroborando com o perfil fundamentalista que é a forma de análise que a maior parte da amostra utiliza.

Gráfico 6 - Análise da variável Questões Sociais – Questionário A e Questionário B.

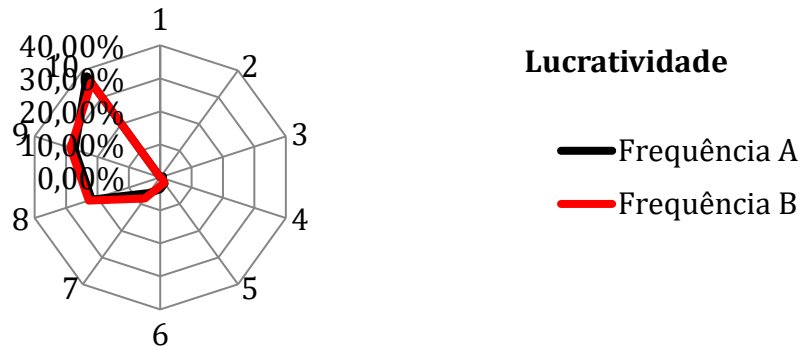


Fonte: Elaboração Própria (2019)

Observando o Gráfico 6, tem-se que as questões sociais foram um dos indicadores que os investidores afirmaram serem menos importantes para a tomada de decisão, esse fator

pode ser explicado pela baixa divulgação sobre esses dados pelas empresas, bem como o pequeno interesse dos investidores sobre esse tema.

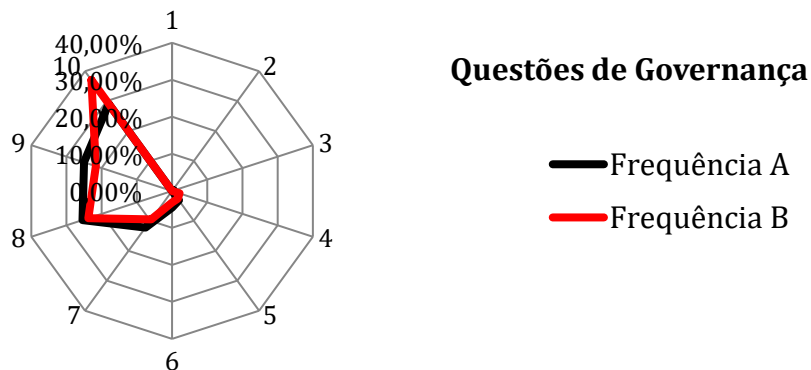
Gráfico 7 - Análise da variável Lucratividade – Questionário A e Questionário B.



Fonte: Elaboração Própria (2019)

A Lucratividade foi um dos indicadores que os investidores da amostra deram maior importância conforme evidenciado no Gráfico 7. Esse resultado pode ser explicado uma vez que buscar empresas que são lucrativas no longo prazo pode ser uma métrica para encontrar boas empresas.

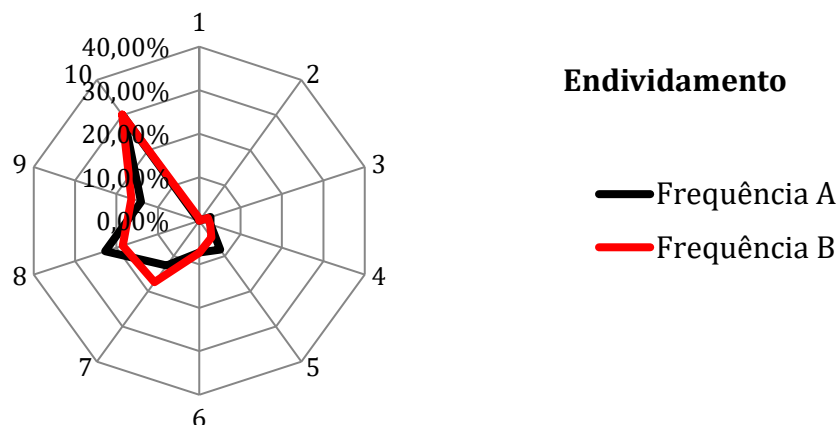
Gráfico 8 - Análise da variável Questões de Governança – Questionário A e Questionário B.



Fonte: Elaboração Própria (2019)

As questões de governança tiveram um nível de importância alta, conforme o Gráfico 8, dentre os motivos para esse resultado é que nos últimos passaram a acontecer alguns problemas de governança como o caso da Smiles, Qualicorp, Petrobras, entre outros, isso pode ter feito que os investidores passassem a se preocupar mais com isso.

Gráfico 9 - Análise da variável Endividamento – Questionário A e Questionário B.



Fonte: Elaboração Própria (2019)

Já sobre o Endividamento, de acordo com o Gráfico 9, observa-se que os investidores evidenciaram um alto nível de importância para esse indicador, dentre as possíveis justificativas para essa importância é que nos últimos anos as companhias Brasileiras tiveram um certo nível de endividamento, dessa maneira, os investidores passaram a se preocupar mais com isso.

A fim de verificar diferenças estatísticas, optou-se por realizar o teste de Mann Whitney, comparando as variáveis Risco, Fluxo de Caixa, Questões Sociais, Rentabilidade, Questões Ambientais, Lucratividade, Questões de Governança e Endividamento com os Grupos A (apresentados a informações socioambientais e de governança) e Grupo B (não apresentados as informações socioambientais e de governança). Abaixo, evidencia-se a Tabela 18 com o resultado do teste Mann Whitney.

Tabela 18 - Teste de Mann-Whitney – Comparou-se a variáveis Risco, Fluxo de Caixa, Questões Sociais, Rentabilidade, Questões Ambientais, Lucratividade, Questões de Governança e Endividamento entre os Grupos A e B.

Categoria de Análise	Grupos	Média	p-value
Risco	A	6,343	0,4497
	B	6,213	
Fluxo de Caixa	A	7,698	0,4170
	B	7,827	
Questões Ambientais	A	6,242	0,5640
	B	6,481	
Rentabilidade	A	8,216	0,1549
	B	8,463	
Questões Sociais	A	6,968	0,3519
	B	6,768	
Lucratividade	A	8,777	0,7582
	B	8,763	
Questões de Governança	A	8,643	0,1665

Categoria de Análise	Grupos	Média	p-value
Endividamento	B	8,500	0,7027
	A	8,059	
	B	7,968	

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Conforme a Tabela 18, evidencia-se que não existe diferença estatisticamente significativa entre as medianas das variáveis analisadas em diferentes grupos, esse resultado também pode ser evidenciado nos Gráficos 2 a 9, porém sem a significância estatística.

Em seguida, foram feitos testes de média, com o objetivo de buscar possíveis diferenças entre a importância dada as questões ambientais, sociais e de governança nos diferentes perfis de risco.

Tabela 19 - Teste de Kruskal Wallis – Comparou-se a importância das questões sociais, questões de governança e questões ambientais entre os perfis conservadores, moderados e agressivos.

Hipótese Nula	Sig	Decisão
A distribuição da importância a questões sociais é igual entre os diferentes perfis de risco.	0,000	Rejeita-se a hipótese nula.
A distribuição da importância a questões de governança é igual entre os diferentes perfis de risco.	0,193	Não se rejeita a hipótese nula
A distribuição da importância a questões ambientais é igual entre os diferentes perfis de risco.	0,002	Rejeita-se a hipótese nula

Fonte: Elaboração própria (2019).

Evidencia-se, por meio da Tabela 19, que existe uma diferença na importância dada pelos investidores às questões sociais e ambientais, porém não foi encontrado uma diferença entre a importância dada às questões de governança entre os diferentes perfis de risco.

Dentre o motivo para não encontrar a diferença entre a importância dada às questões de governança serem iguais nos diferentes perfis de risco, é que por causa de problemas de governança recentes, os investidores podem estar se preocupando mais de forma geral para esses problemas.

A Hipótese 4 afirmava que o investidor agressivo será menos influenciado por informações socioambientais e de governança, sendo assim, conforme a Tabela 17, tem-se que essa hipótese será não rejeitada, uma vez que foi encontrado uma diferença entre a importância dada as questões sociais e ambientais pelos diferentes perfis de risco.

5.4 Análise Correlação e Regressão

Inicialmente, apresenta-se a correlação das variáveis em estudo (Tabela 20).

Tabela 20 - Resultado da Correlação de *Spearman* das Variáveis.

	DI	IN	PI	HOR	RISCO	FC	QA	RENT	QS	LUC	QG	END
DI	1,00											
IN	0,22	1,00										
PI	0,04	0,02	1,00									
HOR	0,25*	-0,07	0,03	1,00								
RISCO	-0,32*	0,04	-0,02	-0,12*	1,00							
FC	0,07	0,04	0,07	0,07	0,05	1,00						
QA	0,10**	-0,03	-0,10*	0,08	-0,02	0,18*						
RENT	-0,01	0,07	-0,01	-0,16*	0,09**	0,26*	0,03	1,00				
QS	0,06	-0,05	-0,13*	0,04	0,02	0,15*	0,65*	0,12*	1,00			
LUC	-0,08	0,02	0,01	-0,10*	0,07	0,23*	0,03	0,53*	0,09**	1,00		
QG	0,05	-0,07	0,09**	0,06	0,02	0,34*	0,29*	0,24*	0,34*	0,35*	1,00	
END	-0,04	-0,02	-0,09**	-0,05	0,09**	0,38*	0,18*	0,31*	0,23*	0,31*	0,25*	1,00

Fonte: Elaboração própria (2019).

Nota: DI representa a Decisão de Investimento na empresa caso, IN representa a presença ou não de informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança, PI representa se o investidor é agressivo ou não, HOR representa o horizonte de investimento que o investidor teve ao analisar a Empresa Caso, FC representa a importância que o investidor deu ao Fluxo de Caixa da Companhia, QA representa a importância que o investidor deu as Questões Ambientais, RENT representa a importância que o investidor deu a Rentabilidade, QS representa a importância que o investidor deu as Questões Sociais, Luc representa a importância dada pelo investidor a Lucratividade, QG representa a importância dada pelo investidor as Questões de Governança, End representa a importância dada pelo investidor ao Endividamento, GEN representa se o investidor é do gênero masculino ou não e RISCO representa a percepção de risco que o investidor tem pela Empresa Caso.

Nota2: Quando possui * é significante a 5% e ** é significante a 10%.

Desse modo, analisando a Tabela 20, tem-se que a decisão de investimento é afetada de forma significativa e positiva pelo horizonte de investimento e pelas questões ambientais. A relação entre a Decisão de Investimento (DI) e horizonte de investimento (HOR) pode explicado no sentido que como a Empresa Caso do estudo é uma empresa de *commodities* espera-se que no longo prazo esse investimento seja melhor, entendendo que no curto prazo pode acontecer oscilações de acordo com o andamento da *commodity*.

Já a relação entre a Decisão de Investimento e as Questões Ambientais (QA) uma vez que os investidores quando são mais avessos ao risco, buscam empresas que divulguem mais informações socioambientais e de governança (PRZYCHODZEN et al., 2016; HAFENSTEIN; BASSEN, 2016), como também a amostra da presente pesquisa teve um nível de aversão ao risco alto, esse resultado pode ser explicado por este motivo.

Também, foi evidenciado que a variável que mede a percepção de risco do investidor frente à Empresa Caso (RISCO) tem uma relação negativa e significativa com a Decisão de Investimento (DI). Isso pode ser explicado pelo fato de que quanto mais percepção de risco o investidor tiver, menos ele pode vir a realizar o investimento na empresa (HOFFMANN; POST; PENNINGS, 2015; ARREN; ZENGIN, 2016; RIVIÈRE-GIORDANO; GIORDANO-SPRING, 2018).

Além disso, também foi identificado que existe uma relação significativa e negativa entre a variável Perfil Agressivo (PI) e as Questões Ambientais (QA) e as Questões Sociais (QS), esse resultado é explicado, pois como a maior parte da amostra são do perfil de risco agressivo, conforme os estudos de Przychodzen et al. (2016) e Hafenstein e Bassen (2016), os investidores que são mais avessos ao risco vão buscar empresas que divulguem mais informações socioambientais e de governança, e como na pesquisa em questão a maior parte são de investidores que buscam risco, o resultado negativo é explicado por esse motivo.

Nesse sentido, após realizar a análise das correlações de *Spearman*, apresenta-se os resultados da regressão Tobit apresentada na Tabela 21. Deve-se ressaltar que o modelo foi apresentado no tópico 4.6 por meio da Equação 1, além disso, todas as premissas do modelo foram testadas e respeitadas.

Tabela 21 - Regressão Tobit - Equação 1.

VARIÁVEIS INDEPENDENTES	COEFICIENTES	ERRO PADRÃO	P> z
IN	208,27	548,64	0,704
PI	704,87	653,61	0,282
HOR	3.523,36	828,79	0,000
RISCO	-1.001,88	160,22	0,000
FC	227,87	159,63	0,154
QA	235,87	165,81	0,156
RENT	477,26	193,40	0,014
QS	-82,22	179,79	0,648
LUC	-449,61	234,90	0,056
QG	146,81	213,99	0,493
END	-68,58	159,31	0,667
GEN	-620,94	710,43	0,383
constante	2.147,65	2.387,42	0,369

Fonte: Elaboração própria (2019)

Nota: PI representa se o investidor é agressivo ou não, DI representa a Decisão de Investimento na empresa caso, IN representa a presença ou não de informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança, HOR representa o horizonte de investimento que o investidor teve ao analisar a Empresa Caso, RISCO representa a percepção de risco que o investidor tem pela Empresa Caso, FC representa a importância que o investidor deu ao Fluxo de Caixa da Companhia, QA representa a importância que o investidor deu as Questões Ambientais, Rent representa a importância que o investidor deu a Rentabilidade, QS representa a importância que o investidor deu as Questões Sociais, Luc representa a importância dada pelo investidor a Lucratividade, QG representa a importância dada pelo investidor as Questões de Governança, End representa a importância dada pelo investidor ao Endividamento e GEN representa se o investidor é do gênero masculino ou não.

O Modelo Tobit apresentado acima, tinha como variável dependente a Decisão de Investimento (DI). Sendo assim, buscou-se associar a decisão de investimento com as variáveis independentes do modelo. A partir da Tabela 21, observa-se que as variáveis Horizonte (HOR), Rentabilidade (RENT), Lucratividade (LUC) e Risco (Risco) foram significantes, sendo as duas primeiras com sinal positivo e as duas últimas com sinal negativo.

A relação entre a variável DI e HOR também foi encontrada na Tabela 20 que apresentou os dados da correlação de Pearson e *Sperman*, esse resultado pode ser explicado pois como a Empresa Caso é uma empresa do setor de *commodities*, espera-se que seu retorno seja maior no longo prazo, assim esse resultado pode ser explicado na medida que a decisão de investimento na empresa caso é um investimento de longo prazo.

Já a relação entre as variáveis DI e RENT é explicada, no sentido que quando as empresas são mais rentáveis, os investidores se tornam mais propensos a investir nesses tipos de empresas.

A relação negativa entre o DI e o RISCO também foi encontrada na Tabela 21, esse resultado pode ser explicado quanto maior for a percepção de risco do investidor sobre um ativo, menos ele vai investir nela (HOFFMANN, POST; PENNINGS, 2015, ARREN; ZENGIN, 2016; RIVIÈRE-GIORDANO; GIORDANO-SPRING, 2018), assim como a percepção de risco para a Empresa Caso foi alta era esperada uma relação negativa com a decisão de investimento.

Já a relação entre negativa entre a variável DI e LUC evidenciada na Tabela 21, pode ser explicada pois como a Empresa Caso é do setor de *commodities* a lucratividade da mesma vai depender do ciclo da celulose, visto que, em certos períodos, ela pode entregar uma lucratividade maior e em outros momentos uma lucratividade menor.

A variável Informação (IN) que representa a presença ou não de informações socioambientais e de governança no questionário não obteve significância estatística, apesar de ter um sinal positivo como era esperado.

A fim de se aprofundar nos resultados, foi realizado um Teste t de *Student*, visando comparar se a apresentação de informações socioambiental e de governança indicaria uma diferença na decisão de investimento. Sendo assim, separou-se a amostra da pesquisa em dois grupos, no qual o Grupo A foi apresentado a informações socioambientais e de governança e o Grupo B não foi apresentado, após a separação, foi testado se existia uma diferença de média entre o valor investido entre esses dois grupos.

Tabela 22 - Teste de T de *Student* – Comparação entre a Decisão de Investimento entre os investidores apresentados a informação socioambiental e de governança e investidores que não foram.

Hipótese Nula	Média	Diferença nas médias	Desvio-Padrão	Intervalo de Confiança	Sig	Decisão
Não existem diferenças na tomada de decisão entre dois grupos de investidores: Grupo A e Grupo B.	3.430,36	-91,36	164,60	3.106,77 – 3.753,95	0,782	Não se rejeita a hipótese nula

Fonte: Elaboração própria (2019).

Por meio da Tabela 22, tem-se que não existir diferença na tomada de decisão entre os investidores aos quais foram apresentados as informações socioambientais e de governança e para aqueles que não foram, esse resultado pode ser explicado pois o mercado brasileiro ainda é pequeno em termos de empresas e investidores quando comparamos a outros mercados, bem como, no Brasil, ainda existe uma cultura de não se preocupar com informações socioambientais e de governança divergindo assim de estudos em mercados desenvolvidos como os de Said et al., (2003) Deegan (2004), Thompsom e Cowton (2004), Solomon e Solomon (2006), Van Der Laan Smith et al. (2010); De Villiers e Van Staden (2010), Clarkson et al. (2013), Rivière-giordano e Giordano-Spring (2018).

A partir disso, rejeita-se a Hipótese 1 em que a apresentação de informações socioambientais e de governança interfere positivamente na tomada de decisão do investidor brasileiro.

A Hipótese 3 afirmava que a decisão de investimento é influenciada negativamente pela percepção de risco do investidor. Por meio da Tabela 18, observa-se que a variável risco foi significativa e com sinal negativo, sendo possível afirmar que a Hipótese 3 não é rejeitada. Esse resultado sugere que, quando o investidor tem uma percepção de risco alto, por um determinado ativo, ele vai diminuir ou não realizar o investimento no ativo em questão.

Na Tabela 23, apresenta-se de forma resumida os resultados encontrados de acordo com a sua hipótese.

Tabela 23 - Resumo dos resultados das Hipóteses do trabalho.

Hipótese	Sinal Esperado	Sinal Encontrado	Conclusão
H1	+	NA	Rejeitamos que a apresentação de informações socioambientais e de governança impactam a decisão do investidor
H2	≠	≠	Não rejeitamos a hipótese, uma vez que foi encontrado diferença no valor investido de acordo com o horizonte de investimento do investidor
H3	-	-	Não rejeitamos essa hipótese- uma vez que foi encontrado que existe uma relação negativa entre a percepção de risco e a decisão de investimento
H4	-	-	Não rejeitamos a hipótese, já que foi identificado que o perfil agressivo da menos importância as questões ambientais e sociais.

Fonte: Elaboração Própria (2019).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Finanças comportamentais é uma temática que está sendo amplamente discutida atualmente, seja no meio acadêmico, com artigos e livros científicos, seja no mercado profissional. Dentre as motivações para essa maior discussão é que está acontecendo um aumento de investidores tanto na bolsa de valores, como no Tesouro Direto, sendo assim se faz necessário entender como é esse perfil, bem como entender fatores que afetam sua tomada de decisão.

O presente estudo teve por objetivo verificar o impacto da apresentação de informações socioambientais e de governança para a tomada de decisão de investimento. Para isso, o estudo se baseia nas Teoria do Prospecto, Teoria da Divulgação Voluntária e na Teoria do Comportamento Planejado.

A metodologia utilizada para o desenvolvimento desta pesquisa foi uma *survey*, no qual o questionário foi baseado no estudo de Rivière-Giordano e Giordano-Spring (2018). Os dados foram coletados entre os dias 19/11/2019 e 01/12/2019, totalizando um total de 409 respondentes válidos para a pesquisa.

Dentre os resultados, destaca-se que os respondentes são, predominantemente, compostos por investidores do Rio Grande do Norte, Paraíba, São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais, possuem entre 35 a 45 anos, são investidores de perfil agressivo, em maioria do sexo masculino e se classificaram quanto aos seus conhecimentos como intermediários.

Analisando a frequência da importância dada pelos investidores aos fatores externos, tem-se que a percepção de risco quanto à Empresa Caso é alta, além disso, os indicadores que os investidores identificaram como mais importantes para o processo de análise de investimento foram, respectivamente, Lucratividade, Questões de Governança e Rentabilidade. Já os indicadores que os investidores identificaram como menos importante para o processo de análise de investimento foram, respectivamente, Questões Ambientais, Questões Sociais e Endividamento.

A Hipótese 1 da pesquisa afirmava que apresentação de informações socioambientais e de governança interfere positivamente na tomada de decisão do investidor brasileiro, foi rejeitada. Dentre os motivos para esse resultado, é possível que o investidor brasileiro, por participar de um mercado novo quando comparado a outros mercados, ainda não dá uma importância maior a esse tipo de informação, buscando principalmente retorno e rentabilidade.

A Hipótese 2 do trabalho afirmava que a decisão de investimento é diferente de acordo com o perfil do investidor. Com base nos dados apresentados, não se rejeita a hipótese, uma vez que, quando se analisou o perfil do investidor, foi evidenciado que existe uma diferença do valor investido na Empresa Caso quando se analisou investidores com horizontes de investimento diferentes.

A Hipótese 3 afirmava que a decisão de investimento é influenciada negativamente pela percepção de risco do investidor. Com os dados, foi possível identificar que a variável risco foi significativa e com sinal negativo, sendo possível afirmar que a Hipótese 3 não é rejeitada. Dentre os motivos para esse resultado pode-se sugerir que, quando o investidor tem uma percepção de risco alto, por um determinado ativo, ele vai diminuir ou não realizar o investimento no ativo em questão.

A Hipótese 4 afirmava que o investidor agressivo será menos influenciado por informações socioambientais e de governança. Nessa perspectiva, por meio dos dados da pesquisa, tem-se que essa hipótese não foi rejeitada, uma vez que foi encontrada uma diferença entre a importância dada às questões sociais e ambientais pelos diferentes perfis de risco.

A problemática da pesquisa era: qual o impacto da apresentação de informações socioambientais e de governança para a tomada de decisão de investimento? Por meio dos dados da pesquisa, foi identificado que não existe diferença entre o valor investido entre o grupo exposto às informações socioambientais e de governança. Porém, deve-se ressaltar que as informações sobre responsabilidade social, ambiental e de governança são fatores que têm sua importância na tomada de decisão dos investidores, apesar de não serem esses os fatores mais importantes para a tomada de decisão do investidor, de acordo com os dados.

Nesse sentido, entende-se que a presente pesquisa trouxe contribuições para o mercado, pois é possível identificar os fatores que os investidores acham mais importantes e menos importantes. As empresas também podem explorar esses fatores para conseguir que sua divulgação seja mais aproveitada pelos investidores. Esta pesquisa contribui para a literatura acadêmica, em virtude de complementar os estudos que envolvem as finanças comportamentais.

Como limitação da pesquisa, aponta-se a utilização da Klabin como Empresa Caso, visto que a utilização de outras empresas poderia fazer com que o resultado fosse alterado, bem como as metodologias utilizadas no estudo. Outro fator é quanto à amostra que, apesar de conseguir englobar quase todos os estados do país, concentrou-se em cinco estados. Outro

fato é que houve também uma concentração de respondentes que investiam em ações, essa concentração é explicada pelo fato da *survey* ter sido divulgada em grupos de redes sociais de investidores de ações visto que esses eram os grupos que possuíam maior quantidade de pessoas, que buscavam os grupos para troca de informação sobre o mercado.

Além das limitações citadas, também deve-se lembrar que, no momento de coleta de dados da pesquisa, a bolsa estava com um otimismo maior, dessa forma, uma pesquisa em momento diferente também poderá mudar o resultado.

Como sugestão para pesquisas futuras, sugere-se tentar uma amostra probabilística, bem como a utilização de outras formas de análise estatística, como as equações estruturais. Além disso, sugere-se fazer comparativos entre duas empresas e utilizar empresas de outros segmentos para realizar a análise.

REFERÊNCIAS

AJZEN, Icek. The Theory of Planned Behavior. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, v. 50, n. 2, p. 179-211, 1991.

AKHTAR, Fatima; DAS, Niladri. Predictors of investment intention in indian stock markets: extending the Theory of Planned Behaviour. **International Journal of Bank Marketing**, v. 37, n. 1, p. 97-119, 2019.

ALI, Azwadi. Predicting individual investors' intention to invest: an experimental analysis of attitude as a mediator. **International Journal of Human and Social Sciences**, v. 6, n. 1, p. 876-883, 2011.

ALVES, Jorge Luiz; BORBA, José Alonso. A relevância da informação contábil ambiental para a tomada de decisão de investimento: um estudo experimental. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 12, n. 2, 2010.

AMEL-ZADEH, Amir; SERAFEIM, George. Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. **Financial Analysts Journal**, v. 74, n. 3, p. 87-103, 2018.

ANBIMA. **Relatório Raio X do Investidor Brasileiro 2018**. São Paulo: Ambima, 2018. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2018.htm>. Acesso em: 04 mar. 2019.

B3. **Histórico Pessoa Física**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/historico-pessoas-fisicas/> Acesso em: 27 mar. 2019.

BANCO DO BRASIL. **Análise do Perfil do Investidor 2019**. Disponível em: <https://www.bb.com.br/Pbb/Pagina-Inicial/Voce/Produtos-E-Servicos/Investimentos/Analise-De-Perfil-Do-Investidor#>. Acesso em: 4 mar. 2019

BABBIE, Earl. **Métodos de Pesquisas de Survey**. Belo Horizonte: Ed. da UFMG, 1999.

BATISTA, Antonio Barbosa; CRUZ, Naiana Vasconcelos Silva; BRUNI, Adriano Leal. Fatores determinantes do nível de divulgação ambiental nas maiores transnacionais brasileiras. **Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 14, n. 3, p. 140-161, 2016.

BEUREN, I. M., SANTOS, V., & GUBIANI, C. A. (2013). Informações ambientais evidenciadas no relatório da administração pelas empresas do setor elétrico listadas no ISE. BASE. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 10, n.1, p. 55-68.

BLACK, Fischer. Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. **The Journal of Business**, v. 45, n. 3, p. 444-455, 1972.

BOLSTER, Paul J.; JANJIGIAN, Vahan; TRAHAN, Emery A. Determining investor suitability using the analytic hierarchy process. **Financial Analysts Journal**, v. 51, n. 4, p. 63-75, 1995.

BONALDI, Eduardo Vilar. **O pequeno investidor na bolsa de valores: uma análise da ação e da cognição econômica**. 2010. 202 f. Dissertação (Mestrado em Sociologia) - Universidade de São Paulo. São Paulo: FFLCH-USP, 2010.

Brasil. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa n. 539**, de 13 de novembro de 2013. Rio de Janeiro: Rio de Janeiro. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html>>. Acesso em: 3 fev. 2019.

CAHAN, Steven F. *et al.* Are CSR disclosures value relevant? Cross-country evidence. **European Accounting Review**, v. 25, n. 3, p. 579-611, 2016.

CAMPBELL, Donald T.; STANLEY, Julian C. **Delineamentos experimentais e quase-experimentais de pesquisa**. São Paulo: EPU, 1979.

CASTRO, Francisco Henrique Figueiredo de; FAMÁ, Rubens. As novas finanças e a teoria comportamental no contexto da tomada de decisão sobre investimentos. **Caderno de Pesquisa em Administração**, São Paulo, v. 9, n. 2, 2002.

CEREN, U. Z. A. R.; AKKAYA, G. Cenk. The Mental and Behavioral Mistakes Investors Make. **International Journal of Business and Management Studies**, v. 5, n. 1, p. 120-128, 2013.

CHAGE. Fernando; GIOVANNETTI, Bruno É possível viver de day-trading?. Disponível em: <<https://cointimes.com.br/wp-content/uploads/2019/03/Viver-de-day-trading.pdf>>. Acesso em : 27 mar. 2019.

CHAN, Christian CC; MILNE, Markus J. Investor reactions to corporate environmental saints and sinners: an experimental analysis. **Accounting and business research**, v. 29, n. 4, p. 265-279, 1999.

CHRISTIAN, Cal; MOFFITT, Jacquelyn Sue; SUBERLY, Lynn A. Fundamental analysis for evaluating bank performance: what variables provide the greatest insight into future earnings? **Bank Accounting & Finance**, v. 21, n. 6, p. 17-25, 2008.

CLARK-MURPHY, Marilyn; SOUTAR, Geoffrey N. What individual investors value: Some Australian evidence. **Journal of Economic Psychology**, v. 25, n. 4, p. 539-555, 2004.

CLARKSON, Peter M. *et al.* The relevance of environmental disclosures: are such disclosures incrementally informative? **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 5, p. 410-431, 2013.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Business research methods**. Business. 2003.

CRIFO, Patricia; FORGET, Vanina D.; TEYSSIER, Sabrina. The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors. **Journal of Corporate Finance**, v. 30, p. 168-194, 2015.

DANIEL, Kent; HIRSHLEIFER, David. Overconfident Investors, Predictable Returns, And Excessive Trading. **Journal of Economic Perspectives**, v. 29, n. 4, p. 61-88, 2015.

Deegan, C. Environmental disclosures and share prices: a discussion about the effort to study this relationship. **Accounting Forum**, v. 28 n. 1, p. 87-97, 2004.

DILLA, William *et al.* Do environmental responsibility views influence investors' use of environmental performance and assurance information? **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, 2019.

DIOUF, Dominique *et al.* Exploring factors that influence social retail investors' decisions: Evidence from Desjardins fund. **Journal of business ethics**, v. 134, n. 1, p. 45-67, 2016.

DYE, Ronald A. An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. **Journal of accounting and economics**, v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001.

FALLEIRO, Marcos Paulo da Silva. **Teoria do Prospecto e as diferenças de comportamento perante o risco entre gênero, escolaridade e idade**. 2014. 65 f. Dissertação (Mestrado em Economia do Desenvolvimento) - Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2014.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Dissecting Anomalies. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1653-1678, 2008.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. The Cross-Section of Expected Stock Returns. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 2, p. 427-465, 1992.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel. **SPSS e Stata**, v. 1, 2017.

FERREIRA, Idamar Magalhães. **Adequação do perfil do investidor e seu comportamento no mercado acionário**. 2019. Tese de Doutorado.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; ALVES, Denis Lima. Determinant factors of dividend payments in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.

FRINO, Alex; LEPONE, Grace; WRIGHT, Danika. Investor characteristics and the disposition effect. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 31, p. 1-12, 2015.

FRYDMAN, Cary; CAMERER, Colin F. The Psychology and Neuroscience of Financial Decision Making. **Trends in Cognitive Sciences**, v. 20, n 9, p. 661-675, 2016.

GALL, M. D.; BORG, W. R.; GALL, J. P. **An introduction to educational research**. 8. ed. Boston: Pearson, 2007.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 2015.

GÖDKER, Katrin; MERTINS, Lasse. CSR disclosure and investor behavior: A proposed framework and research agenda. **Behavioral Research in Accounting**, v. 30, n. 2, p. 37-53, 2018.

GOMES, Felipe Bogéa et al. **Processo de tomada de decisão do investidor individual brasileiro no mercado acionário nacional**: um estudo exploratório enfocando o efeito disposição e os vieses da ancoragem e do excesso de confiança. 2007. 124 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo: Mackenzie, 2007.

GREENACRE, Michael. **La práctica del análisis de correspondencias**. Fundacion BBVA, 2008.

GUIO, Luigi; SAPIENZA, Paola; ZINGALES, Luigi. Time varying risk aversion. **Journal of Financial Economics**, v. 128, n. 3, p. 403-421, 2018.

HAIR, Joseph F. et al. **Multivariate data analysis**. v. 6. Boston: Pearson, 2006.

HAFENSTEIN, Andrea; BASSEN, Alexander. Influences for using sustainability information in the investment decision-making of non-professional investors. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 6, n. 3, p. 186-210, 2016.

HOFFMANN, Arvid OI; POST, Thomas; PENNINGS, Joost ME. How investor perceptions drive actual trading and risk-taking behavior. **Journal of Behavioral Finance**, v. 16, n. 1, p. 94-103, 2015.

HOU, Kewei; XUE, Chen; ZHANG, Lu. Digesting Anomalies: An Investment Approach. **The Review of Financial Studies**, V. 28, N. 3, P. 650-705, 2015.

HUBER, Jürgen; PALAN, Stefan; ZEISBERGER, Stefan. Does investor risk perception drive asset prices in markets? Experimental evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 108, p. 105-635, 2019.

JOO, Bashir Ahmad; DURRI, Kokab. Comprehensive Review of Literature on Behavioural Finance. **Indian Journal of Commerce and Management Studies**, v. 6, n. 2, p. 11, 2015.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Prospect Theory: an analysis of decision under risk. In: MACLEAN, L. C.; ZIEMBA, W. T. (Eds). **Handbook of The Fundamentals of Financial Decision Making**: Part I. Singapore: World SCientific, 2013. p. 99-127.

KHEMIR, Souhir; BACCOUCHE, Chedli; AYADI, Salma Damak. The influence of ESG information on investment allocation decisions. **Journal of Applied Accounting Research**, 2019.

KIMURA, Herbert; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; KRAUTER, Elizabeth. Paradoxos Em Finanças: Teoria Moderna Versus Finanças Comportamentais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 46, n. 1, p. 41-58, 2006.

KRUGER, Silvana Dalmutt.; PRESTES, Matheus.; MAZZIONI, Sady.; Petri, Sérgio Murilo. Processo decisório sob efeito de preferências: aversão e exposição ao risco. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 15, n. 36, 2018.

KUANG, Pei; SCHRÖDER, Michael; WANG, Qingwei. Illusory profitability of technical analysis in emerging foreign exchange markets. **International Journal of Forecasting**, v. 30, n. 2, p. 192-205, 2014.

KUBILAY, Bilgehan; BAYRAKDAROGLU, Ali. An Empirical Research On Investor Biases In Financial Decision-Making, Financial Risk Tolerance And Financial Personality. **International Journal of Financial Research**, v. 7, n 2, p. 171-182, 2016.

KUMAR, Satish; GOYAL, Nisha. Evidence On Rationality And Behavioural Biases In Investment Decision Making. **Qualitative Research in Financial Markets**, v. 8, n. 4, p. 270-287, 2016.

LAI, Ming-Ming; TAN, Siow-Hooi; CHONG, Lee-Lee. The behavior of institutional and retail investors in Bursa Malaysia during the bulls and bears. **Journal of Behavioral Finance**, v. 14, n. 2, p. 104-115, 2013.

Leary, M. R. **Introduction to behavioral research methods**. 6. ed. New Jersey: Pearson Education Inc., 2012.

LEE, Boram; VELD-MERKOULOVA, Yulia. Myopic loss aversion and stock investments: An empirical study of private investors. **Journal of Banking & Finance**, v. 70, p. 235-246, 2016.

LERMAN, Alina. Individual investors' attention to accounting information: Message board discussions. **Available at SSRN 1540689**, 2017.

LIN, Huei-Wen. Elucidating rational investment decisions and behavioral biases: evidence from the taiwanese stock market. **African Journal of Business Management**, v. 5, n. 5, p. 1630-1641, 2011.

LINTNER, John. Security prices, risk, and maximal gains from diversification. **The Journal of Finance**, v. 20, n. 4, p. 587-615, 1965.

LIU, Hsiang-Hsi et al. The overconfident trading behavior of individual versus institutional. **International Review of Economics & Finance**, v. 45, n. C, p. 518-539, 2016.

LIYANARACHCHI, Gregory A.; MILNE, Markus J. Comparing the investment decisions of accounting practitioners and students: an empirical study on the adequacy of student surrogates. **Taylor & Francis Journals**, v. 29, n. 2, p. 121-135, 2005.

LÓPEZ-CABARCOS, M. Ángeles; PIÑEIRO-CHOUSA, Juan; PÉREZ-PICO, Ada María. The impact technical and non-technical investors have on the stock market: Evidence from

the sentiment extracted from social networks. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, v. 15, p. 15-20, 2017.

LUDE, Maximilian; PRÜGL, Reinhard. Risky decisions and the family firm bias: an experimental study based on prospect theory. **Entrepreneurship Theory and Practice**, P. 1042258718796078, 2019.

MILNE, Markus J.; CHAN, Christian CC. Narrative corporate social disclosures: how much of a difference do they make to investment decision-making?. **The British Accounting Review**, v. 31, n. 4, p. 439-457, 1999.

MILNE, Markus J.; PATTEN, Dennis M. Securing organizational legitimacy: An experimental decision case examining the impact of environmental disclosures. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 15, n. 3, p. 372-405, 2002.

MITTAL, Manish. Study Of Differences In Behavioral Biases In Investment Decision-Making Between The Salaried And Business Class Investors. **IUP Journal of Behavioral Finance**, v. 7, n. 4, p. 20, 2010.

MOHANRAM, Partha; SAIY, Sasan; VYAS, Dushyantkumar. Fundamental analysis of banks: the use of financial statement information to screen winners from losers. **Review of Accounting Studies**, v. 23, n. 1, p. 200-233, 2018.

MOSSIN, Jan. Equilibrium in a capital asset market. **Econometrica: Journal of The Econometric Society**, p. 768-783, 1966.

NAKAMURA, Eri. The impact of shareholders' types on corporate social responsibility: evidence from japanese firms. **Journal of Global Responsibility**, v. 4, n. 1, p. 113-130, 2013.

NORONHA, Marcio. Análise Técnica: Teorias. **Ferramentas e Estratégias**. 3. ed. Rio De Janeiro: Editec, 2003.

OEHLER, Andreas *et al.* Investors' personality influences investment decisions: Experimental evidence on extraversion and neuroticism. **Journal of Behavioral Finance**, v. 19, n. 1, p. 30-48, 2018.

OHLSON, James A.; BILINSKI, Pawel. Risk versus anomaly: a new methodology applied to accruals. **The Accounting Review**, v. 90, n. 5, p. 2057-2077, 2014.

OLIVEIRA, Rossimar Laura; KRAUTER, Elizabeth. Teoria do Prospecto: como as finanças comportamentais podem explicar a tomada de decisão. **Revista Pretexto**, v. 16, n. 3, p. 106-121, 2015.

OLIVEIRA, TMV de. Amostragem não probabilística: adequação de situações para uso e limitações de amostras por conveniência, julgamento e quotas. **Administração on line**, v. 2, n. 3, p. 01-10, 2001.

PANDELO, Domingos Rodrigues. Análise do Perfil do Investidor com Base em Análise de suas Percepções Subjetivas de Risco e Retorno. **Revista Cesumar–Ciências Humanas e Sociais Aplicadas**, v. 15, n. 1, 2010.

PASQUALI, Luiz. **Psicometria**: teoria dos testes na psicologia e na educação. São Paulo: Editora Vozes, 2003.

PESTANA, Maria Helena; GAGEIRO, João Nunes. **Análise de dados para Ciências Sociais**: a complementaridade do SPSS. Lisboa: Silabo, 2008.

PRATES, Wlademir Ribeiro; DA COSTA JR, Newton CA; SANTOS, André AP. Efeito disposição: propensão à venda de investidores individuais e institucionais. **Revista Brasileira de Economia**, v. 73, n. 1, p. 97-119, 2019.

PROSAD, Jaya M.; KAPOOR, Sujata; SENGUPTA, Jhumur. Theory of Behavioral Finance. In: **Handbook of research on behavioral finance and investment strategies**: decision making in the financial industry. IGI Global, 2015. P. 1-24.

PRZYCHODZEN, Justyna et al. ESG Issues among fund managers - Factors and motives. **Sustainability**, v. 8, n. 10, p. 1078, 2016.

QUIRIN, J. J.; BERRY, K. T.; O'BRIEN, D. A Fundamental analysis approach to oil and gas firm valuation. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 27, n. 7-8, p. 785-820, 2000.

REHAN, Raja; UMER, Imran. Behavioural biases and investor decisions. **Market Forces**, v. 12, n. 2, 2017.

RICHARDSON, Roberto J. **Pesquisa Social**: métodos e técnicas. 3. ed. rev. e. ampl. São Paulo: Atlas, 1999.

RIKHARDSSON, Pall; HOLM, Claus. The effect of environmental information on investment allocation decisions—an experimental study. **Business Strategy and the Environment**, v. 17, n. 6, p. 382-397, 2008.

RIVIÈRE-GIORDANO, Géraldine; GIORDANO-SPRING, Sophie; CHO, Charles H. Does the level of assurance statement on environmental disclosure affect investor assessment? An experimental study. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 9, n. 3, p. 336-360, 2018.

RUFINO, Maria Audenôra; MONTE, Paulo Aguiar do. Fatores que Explicam a Divulgação Voluntária das 100 Empresas com Ações Mais Negociadas na BM&FBOVESPA. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 9, n. 3, 2015.

SAID, A.A., HASSABELNABY, H. AND WIER, B. An empirical investigation of the performance consequence of non-financial measures. **Journal of Management Accounting Research**, v. 15, n. 1, p. 193-223, 2003.

SANTOS, Edicreia Andrade; MOURA, Ivanildo Viana; ALMEIDA, Lauro Brito. Students' intention to pursue a career in accounting from the perspective of the theory of planned behavior. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 12, n. 1, 2018.

SANTOS, José Glauber Cavalcante. Relevância Informacional Atribuída ao Disclosure de Gastos Ambientais. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 10, n. 1, 2018.

SCHWERT, G. W. Anomalies and market efficiency, simon school of business working paper. No. FR 02-13. 2002.

SCHWARZ, Lucas Allan Schwarz; BARBOSA, Alexandro; FREITAS, Raimundo Marciano. Fatores determinantes da divulgação voluntária web-based das companhias brasileiras de saneamento básico. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 7, n. 2, 2019

SELLTIZ, Claire; EDRICH, Harold; COOK, Stuart W. Ratings of favorableness of statements about a social group as an indicator of attitude toward the group. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 2, n. 3, p. 408, 1965.

SEO, Myeong-Gu; GOLDFARB, Brent; BARRETT, Lisa Feldman. Affect and the framing effect within individuals over time: risk taking in a dynamic investment simulation. **Academy of Management Journal**, v. 53, n. 2, p. 411-431, 2010.

SHARPE, William F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under conditions of risk. **The Journal of Finance**, V. 19, N. 3, P. 425-442, 1964.

SHEFRIN, Hersh. Behavioral Corporate Finance. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 113-126, 2001.

SILVA, Claudio Pilar; MACHADO, Márcio André. A utilização de redes neurais artificiais para previsibilidade de retornos: uma comparação com os modelos lineares CAPM E Três Fatores. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 4, p. 1-33, 2015.

SOHAIL, M.S; AL-OTAIBI, Majid F. Investor Satisfaction with Brokerage Firms: A Study Of The Stock Market In An Emerging Country. **Amity Global Business Review**, v. 12, 2017.

Solomon, J.F. and Solomon, A. Private social, ethical and environmental disclosure. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 19, n. 4, p. 564-591, 2006.

SULTANA, Sayema; ZAINAL, Dalilawati; ZULKIFLI, Norhayah. The Influence of Environmental, Social and Governance (ESG) on Investment Decisions: The Bangladesh Perspective. **Pertanika Journal of Social Science and Humanities**, v. 25, p. 155-173, 2017.

SULTANA, Sayema; ZULKIFLI, Norhayah; ZAINAL, Dalilawati. Environmental, social and governance (ESG) and investment decision in Bangladesh. **Sustainability**, v. 10, n. 6, p. 1831, 2018.

TAVARES, Adilson de Lima; SILVA, César Augusto Tibúrcio. A análise financeira fundamentalista na previsão de melhores e piores alternativas de investimento. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 1, p. 37-52, 2012.

THALER, Richard. Mental Accounting and Consumer Choice. **Marketing Science**, v. 4, n. 3, p. 199-214, 1985.

THEÓPHILO, Carlos Renato; MARTINS, Gilberto de Andrade. **Metodologia da investigação científica para Ciências Sociais Aplicadas**. São Paulo: Atlas, v. 2, n. 104-119, p. 25, 2009.

TUYON, Jasman; AHMAD, Zamri. Behavioural finance perspectives on malaysian stock market efficiency. **Borsa Istanbul Review**, v. 16, n. 1, p. 43-61, 2016.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. The framing of decisions and the psychology of choice. **Science**, v. 211, n. 4481, p. 453-458, 1981.

UTAMI, Wiwik et al. Fundamental versus technical analysis of investment: Case study of investors decision in Indonesia stock exchange. **The Journal of Internet Banking and Commerce**, p. 1-18, 2017.

VAN DER LAAN SMITH, J.; ADHICARI, A.; TONDCAR, R.H.; ANDREWS, R.L. The impact of corporate social disclosure on investment behavior: a cross national study. **Journal of Accounting Public Policy**, v. 29, n. 2, p. 177-192, 2010.

VERMA, Rahul; VERMA, Priti. Are survey forecasts of individual and institutional investor sentiments rational? **International Review of Financial Analysis**, v. 17, n. 5, p. 1139-1155, 2008.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of accounting and economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.

VIRIGINENI, Mydhili; RAO, M. Bhaskara. Contemporary developments in behavioural finance. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 7, n. 1, p. 448-459, 2017.

VON NEUMANN, John; MORGENSTERN, O. **Theory of games and economic behavior**. v. 3. Princeton: Princeton University Press, 1944.

VYVYAN, Victoria; NG, Chew; BRIMBLE, Mark. Socially responsible investing: the green attitudes and grey choices of Australian investors. **Corporate Governance: an International Review**, v. 15, n. 2, p. 370-381, 2007.

WAN, Wen. Prospect theory and investment decision behavior: a review. **International Conference on Education Technology and Social Sciences**. UK: Francis Academic Press, 2018.

WARSAME, Mohammed Hersi; IRERI, Edward Mugambi. Does the Theory of Planned Behaviour (TPB) matter in sukuk investment decisions?. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, v. 12, p. 93-100, 2016.

YUNININGSIH, Yuniningsih; WIDODO, Sugeng; WAJDI, Muh Barid Nizarudin. An analysis of decision making in the stock investment. **Economic: Journal of Economic and Islamic Law**, v. 8, n. 2, p. 122-128, 2017.

ZWAAN, Laura; BRIMBLE, Mark; STEWART, Jenny. Member Perceptions Of ESG Investing Through Superannuation. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 6, n. 1, p. 79-102, 2015.

APÊNDICES

Questionário

Prezado (a) investidor (a),

Você está sendo convidado (a) para participar, de forma voluntária, de uma pesquisa sobre o processo de tomada de decisão do investidor.

Esta pesquisa está sendo desenvolvida por Ígor Figueirêdo Leite para elaboração da dissertação de mestrado a ser defendida no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Federal da Paraíba (UFPB), sob a orientação da Professora Márcia Reis Machado.

Trata-se de uma pesquisa de âmbito acadêmico. Assim sendo, todos os dados fornecidos são confidenciais e serão tratados de forma agregada, divulgando-se os resultados da pesquisa apenas sob a forma de dados estatísticos globais, sem identificar individualmente os participantes. A qualquer momento, você poderá desistir de participar da pesquisa, sem qualquer implicação ou prejuízo a si próprio. Em caso de dúvidas quanto ao preenchimento ou esclarecimentos adicionais, favor entrar em contato com o pesquisador pelo e-mail igorfleitee@gmail.com

Agradecemos antecipadamente à sua valiosa colaboração.

** Required*

1. Deseja Participar da Pesquisa? *

Mark only one oval.

☐ Sim

☐ Não

Perfil do Respondente

2. Qual é a sua idade? *

3. Em qual Unidade da Federação você reside? *

4. Qual é o seu gênero? *

Mark only one oval.

☐ Masculino

☐ Feminino

☐ Outro

5. Qual é o seu nível de escolaridade? *

Mark only one oval.

- ☐ Ensino Médio
☐ Graduação
☐ Especialização
☐ Mestrado
☐ Doutorado
☐ Other: _____

6. Você possui algum tipo de investimento? *

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

7. Quais são os investimentos que você possui? *

Check all that apply.

- ☐ Poupança
☐ Fundos DI, CDB, LCI, LCA ou Fundos de Renda Fixa
☐ Fundos Multimercado, Cambiais e COE
☐ Fundo de Ações, Ações, Fundos Imobiliários ou Derivativos

8. Qual é seu o principal objetivo ao realizar investimentos? *

Mark only one oval.

- ☐ Preservar o valor investido
☐ Formar reserva de valor para utilização futura
☐ Diversificar fontes de remuneração
☐ Obter rentabilidade superior à proporcionada por investimentos tradicionais (poupança)

9. Por quanto tempo você pretende deixar seu dinheiro investido? *

Mark only one oval.

- ☐ Até 1 ano
☐ A partir de 1 até 2 anos
☐ Entre 3 e 5 anos
☐ Não pretendo utilizá-lo nos próximos 5 anos

10. Suponha que você tenha aplicação em ações ou em fundo de ações e as ações tivessem uma queda de 10%, o que você faria? *

Mark only one oval.

- ☐ Resgataria a totalidade desta aplicação e investiria em produto(s) de menor risco
- ☐ Trocaria parte desta aplicação por outro(s) produto(s) de menor risco
- ☐ Manteria os recursos neste produto
- ☐ Aumentaria as aplicações neste produto

11. Se você aplicasse R\$5 mil hoje, em 6 meses, quanto esperaria obter em relação ao risco assumido? *

Mark only one oval.

- ☐ Correr o mínimo de risco possível, para obter até R\$5.170
- ☐ Correr um risco médio, com a possibilidade de obter entre R\$4.900 a R\$5.300
- ☐ Correr um risco alto, com possibilidade de obter entre R\$4.650 a R\$5.500
- ☐ Correr um risco muito alto, com a possibilidade de obter entre R\$4.450 a R\$5.800

12. Você se considera um investidor: *

Mark only one oval.

- ☐ Iniciante
- ☐ Intermediário
- ☐ Avançado

13. Você se considera um investidor: *

Mark only one oval.

- ☐ Fundamentalista (baseado nos fundamentos da Empresa)
- ☐ Grafista (baseado na análise gráfica)
- ☐ Mix de análise fundamentalista com grafista

Cenário
da
Pesquisa

Nesta seção, apresentam-se informações sobre a Empresa Caso, as quais deverão ser utilizadas para responder algumas perguntas.

Para auxiliar sua análise, apresentam-se as seguintes informações: a visão geral da Empresa Caso, suas práticas de Responsabilidade Socioambiental e Governança, seu Balanço Patrimonial, sua Demonstração de Resultado e sua Demonstração dos Fluxos de Caixa.

Visão geral sobre a empresa

A companhia é uma sociedade anônima de capital aberto que tem por objeto a produção e comércio de papéis e cartões para embalagens, sacos industriais e embalagens de papelão ondulado. Além disso, a empresa também produz e comercializa celulose de fibra curta (eucalipto), celulose de fibra longa (pinus) e celulose fluff. A empresa possui mais de 15 mil colaboradores, e mais de 15 unidades espalhadas pelo Brasil e pelo Exterior.

A empresa apresentou um EBITDA ajustado, em 2018, de R\$ 4.028 milhões, o que corresponde a um aumento de 47%, em relação ao ano de 2017. Além disso, apresentou uma margem EBITDA de 40%.

O fluxo caixa livre ajustado foi de R\$ 1.932 milhões, em 2018, tendo um aumento de R\$ 1.760 milhões comparado ao ano de 2017. Este aumento é explicado, principalmente, pelo crescimento na geração de caixa operacional da empresa.

Práticas Ambientais

A companhia preocupa-se com o meio ambiente, possuindo projetos que buscam preservar a biodiversidade das florestas. Além disso, todas as operações da companhia consideram, em sua estratégia, aspectos de gestão ambiental, como água, energia e mudanças climáticas.

A companhia participa do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3, que reúne as empresas que possuem um alto grau de comprometimento com a sustentabilidade dos negócios do país. A empresa também está posicionada em terceiro lugar em uma lista global de sustentabilidade do setor, o que demonstra a solidez e transparência em suas práticas de sustentabilidade.

Resumindo, considera-se que a empresa possui alto nível de preocupação com o meio ambiente.

Práticas de Responsabilidade Social

Quanto à responsabilidade social, a companhia preocupa-se com seus colaboradores, possuindo diversas políticas que visam orientar seus colaboradores quanto a sua conduta, práticas anticorrupção, e de diversidade para seus colaboradores.

Além das informações apresentadas, a empresa possui boa classificação em sites de avaliação de empregos como Glassdor, Infojobs e Lovemondays e também possui centrais de treinamento para os colaboradores.

Logo, a partir das informações expostas, entende-se que a empresa possui alto nível de preocupação com seus colaboradores e suas respectivas atividades.

Governança

A companhia participa do Nível 2 de Governança Corporativa da B3, segmento que lista ações de empresas que adotam práticas diferenciadas de governança.

A empresa é auditada por uma Big Four, possui conselho de administração com membros independentes, possui conselho fiscal, seu site disponibiliza informações de fácil acesso e uma plataforma voltada para estudantes.

Ressalta-se ainda que a empresa, nos últimos três anos, teve todos os pareceres sem ressalva. Sendo assim, considera-se que possui boa governança.

Balanço Patrimonial da Empresa Caso

Balanço Patrimonial da Empresa Caso					
Em Reais Mil					
Nome da Conta	31/12/2018	31/12/2017	Nome da Conta	31/12/2018	31/12/2017
Ativo Total	29.633.743	30.549.541	Passivo Total	29.633.743	30.549.541
Ativo Circulante	10.861.934	11.803.589	Passivo Circulante	3.708.316	3.747.333
Caixa e Equivalentes de Caixa	5.733.854	7.028.422	Fornecedores	903.752	713.612
Outros Ativos Circulantes	5.128.080	4.775.167	Empréstimo e Financiamentos	1.975.465	2.469.900
Ativo Não Circulante	18.771.809	18.745.952	Outros Passivos Circulantes	829.099	563.821
Ativo Realizável a Longo Prazo	6.250.857	5.863.062	Passivo Não Circulante	19.392.197	19.568.057
Investimentos	173.259	173.446	Empréstimo e Financiamentos	17.470.207	17.079.511
Imobilizado	12.262.472	12.619.495	Outros Passivos Não Circulantes	1.921.990	2.488.546
Intangível	85.221	89.949	Patrimônio Líquido Consolidado	6.533.230	7.234.151

Demonstração do Resultado da Empresa Caso

Demonstração do Resultado da Empresa Caso		
Em Reais Mil		
Nome da Conta	31/12/2018	31/12/2017
Receita de Vendas de Bens e/ou Serviços	10.016.461	8.373.378
Custos de Vendas de Bens e/ou Serviços Vendidos	-5.714.039	-5.637.831
Resultado Bruto	4.302.422	2.735.547
Despesa/Receitas Operacionais	-1.318.817	-1.183.495
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	2.983.605	1.552.052
Resultado Financeiro	-3.052.186	-713.384
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	-68.581	838.668
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	255.399	-306.499
Corrente	-322.236	-299.948
Diferido	577.635	-6.551
Lucro Consolidado do Período	186.818	532.169

Demonstração dos Fluxos de Caixa da Empresa Caso

Demonstração dos Fluxos de Caixa da Empresa Caso		
Em Reais Mil		
Nome da Conta	31/12/2018	31/12/2017
Caixa Líquido Atividades Operacionais	2.786.976	1.792.978
Caixa Gerado nas Operações	2.800.229	2.049.877
Caixa Líquido Atividades de Investimento	-1.049.222	-838.817
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	-3.032.322	201.541
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes	-1.294.568	1.155.702
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	7.028.422	5.872.720
Saldo Final de Caixa e Equivalentes	5.733.854	7.028.422

A partir dos dados apresentados, considere que um colega seu pede-lhe conselho sobre investir ou não na Empresa Caso. Seu colega quer aumentar a quantidade de ativos e possui exatos R\$ 10.000,00 para alocar em um novo investimento. Considerando as informações já apresentadas e as orientações seguintes, responda as perguntas que seguem.

14. Seu amigo tem um perfil muito parecido com o seu e confia totalmente na sua análise. Por isso, gostaria de saber de sua opinião quanto a Empresa Caso. *

Mark only one oval.

- ☐ Vale a pena investir os R\$ 10.000,00, ou parte, na Empresa Caso
- ☐ É preferível aplicar os R\$ 10.000,00 em outro investimento

15. Caso você considere que a empresa Caso é um bom investimento, indique qual seria o valor a ser investido. Ressalta-se que o valor a ser investido pode variar de R\$ 0,00 a R\$10.000,00, conforme exposto anteriormente. *

16. Você formulou sua opinião baseada em uma visão de : *

Mark only one oval.

- ☐ Longo Prazo
☐ Curto Prazo

17. Qual é sua percepção de risco quanto à realização do investimento nessa empresa? *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Pouco Arriscado	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Muito Arriscado

Avaliação
Pós-
decisão

Agora que você terminou a análise da empresa, gostaríamos de saber algumas informações que influenciaram sua decisão. Utilize a escala de 1 a 10, onde quanto mais próximo de 10 mais importante e quanto mais próximo de 1 menos importante.

18. Fluxo de caixa é um fator determinante para tomada de decisão? *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação muito importante

19. Questões Ambientais são fatores determinantes para sua tomada de decisão?
 Entenda-se as questões ambientais como a preocupação da empresa com o risco de alterações climáticas/aquecimento global, gestão adequada dos resíduos nocivos do processo de produção, e outros assuntos relacionados aos aspectos ambientais da empresa. *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação muito importante

20. Rentabilidade é um fator determinante para sua tomada de decisão? *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação muito importante

21. Questões Sociais são fatores determinantes para sua tomada de decisão?
Entenda-se as questões sociais como a preocupação da empresa com a saúde e segurança no trabalho dos colaboradores, a manutenção de boas relações com o governo e com a comunidade local, a preocupação com pressões da sociedade civil, transparência das práticas sociais, e outros assuntos relacionado aos aspectos sociais que envolvam empresa. *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação muito importante

22. Lucratividade é um fator determinante para sua tomada de decisão? *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação muito útil

23. Questões sobre Governança são fatores determinantes para sua tomada de decisão? Entenda-se as questões sobre Governança como a preocupação da companhia em garantir a igualdade de direitos e privilégios dos acionistas, independência dos auditores e nível de governança na B3, e outros assuntos relacionados à governança da empresa. *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação muito importante

24. Endividamento é um fator determinante para sua tomada de decisão?

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação pouco importante

25. Caso tenha interesse em receber o resultado da pesquisa, deixe seu e-mail abaixo.

Questionário

Prezado (a) investidor (a),

Você está sendo convidado (a) para participar, de forma voluntária, de uma pesquisa sobre o processo de tomada de decisão do investidor.

Esta pesquisa está sendo desenvolvida por Ígor Figueirêdo Leite para elaboração da dissertação de mestrado a ser defendida no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Federal da Paraíba (UFPB), sob a orientação da Professora Márcia Reis Machado.

Trata-se de uma pesquisa de âmbito acadêmico. Assim sendo, todos os dados fornecidos são confidenciais e serão tratados de forma agregada, divulgando-se os resultados da pesquisa apenas sob a forma de dados estatísticos globais, sem identificar individualmente os participantes. A qualquer momento, você poderá desistir de participar da pesquisa, sem qualquer implicação ou prejuízo a si próprio. Em caso de dúvidas quanto ao preenchimento ou esclarecimentos adicionais, favor entrar em contato com o pesquisador pelo e-mail igorfleitee@gmail.com

Agradecemos antecipadamente à sua valiosa colaboração.

** Required*

1. Deseja Participar da Pesquisa? *

Mark only one oval.

☐ Sim

☐ Não

Perfil do Respondente

2. Qual é a sua idade? *

3. Em qual Unidade da Federação você reside? *

4. Qual é o seu gênero? *

Mark only one oval.

☐ Masculino

☐ Feminino

☐ Outro

5. Qual é o seu nível de escolaridade? *

Mark only one oval.

- ☐ Ensino Médio
☐ Graduação
☐ Especialização
☐ Mestrado
☐ Doutorado
☐ Other: _____

6. Você possui algum tipo de investimento? *

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

7. Quais são os investimentos que você possui? *

Check all that apply.

- ☐ Poupança
☐ Fundos DI, CDB, LCI, LCA ou Fundos de Renda Fixa
☐ Fundos Multimercado, Cambiais e COE
☐ Fundo de Ações, Ações, Fundos Imobiliários ou Derivativos

8. Qual é seu o principal objetivo ao realizar investimentos? *

Mark only one oval.

- ☐ Preservar o valor investido
☐ Formar reserva de valor para utilização futura
☐ Diversificar fontes de remuneração
☐ Obter rentabilidade superior à proporcionada por investimentos tradicionais (poupança)

9. Por quanto tempo você pretende deixar seu dinheiro investido? *

Mark only one oval.

- ☐ Até 1 ano
☐ A partir de 1 até 2 anos
☐ Entre 3 e 5 anos
☐ Não pretendo utilizá-lo nos próximos 5 anos

10. Suponha que você tenha aplicação em ações ou em fundo de ações e as ações tivessem uma queda de 10%, o que você faria? *

Mark only one oval.

- ☐ Resgataria a totalidade desta aplicação e investiria em produto(s) de menor risco
- ☐ Trocaria parte desta aplicação por outro(s) produto(s) de menor risco
- ☐ Manteria os recursos neste produto
- ☐ Aumentaria as aplicações neste produto

11. Se você aplicasse R\$5 mil hoje, em 6 meses, quanto esperaria obter em relação ao risco assumido? *

Mark only one oval.

- ☐ Correr o mínimo de risco possível, para obter até R\$5.170
- ☐ Correr um risco médio, com a possibilidade de obter entre R\$4.900 a R\$5.300
- ☐ Correr um risco alto, com possibilidade de obter entre R\$4.650 a R\$5.500
- ☐ Correr um risco muito alto, com a possibilidade de obter entre R\$4.450 a R\$5.800

12. Você se considera um investidor: *

Mark only one oval.

- ☐ Iniciante
- ☐ Intermediário
- ☐ Avançado

13. Você se considera um investidor: *

Mark only one oval.

- ☐ Fundamentalista (baseado nos fundamentos da Empresa)
- ☐ Grafista (baseado na análise gráfica)
- ☐ Mix de análise fundamentalista com grafista

Cenário
da
Pesquisa

Nesta seção, apresentam-se informações sobre a Empresa Caso, as quais deverão ser utilizadas para responder algumas perguntas.

Para auxiliar sua análise, apresentam-se as seguintes informações: a visão geral da Empresa Caso, suas práticas de Responsabilidade Socioambiental e Governança, seu Balanço Patrimonial, sua Demonstração de Resultado e sua Demonstração dos Fluxos de Caixa.

Visão geral sobre a empresa

A companhia é uma sociedade anônima de capital aberto que tem por objeto a produção e comércio de papéis e cartões para embalagens, sacos industriais e embalagens de papelão ondulado. Além disso, a empresa também produz e comercializa celulose de fibra curta (eucalipto), celulose de fibra longa (pinus) e celulose fluff. A empresa possui mais de 15 mil colaboradores, e mais de 15 unidades espalhadas pelo Brasil e pelo Exterior.

A empresa apresentou um EBITDA ajustado, em 2018, de R\$ 4.028 milhões, o que corresponde a um aumento de 47%, em relação ao ano de 2017. Além disso, apresentou uma margem EBITDA de 40%.

O fluxo caixa livre ajustado foi de R\$ 1.932 milhões, em 2018, tendo um aumento de R\$ 1.760 milhões comparado ao ano de 2017. Este aumento é explicado, principalmente, pelo crescimento na geração de caixa operacional da empresa.

Balanco Patrimonial da Empresa Caso

Balanco Patrimonial da Empresa Caso					
Em Reais Mil					
Nome da Conta	31/12/2018	31/12/2017	Nome da Conta	31/12/2018	31/12/2017
Ativo Total	29.633.743	30.549.541	Passivo Total	29.633.743	30.549.541
Ativo Circulante	10.861.934	11.803.589	Passivo Circulante	3.708.316	3.747.333
Caixa e Equivalentes de Caixa	5.733.854	7.028.422	Fornecedores	903.752	713.612
Outros Ativos Circulantes	5.128.080	4.775.167	Empréstimo e Financiamentos	1.975.465	2.469.900
Ativo Não Circulante	18.771.809	18.745.952	Outros Passivos Circulantes	829.099	563.821
Ativo Realizável a Longo Prazo	6.250.857	5.863.062	Passivo Não Circulante	19.392.197	19.568.057
Investimentos	173.259	173.446	Empréstimo e Financiamentos	17.470.207	17.079.511
Imobilizado	12.262.472	12.619.495	Outros Passivos Não Circulantes	1.921.990	2.488.546
Intangível	85.221	89.949	Patrimônio Líquido Consolidado	6.533.230	7.234.151

Demonstração do Resultado da Empresa Caso

Demonstração do Resultado da Empresa Caso		
Em Reais Mil		
Nome da Conta	31/12/2018	31/12/2017
Receita de Vendas de Bens e/ou Serviços	10.016.461	8.373.378
Custos de Vendas de Bens e/ou Serviços Vendidos	-5.714.039	-5.637.831
Resultado Bruto	4.302.422	2.735.547
Despesa/Receitas Operacionais	-1.318.817	-1.183.495
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	2.983.605	1.552.052
Resultado Financeiro	-3.052.186	-713.384
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	-68.581	838.668
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	255.399	-306.499
Corrente	-322.236	-299.948
Diferido	577.635	-6.551
Lucro Consolidado do Período	186.818	532.169

Demonstração dos Fluxos de Caixa da Empresa Caso

Demonstração dos Fluxos de Caixa da Empresa Caso		
Em Reais Mil		
Nome da Conta	31/12/2018	31/12/2017
Caixa Líquido Atividades Operacionais	2.786.976	1.792.978
Caixa Gerado nas Operações	2.800.229	2.049.877
Caixa Líquido Atividades de Investimento	-1.049.222	-838.817
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	-3.032.322	201.541
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes	-1.294.568	1.155.702
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	7.028.422	5.872.720
Saldo Final de Caixa e Equivalentes	5.733.854	7.028.422

A partir dos dados apresentados, considere que um colega seu pede-lhe conselho sobre investir ou não na Empresa Caso. Seu colega quer aumentar a quantidade de ativos e possui exatos R\$ 10.000,00 para alocar em um novo investimento. Considerando as informações já apresentadas e as orientações seguintes, responda as perguntas que seguem.

14. Seu amigo tem um perfil muito parecido com o seu e confia totalmente na sua análise. Por isso, gostaria de saber de sua opinião quanto a Empresa Caso. *

Mark only one oval.

- ☐ Vale a pena investir os R\$ 10.000,00, ou parte, na Empresa Caso
- ☐ É preferível aplicar os R\$ 10.000,00 em outro investimento

15. Caso você considere que a empresa Caso é um bom investimento, indique qual seria o valor a ser investido. Ressalta-se que o valor a ser investido pode variar de R\$ 0,00 a R\$10.000,00, conforme exposto anteriormente. *

16. Você formulou sua opinião baseada em uma visão de : *

Mark only one oval.

- ☐ Longo Prazo
- ☐ Curto Prazo

17. Qual é sua percepção de risco quanto à realização do investimento nessa empresa? *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Pouco Arriscado	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Muito Arriscado

**Avaliação
Pós-
decisão**

Agora que você terminou a análise da empresa, gostaríamos de saber algumas informações que influenciaram sua decisão. Utilize a escala de 1 a 10, onde quanto mais próximo de 10 mais importante e quanto mais próximo de 1 menos importante.

18. Fluxo de caixa é um fator determinante para tomada de decisão? *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação muito importante

19. Questões Ambientais são fatores determinantes para sua tomada de decisão?

Entenda-se as questões ambientais como a preocupação da empresa com o risco de alterações climáticas/aquecimento global, gestão adequada dos resíduos nocivos do processo de produção, e outros assuntos relacionados aos aspectos ambientais da empresa. *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação muito importante

20. Rentabilidade é um fator determinante para sua tomada de decisão? *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação muito importante

21. Questões Sociais são fatores determinantes para sua tomada de decisão?
Entenda-se as questões sociais como a preocupação da empresa com a saúde e segurança no trabalho dos colaboradores, a manutenção de boas relações com o governo e com a comunidade local, a preocupação com pressões da sociedade civil, transparência das práticas sociais, e outros assuntos relacionado aos aspectos sociais que envolvam empresa. *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação muito importante

22. Lucratividade é um fator determinante para sua tomada de decisão? *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação muito útil

23. Questões sobre Governança são fatores determinantes para sua tomada de decisão? Entenda-se as questões sobre Governança como a preocupação da companhia em garantir a igualdade de direitos e privilégios dos acionistas, independência dos auditores e nível de governança na B3, e outros assuntos relacionados à governança da empresa. *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação muito importante

24. Endividamento é um fator determinante para sua tomada de decisão?

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Informação pouco importante	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	Informação pouco importante

25. Caso tenha interesse em receber o resultado da pesquisa, deixe seu e-mail abaixo.