



UFPB

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA

CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

DOUTORADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

LINEKER COSTA PASSOS

**SENTIMENTO DO INVESTIDOR, PREÇOS DE ATIVOS E INFORMAÇÃO
CONTÁBIL**

JOÃO PESSOA

2023

ATA DE DEFESA DE TESE DE DOUTORADO

DEFESA DE TESE Nº 30

Ata de Sessão Pública de Defesa de Tese de Doutorado do aluno Lineker Costa Passos, do Curso de Doutorado do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

Linha de Pesquisa: Informação Contábil para Usuários Externos

Aos treze dias do mês de fevereiro do ano de dois mil e vinte e três, às quatorze horas, reuniu-se, na Sala Virtual Google Meet, por meio do link: <https://meet.google.com/ixq-uisv-fwt>, a Banca Examinadora, composta pelos professores doutores: **Márcio André Veras Machado (Presidente da Banca Examinadora – PPGCC/UFPB)**, **Cássio da Nóbrega Besarria (Membro Externo – UFPB)**, **Isabel Maria Estima Costa Lourenço (Membro Externo – ISCTE)**, **Lucas Ayres Barreira de Campos Barros (Membro Externo – USP)** e **Marcelo Álvaro da Silva Macedo (Membro Externo - UFRJ)**, para julgar a tese intitulada: “**Sentimento do Investidor, Preços de Ativos e Informação Contábil**”, de autoria do aluno Lineker Costa Passos, orientado pelo Prof. Dr. Márcio André Veras Machado. Dando início aos trabalhos, o Presidente da Banca Examinadora, explicou aos presentes a finalidade da sessão pública, e passou a palavra ao doutorando para que fizesse a apresentação de sua tese. Após a apresentação do trabalho, a banca examinadora fez arguições ao discente, que as respondeu. Em seguida, o presidente da banca examinadora, acatou as observações e a Banca Examinadora se reuniu reservadamente, para que fosse feito o julgamento do trabalho, e após decisão então atribuiu ao aluno o conceito:

Aprovado

Insuficiente

Reprovado

Comentários da Banca Examinadora

Vide sugestões da banca.

Proclamados os resultados, o Presidente da Banca Examinadora encerrou os trabalhos referentes à Defesa de Tese do discente. João Pessoa, 13 de fevereiro de 2023.

MARCIO ANDRE VERAS
MACHADO:76215482315

Assinado de forma digital por MARCIO ANDRE VERAS MACHADO:76215482315
Dados: 2023.02.14 13:44:50 -03'00'

Prof. Dr. Márcio André Veras Machado
Presidente da Banca Examinadora – PPGCC/UFPB

Prof. Dr. Cássio da Nóbrega Besarria
Membro Externo – UFPB

MARCIO ANDRE VERAS
MACHADO:76215482315

Assinado de forma digital por MARCIO ANDRE VERAS MACHADO:76215482315
Dados: 2023.02.14 13:45:08 -03'00'

p/

Prof^ª. Dra. Isabel Maria Estima Costa Lourenço
Membro Externo – ISCTE

MARCIO ANDRE VERAS
MACHADO:76215482315

Assinado de forma digital por MARCIO ANDRE VERAS MACHADO:76215482315
Dados: 2023.02.14 13:45:23 -03'00'

p/


Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros
Membro Externo - USP

MARCIO ANDRE VERAS
MACHADO:76215482315

Assinado de forma digital por MARCIO ANDRE VERAS MACHADO:76215482315
Dados: 2023.02.14 13:45:40 -03'00'

p/

Prof. Dr. Marcelo Álvaro da Silva Macedo
Membro Externo- UFRJ

Documento assinado digitalmente
 LINEKER COSTA PASSOS
Data: 14/02/2023 11:18:49-0300
Verifique em <https://verificador.iti.br>

Lineker Costa Passos
Discente

Emitido em 13/02/2023

ATA N° 30/2023 - PPGCC (11.00.52.03)
(N° do Documento: 30)

(N° do Protocolo: NÃO PROTOCOLADO)

(Assinado digitalmente em 14/02/2023 14:17)
CASSIO DA NOBREGA BESARRIA
PRO-REITOR(A)
1848107

Para verificar a autenticidade deste documento entre em <https://sipac.ufpb.br/documentos/> informando seu número:
30, ano: **2023**, documento (espécie): **ATA**, data de emissão: **14/02/2023** e o código de verificação: **c940ad7725**

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

P289s Passos, Lineker Costa.

Sentimento do investidor, preços de ativos e
informação contábil / Lineker Costa Passos. - João
Pessoa, 2023.

160 f. : il.

Orientação: Marcio André Veras Machado.
Tese (Doutorado) - UFPB/CCSA.

1. Contabilidade. 2. Sentimento do investidor. 3.
Informação contábil. I. Machado, Marcio André Veras.
II. Título.

UFPB/BC

CDU 657(043)

LINEKER COSTA PASSOS

SENTIMENTO DO INVESTIDOR, PREÇOS DE ATIVOS E INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial à obtenção do título de doutor em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Informação Contábil.

Linha de pesquisa: Informação contábil para usuários externos.

Aprovada em: 13/02/2023

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Marcio André Veras
Machado (Orientador)
Universidade Federal da Paraíba (UFPB)

Prof. Dr. Cássio da Nóbrega Besarria
Universidade Federal da Paraíba (UFPB)

Isabel Maria Estima da Costa Lourenço
Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE)

Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos
Barros
Universidade de São Paulo (USP)

Prof. Dr. Marcelo Álvaro da Silva Macedo
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

AGRADECIMENTOS

Antes de tudo, agradeço a Deus, pois, sem Ele, nada seria possível.

À minha esposa, Cleane Moreira, e meu filho, Oliver Passos, pela presença em cada dia desta jornada e pelo amor incondicional de vocês. Vocês são a minha motivação.

Aos meus pais, Glicia Queiroz e Francisco Passos, fontes de apoio, incentivo e amparo familiar necessário sempre. Estendo essas palavras de agradecimento, ainda, à minha avó, Maria Auxiliadora Queiroz, em especial, por seu amor incondicional e por sempre acreditar na realização deste sonho. Também agradeço às minhas tias Glisbênia Queiroz e Jordânia Queiroz, por seu amor e amparo ao nosso pequeno Oliver durante esta jornada.

Aos meus irmãos, Pedro e Victor, e à minha irmã Glenda, pelo companheirismo e pelo apoio. Agradeço, ainda, a todos os demais entes da minha família, pelo apoio incondicional em todas as etapas de minha vida até aqui.

Ao meu orientador, prof. Márcio Machado, pelos ensinamentos e comprometimento no decorrer dessa jornada, bem como por me oportunizar crescimento pessoal, profissional e acadêmico. Ademais, sua dedicação e busca pela pesquisa com critérios de qualidade e relevância me inspiram a buscar constantemente melhorias para as pesquisas que tenho desenvolvido. Sem dúvidas, não tenho palavras suficientes para traduzir o quanto sou grato pela parceria e amizade.

Aos membros da banca, pelas relevantes contribuições necessárias ao aprimoramento desta pesquisa.

A todos os professores e servidores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFPB, pelas contribuições para a minha formação, pelo incentivo e pela dedicação.

Ao Grupo de Pesquisa de Finanças e Contabilidade – GFIC/UFPB e todos os seus integrantes pelo suporte necessário ao desenvolvimento desta pesquisa, em especial, à Polyandra Zampiere, pela parceria no desenvolvimento dos trabalhos no grupo e pelas contribuições ao longo desta jornada.

Aos amigos, Leandro Wickboldt e Kleber Miranda, cujas contribuições vão além do escopo desta tese.

Aos companheiros de doutorado do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFPB, pelo convívio e pelos conhecimentos compartilhados durante o curso; em especial, os da Turma 2019, em ordem alfabética: Amarando Dantas, Leandro Saraiva e Lívia Morais.

Aos colegas de trabalho do Instituto Federal do Piauí, pelo apoio e suporte na concretização desse objetivo, os quais possibilitaram-me cursar o doutorado afastado das atividades

em tempo necessário para conclusão das atividades.

A todos os desenvolvedores da linguagem R[®], os quais muito facilitaram e permitiram maior agilidade no desenvolvimento e conclusão desta jornada. Também registro agradecimentos à Daniel Amaral, responsável pelo desenvolvimento e disponibilização do template ufcdown (disponível na plataforma github no link <https://github.com/damarals/ufcdown>), o qual permitiu o desenvolvimento da tese no formato LaTeX. Estende-se os agradecimentos à equipe de professores e técnicos da Universidade Federal do Ceará responsáveis pelo desenvolvimento do UFC Template Latex na plataforma Overleaf (link para acesso: <https://www.overleaf.com/read/csmhqmchyzzz>), os quais servem de base para o template ufcdown.

Por fim, agradeço a todos os amigos e colegas, não citados aqui, mas que contribuíram de algum modo para conclusão desta pesquisa, uma vez que a tese também é fruto da interação com todas essas pessoas. É válido dizer: sozinho, nada teria feito!

RESUMO

Esta tese teve como objetivo examinar se a adoção do padrão IFRS modera a relação entre o sentimento do investidor (local e global) e os preços de ativos em mercados emergentes no período 2004-2018, sob os argumentos de duas possíveis vias para mercados emergentes seguindo adoção do padrão IFRS: (i) atenuação dos efeitos do sentimento local nos preços de ativos, considerando-se a melhora da qualidade da informação contábil no nível firma oriunda da adoção do padrão; (ii) aumento da propagação dos efeitos do sentimento global nos preços de ativos, considerando-se que o sentimento de outros mercados pode ter se propagado para mercados emergentes como reflexo do aumento de fluxo de capital estrangeiro e maior integração entre mercados provenientes da adoção do padrão IFRS. Foram considerados três aspectos da precificação dos ativos, os quais se refletiram em três agendas de pesquisa: retornos subsequentes de ativos, a medida de valuation índice P/E e o *value relevance* da informação contábil. O sentimento do investidor foi mensurado, utilizando-se a série do sentimento do investidor norte americano de Baker e Wurgler (2006) como *proxy* para o sentimento global, ao passo que o sentimento local foi estimado para cada país da amostra por meio da abordagem de Baker *et al.* (2012), utilizando-se *dummy* para indicar alto sentimento nessas medidas, quando foram positivas no período. A adoção do padrão IFRS foi mensurada por *dummy* para indicar período pré e pós-IFRS, considerando-se o evento adoção obrigatória pelos países da amostra (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru) e direcionando-se os testes segundo abordagem *Diff-in-Diff* (DiD) e com amostra total. Considerando-se a primeira agenda de pesquisa, os resultados demonstraram que, no nível agregado, os retornos subsequentes de mercado são menores em alto sentimento global e seguindo adoção do padrão IFRS, sinalizando maior propagação dos efeitos do sentimento global nos retornos subsequentes. Da mesma forma, no nível firma, os retornos subsequentes de carteiras de firmas são maiores em alto sentimento local seguindo adoção do padrão IFRS, inclusive tal efeito atenuando o impacto negativo em período pré-IFRS, não se podendo rejeitar as hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global nos retornos subsequentes de ativos no nível agregado de mercado e de que a adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local nos retornos subsequentes de ativos no nível firma. Em relação à segunda agenda, as evidências, no nível agregado, não apontaram na direção de que a adoção do padrão IFRS aumentou a propagação dos efeitos adversos do sentimento global no índice P/E, bem como, no nível firma, também não apontaram indícios na direção de efeito atenuador da adoção do padrão IFRS nos efeitos negativos do sentimento local no índice

P/E, rejeitando-se, portanto as hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no índice *P/E* no nível agregado de mercado e de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no índice *P/E* no nível firma. Quanto à terceira agenda, os achados, no nível agregado, não apontaram na direção de aumento da propagação dos efeitos adversos do alto sentimento global no *value relevance* da informação contábil seguindo adoção do padrão IFRS pelos países da amostra. De forma semelhante, no nível firma, os achados apontaram poucos indícios na direção de efeito atenuador da adoção do padrão IFRS nos efeitos negativos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil, rejeitando-se, portanto, as hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no *value relevance* da informação contábil no nível agregado de mercado e de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil no nível firma. Testes adicionais constataram que esses resultados, no geral, são robustos a diferentes horizontes temporais de retornos subsequentes, medidas alternativas para sentimento local e global e diferentes medidas para índice *P/E* e *value relevance*, o que sugere não se rejeitar a tese de que a adoção do padrão IFRS, por mercados emergentes, representa mecanismo capaz tanto de atenuar os efeitos do sentimento local quanto de aumentar a propagação dos efeitos do sentimento global nos preços de ativos, ressaltando-se que o suporte para Tese apenas constatado de forma mais conclusiva em torno da interação dos componentes do sentimento do investidor (global e local) e o retorno subsequente de ativos, o que sugere mais estudos em torno dos eventos examinados nesta Tese.

Palavras-chave: Precificação de ativos; Sentimento do investidor; Informação contábil; Contá-gio.

ABSTRACT

This thesis aimed to examine whether IFRS adoption moderates the relationship between investor sentiment (local and global) and asset prices in emerging markets over the period 2004-2018, under the arguments of two possible ways for emerging markets following IFRS adoption: (i) attenuation of the effects of local sentiment on asset prices, considering the improved quality of accounting information at the firm level arising from the adoption of the standard; (ii) increased propagation of the effects of global sentiment on asset prices, considering that sentiment from other markets may have propagated to emerging markets as a reflection of increased foreign capital flows and higher integration between markets arising from the IFRS adoption. Three aspects of asset pricing were considered, which were reflected in three research agendas: subsequent asset returns, the valuation measure P/E ratio, and the value relevance of accounting information. Investor sentiment was measured using Baker e Wurgler (2006) North American investor sentiment series as a proxy for global sentiment, while local sentiment was estimated for each country in the sample using Baker *et al.* (2012) approach, using a dummy to indicate high sentiment on these measures when they were positive over the period. The IFRS adoption was measured by dummy to indicate the pre- and post-IFRS period, considering the mandatory adoption event by the sample countries (Argentina, Brazil, Chile, Mexico, and Peru) and directing the tests according to the Diff-in-Diff (DiD) approach and with total sample. Considering the first research agenda, the results showed that, at the aggregate level, subsequent market returns are lower following IFRS adoption, signaling higher propagation of the global sentiment effects on subsequent returns. Similarly, at the firm level, subsequent returns of firm portfolios are higher following IFRS adoption, including such effect attenuating the negative impact in the pre-IFRS period, and the hypotheses that the adoption of IFRS standards increases the propagation of the effects of global sentiment on subsequent asset returns at the aggregate market level and that the adoption of IFRS standards attenuates the effects of local sentiment on subsequent asset returns at the firm level cannot be rejected. Regarding the second agenda, the evidence, at the aggregate level, did not indicate in the direction that the IFRS adoption increased the propagation of the adverse effects of global sentiment on the P/E ratio, as well as, at the firm level, also did not indicate evidence in the direction of attenuating effect of IFRS adoption on the negative effects of local sentiment on the P/E ratio, thus rejecting the hypotheses that the adoption of IFRS standards increases the propagation of the effects of global sentiment on the P/E ratio at the aggregate market level and that the adoption of IFRS standards attenuates the effects of

local sentiment on the P/E ratio at the firm level. Concerning the third agenda, the findings, at the aggregate level, did not indicate the direction of increasing the propagation of the adverse effects of high global sentiment on the value relevance of accounting information following IFRS adoption by the sample countries. Similarly, at the firm level, the findings pointed to little evidence in the direction of a mitigating effect of IFRS adoption on the negative effects of local sentiment on the value relevance of accounting information, thus rejecting the hypotheses that the adoption of IFRS standards increases the propagation of the effects of global sentiment on the value relevance of accounting information at the aggregate market level and that the adoption of IFRS standards attenuates the effects of local sentiment on the value relevance of accounting information at the firm level. Additional tests found that these results, overall, are robust to different time horizons of subsequent returns, alternative measures for local and global sentiment, and different measures for P/E ratio and value relevance, suggesting that the thesis that the adoption of IFRS by emerging markets represents a mechanism that can both mitigate the effects of local sentiment and increase the propagation of the effects of global sentiment in asset prices is not rejected, emphasizing that support for the thesis was only conclusively observed in the interaction between investor sentiment components (global and local) and subsequent asset returns, suggesting that further studies are needed on the events examined in this thesis.

Keywords: Asset pricing; Investor sentiment; Accounting information; Contagion.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Desenho da tese	25
Figura 2 – Sentimento global e sentimento local em países da América Latina, janeiro de 2004 até dezembro de 2018.	71
Figura 3 – Retorno médio das carteiras em alto sentimento global, julho de 2004 até dezembro de 2011.	75
Figura 4 – Retorno médio das carteiras em alto sentimento local, julho de 2004 até dezembro de 2011.	76
Figura 5 – Índice P/E em alto sentimento global e em alto sentimento local, 2004-2011.	87
Figura 6 – VR em alto sentimento global e em alto sentimento local, 2007-2011.	96
Figura 7 – Sentimento global e sentimento local em países da América Latina, janeiro de 2004 até dezembro de 2018.	161

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Sentimento total do investidor, jan/2004 – dez/2019	69
Tabela 2 – Correlação entre sentimentos global, total e local	70
Tabela 3 – Descrição das variáveis dependentes e de controle nos testes de H_1 e H_2	73
Tabela 4 – Correlações entre variáveis nos testes de H_1 e H_2	74
Tabela 5 – Alto sentimento global e local, retorno de mercado e adoção IFRS	78
Tabela 6 – Alto sentimento global e local, retorno de carteiras de firmas sensíveis ao sentimento e adoção IFRS	81
Tabela 7 – Descrição das variáveis dependentes e de controle nos testes de H_3 no nível agregado	84
Tabela 8 – Descrição das variáveis dependentes e de controle nos testes de H_4 no nível firma	85
Tabela 9 – Correlações entre variáveis nos testes de H_3 e H_4	86
Tabela 10 – Alto sentimento global e local, <i>price-earnings</i> agregado e adoção do padrão IFRS	88
Tabela 11 – Alto sentimento global e local, <i>price-earnings</i> firma e adoção do padrão IFRS	90
Tabela 12 – Descrição das variáveis para testes de <i>value relevance</i> combinada	94
Tabela 13 – Descrição das variáveis para testes de <i>value relevance</i> de LPA e VPA separadamente	95
Tabela 14 – Alto sentimento global e local, <i>value relevance</i> agregado e adoção do padrão IFRS	98
Tabela 15 – Alto sentimento global e local, <i>value relevance</i> no nível firma e adoção do padrão IFRS	100
Tabela 16 – Alto sentimento global e local, <i>value relevance</i> dos componentes da informação contábil e adoção do padrão IFRS segundo eventos trimestrais	102
Tabela 17 – Alto sentimento global e local, <i>value relevance</i> dos componentes da informação contábil e adoção do padrão IFRS segundo eventos anuais	105
Tabela 18 – Alto sentimento global e local, retorno de mercado e adoção IFRS segundo diferentes horizontes temporais do retorno de mercado	108
Tabela 19 – Alto sentimento global e local, retorno de $t + 1$ até $t + 3$ de carteiras de firmas sensíveis ao sentimento e adoção do padrão IFRS	109

Tabela 20 – Alto sentimento global e local, retorno de $t + 1$ até $t + 6$ de carteiras de firmas sensíveis ao sentimento e adoção do padrão IFRS	111
Tabela 21 – Alto sentimento global e local, <i>price-earnings</i> agregado (mensuração alternativa) e adoção do padrão IFRS	113
Tabela 22 – Alto sentimento global e local, <i>price-earnings</i> firma (mensuração alternativa) e adoção do padrão IFRS	115
Tabela 23 – Alto sentimento global e local, <i>value relevance</i> agregado (mensuração alternativa) e adoção do padrão IFRS	117
Tabela 24 – Alto sentimento global e local, <i>value relevance</i> no nível firma (mensuração alternativa) e adoção do padrão IFRS	118
Tabela 25 – Alto sentimento global e local (medidas alternativas), retorno de mercado e adoção do padrão IFRS	120
Tabela 26 – Alto sentimento global e local (medidas alternativas), retorno de carteiras de firmas sensíveis ao sentimento e adoção do padrão IFRS	122
Tabela 27 – Alto sentimento global e local (medidas alternativas), <i>price-earnings</i> agregado e adoção do padrão IFRS	124
Tabela 28 – Alto sentimento global e local (medidas alternativas), <i>price-earnings</i> firma e adoção do padrão IFRS	125
Tabela 29 – Alto sentimento global e local (medidas alternativas), <i>value relevance</i> agregado e adoção do padrão IFRS	127
Tabela 30 – Alto sentimento global e local (medidas alternativas), <i>value relevance</i> no nível firma e adoção do padrão IFRS	128
Tabela 31 – Quantidade de artigos selecionados por termo de busca e estágios	145
Tabela 32 – Descrição das <i>proxies</i> para o sentimento total	157
Tabela 33 – Estimções de índices de sentimento total	158
Tabela 34 – Retornos de mercado e medidas de sentimento global	160

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Adoção do padrão IFRS por países emergentes da América Latina	47
Quadro 2 – Sumário das variáveis da pesquisa	65
Quadro 3 – <i>Strings</i> de busca por base prioritária e relação de busca	142
Quadro 4 – Comentários/sugestões da banca de qualificação e as decisões tomadas . .	148
Quadro 5 – Detalhamento de índices amplos de mercado	156

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	18
1.1	Contextualização	18
1.2	Objetivos	22
1.3	Justificativa e proposição da tese	23
1.4	Estrutura da Tese	27
2	REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	28
2.1	Sentimento do Investidor e Preços de Ativos: teoria e evidências empíricas	28
2.2	Hipótese de contágio do sentimento	34
2.3	Sentimento do investidor, Preços de Ativos e Informação Contábil	38
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	46
3.1	Amostra e coleta de dados	46
3.2	Estratégias dos testes <i>Diff-in-Diff</i> e por país	49
3.3	Modelos econométricos e definição das variáveis	52
3.3.1	Hipóteses de Pesquisa 1 e 2	52
3.3.2	Hipóteses de Pesquisa 3 e 4	57
3.3.3	Hipóteses de Pesquisa 5 e 6	60
3.4	Sumário das variáveis utilizadas na pesquisa	65
4	APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	68
4.1	Índices de sentimento total, local e global	68
4.2	Sentimento global e local, retornos subsequentes e IFRS	72
4.3	Sentimento global e local, <i>price-earnings</i> e IFRS	83
4.4	Sentimento global e local, <i>value relevance</i> e IFRS	93
4.5	Testes adicionais e de robustez	107
4.5.1	Diferentes horizontes temporais de retorno	107
4.5.2	Mensuração alternativa para o índice P/E	112
4.5.3	Mensuração alternativa para a medida <i>Value Relevance</i>	116
4.5.4	Medidas alternativas para os sentimentos global e local	119
5	CONCLUSÃO	130
	REFERÊNCIAS	136

APÊNDICES	142
APÊNDICE A–PROTOCOLO DE REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA (RSL)	142
APÊNDICE B–DERIVAÇÃO DE MODELO EMPÍRICO PARA <i>VALUE RELEVANCE</i> A PARTIR DO MODELO OHLSON (1995)	146
APÊNDICE C–COMENTÁRIOS/SUGESTÕES DA BANCA DE QUALIFICAÇÃO E AS DECISÕES TOMADAS	148
APÊNDICE D–ÍNDICES DE SENTIMENTO GLOBAL E SENTIMENTO LOCAL ESTIMADOS VIA ÍNDICES AMPLOS DE MERCADOS	154

1 INTRODUÇÃO

Busca-se examinar se a adoção do padrão *International Financial Reporting Standards* (IFRS) modera a relação entre sentimento e preços de ativos em mercados emergentes, sob os argumentos de que o referido padrão pode tanto atenuar quanto aumentar efeitos adversos do sentimento. Assim, propõe-se a tese de que a adoção do padrão IFRS por mercados emergentes atenuou os efeitos do sentimento local, mas aumentou a propagação dos efeitos do sentimento global nos preços de ativos. Apresentam-se argumentos que fundamentam a relevância desta pesquisa, bem como argumenta-se que a originalidade da investigação se caracteriza por buscar evidências tanto sobre os efeitos benéficos quanto sobre os efeitos adversos da adoção do padrão IFRS por mercados emergentes da América Latina.

1.1 Contextualização

A relação entre sentimento do investidor e preços de ativos tem sido uma questão de amplo debate no campo de finanças (HAN; LI, 2017). Para ilustrar esse argumento, em rápida busca na base Scopus, utilizando-se o termo “*stock returns*” e o período referente aos últimos 5 anos (2017-abr/2022), constatou-se um total de 4.409 artigos. Ao considerar subconjunto dessas pesquisas, filtrando-se artigos pelo termo “*sentiment*” no mesmo período de busca, constatou-se um total de 1.183 artigos publicados, o que representa cerca de 27% dos resultados de busca naquela plataforma, envolvendo retorno de ativos e sentimento do investidor, o que parece confirmar a intensidade de investigações envolvendo os dois atributos.

O sentimento do investidor, amplamente definido como otimismo ou pessimismo sobre ativos em geral (BAKER; WURGLER, 2006), tem sido apontado como atributo relevante e persistente em afetar preços de ativos (BAKER *et al.*, 2012; CHEEMA *et al.*, 2020; LI; LI, 2021; MATHUR; RASTOGI, 2018; SEOK *et al.*, 2019). Essa influência se daria tanto pela presença de investidores irracionais negociando no mercado, quanto pela existência de limites à arbitragem por parte de investidores racionais (BAKER; WURGLER, 2006).

Dentre as possíveis direções de efeito adverso do sentimento nos preços de ativos, pode-se destacar: efeitos no mispricing de ativos, implicando menores retornos subsequentes a investidores (BAKER; WURGLER, 2006; BAKER *et al.*, 2012); efeitos em índices fundamentalistas de avaliação de ativos, no sentido de desviar o índice *price-earnings* (*P/E*) de seus fundamentos (JITMANEEROJ, 2017; RAHMAN; SHAMSUDDIN, 2019); impacto na associação entre

informação contábil e preços de ativos, no sentido de reduzir o value relevance da informação contábil (HE *et al.*, 2020).

Ressalte-se que esses efeitos, inclusive, são possíveis de se propagarem entre mercados, uma vez que há evidências de que o sentimento de investidores tem se mostrado contagioso entre mercados (BAKER *et al.*, 2012). Nessa direção, pesquisas têm apontado para impacto relevante e adverso do sentimento global de investidores nos preços de ativos (BAKER *et al.*, 2012; DASH; MAITRA, 2019; HAN; LI, 2017; CONCETTO; RAVAZZOLO, 2019; PEREZ-LISTON *et al.*, 2018; REHMAN; APERGIS, 2020; WU *et al.*, 2017).

A propagação dos efeitos do sentimento entre mercados tem sido explicada segundo o canal de fluxo de capital estrangeiro entre países, no sentido de que países exibindo maiores fluxos de capitais estrangeiros são aqueles mais suscetíveis aos efeitos do sentimento contagioso refletido no sentimento global (BAKER *et al.*, 2012). Ademais, evidências empíricas têm sinalizado que preços de ativos tanto de mercados emergentes quanto de mercados desenvolvidos são afetados pelo sentimento originado em ambos os mercados, cuja explicação se daria em função da maior integração entre os mercados (DASH; MAITRA, 2019; ZHANG *et al.*, 2021).

Dentre os possíveis atributos com capacidade para reduzir os efeitos do sentimento nos preços, a literatura têm apontado a qualidade da informação contábil (CORNELL *et al.*, 2017). Especificamente, as evidências sinalizam que a informação contábil de alta qualidade reduz o mispricing de ativos e o viés de recomendação de analistas em períodos de alto sentimento (CORNELL *et al.*, 2017).

Cornell *et al.* (2017) apontam que a informação contábil de qualidade é útil na avaliação de ativos e que, mesmo firmas consideradas *hard-to-value*, desde que reportando informação contábil de qualidade, permitem avaliações mais acuradas e, portanto, menor discordância entre investidores. Nessa direção, medidas associando-se a alta qualidade de agregados contábeis no nível firma seriam esperadas para reduzir os efeitos adversos do sentimento nos preços.

Embora não refletindo medida direta de qualidade informacional, a adoção do padrão IFRS tem sido associada à divulgação de informações contábeis de melhor qualidade (ELBAKRY *et al.*, 2017; HWANG *et al.*, 2018; KOUKI, 2018), inclusive em mercados emergentes (CHEN *et al.*, 2019; GARCÍA *et al.*, 2017; MESHARAM; ARORA, 2021; NIJAM; JAHFER, 2018; SRIVASTAVA; MUHARAM, 2021; SUWARDI, 2020). Ademais, pesquisas têm apontado que a adoção do padrão IFRS contribui para redução do mispricing de ativos (GRIFFIN *et al.*, 2022), inclusive em mercados emergentes (CHO *et al.*, 2021). Essas evidências, portanto, suportam a

possibilidade desse evento em reduzir os efeitos adversos do sentimento nos preços de ativos.

Ressalte-se que o movimento na direção da introdução do IFRS para companhias listadas nos países ao redor do mundo é considerado uma das mais significantes mudanças regulatórias na história da contabilidade (DASKE *et al.*, 2008). Até o presente momento, 166 jurisdições ao redor do mundo têm adotado completamente o referido padrão, segundo a plataforma ifrs.org. A premissa em torno da adoção do padrão reside em melhorar a transparência e confiabilidade das demonstrações contábeis entre países e facilitar o fluxo de investimento entre eles (MOURA *et al.*, 2020).

Nessa direção, há evidências apontando para investidores do mercado norte americano reagindo positivamente ao reporte de firmas preparados sob o padrão IFRS (PRATHER-KINSEY; TANYI, 2015), consistente com o argumento de percepção positiva por parte de investidores (GEORGE *et al.*, 2016).

Há, ainda, argumentos na direção de que aumento de qualidade informacional e de comparabilidade seguindo adoção do padrão IFRS (GEORGE *et al.*, 2016) possam ter contribuído para maior confiança de investidores estrangeiros em avaliar firmas em mercados estrangeiros, o que pode está refletido no maior fluxo de capital entre países seguindo adoção IFRS.

Assim, no nível firma, a adoção do padrão IFRS por países pode ter contribuído para menor discordância entre investidores em períodos de alto sentimento, sinalizando que a adoção do IFRS possui potencial de atenuar os efeitos adversos do sentimento nos preços de ativos. Considerando que investidores locais são mais prováveis a atuar direcionados por informações individuais das firmas quando comparados a investidores globais (BAKER *et al.*, 2012), é provável que o efeito atenuador da adoção do padrão IFRS se reflita em reduzir os efeitos adversos do sentimento local dos países nos preços de ativos, uma vez que a adoção do padrão tem sido associada com a melhora da qualidade da informação contábil das firmas.

Por outro lado, no nível agregado de mercado, há evidências de incremento do fluxo de capital estrangeiro entre países, após adoção do padrão IFRS (GOLUBEVA, 2020; GORDON *et al.*, 2012), e que esse incremento se apresenta mais fortemente em mercados em desenvolvimento ou emergentes (GOLUBEVA, 2020; GORDON *et al.*, 2012). Além disso, há evidências de maior integração entre mercados, após adoção do padrão IFRS (DHALIWAL *et al.*, 2019). Ressalte-se que o fluxo de capital estrangeiro reflete tanto canal de integração entre mercados, quanto canal de propagação do sentimento global (BAKER *et al.*, 2012).

Ademais, é pouco provável que o incremento de fluxo de capital estrangeiro reflita

exclusivamente demanda de investidores racionais. Nessa direção, é provável que, ao menos parte desse incremento, reflita demanda especulativa ou baseada no sentimento. Ressalta-se, ainda, que a maior confiança de investidores estrangeiros em reportes preparados sob o padrão IFRS, se refletida em maior otimismo sobre ativos internacionais, pode se constituir em canal de propagação do sentimento (BAKER *et al.*, 2012).

Vale ressaltar que o sentimento local de investidores também pode se refletir em fonte de propagação dos efeitos do sentimento entre mercados, dado que investidores em um país podem se tornar otimistas sobre prospectos de investimentos em outro país e elevar os preços daquele país particular (BAKER *et al.*, 2012). Contudo, conforme já destacado, é provável que a adoção do padrão IFRS atenuar aqueles efeitos, ao menos, no nível firma.

Diante do exposto, poderia se esperar duas possíveis vias para mercados emergentes seguindo adoção do padrão IFRS: (i) atenuação dos efeitos do sentimento local nos preços de ativos, considerando-se a melhora da qualidade da informação contábil no nível firma; (ii) aumento dos efeitos do sentimento global nos preços de ativos, considerando-se que o sentimento de outros mercados pode ter se propagado para mercados emergentes. Nesse contexto, a adoção do padrão IFRS por países emergentes poderia afetar a relação entre preços e os sentimentos local e global em três aspectos: retornos de ativos, medidas de avaliação de ativos e *value relevance* da informação contábil.

Convém destacar que a literatura em torno da adoção do padrão IFRS tem se concentrado nos benefícios oriundos da adoção em detrimento de seus custos (LOURENÇO; Castelo Branco, 2015). Nessa direção, a adoção por países em desenvolvimento ou emergentes tem sido apontada como responsável por trazer benefícios aos mercados de capitais desses países, como, por exemplo, pelo aumento de fluxo de capital estrangeiro (GOLUBEVA, 2020; GORDON *et al.*, 2012) e aumento da qualidade das informações (GARCÍA *et al.*, 2017; NIJAM; JAHFER, 2018; SUWARDI, 2020). Contudo, as evidências são limitadas e pouco se sabe sobre os efeitos adversos relacionados à adoção do padrão IFRS nesses países.

Nesse contexto, um dos possíveis efeitos adversos da adoção do padrão IFRS nesses mercados se daria em função da sua maior sensibilidade ao sentimento global, especificamente refletido no aumento dos efeitos desse sentimento nos preços de ativos, os quais se refletiriam nos retornos subsequentes, medida fundamentalista de avaliação e na associação entre informação contábil e preços.

Por todo o exposto e considerando-se o contexto acima, examinar em que medida a

adoção do padrão IFRS afeta a relação entre sentimento e preços de ativos parece se constituir em relevante questão empírica ainda não respondida. Derivam-se, mais especificamente, três lacunas a serem preenchidas por esta tese, considerando-se três aspectos da precificação de ativos, quais sejam: os retornos subsequentes, o índice P/E e o value relevance da informação contábil.

Convém destacar que os efeitos do sentimento global nos preços de ativos podem variar segundo a configuração de cada país emergente. Por exemplo, Han e Li (2017) apontam que os efeitos adversos do sentimento global nos preços de ativos apenas ocorrem em janelas de longo prazo, no mercado de capitais da China, cuja explicação se dá pelas restrições mais fortes impostas à arbitragem naquele mercado (proibição legal de *short-sale*, por exemplo). Tais restrições não se aplicam aos principais mercados de capitais da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru) (DÍAZ-MARTÍNEZ; FRAGNIÈRE, 2012), os quais possibilitam, por exemplo, operações *short-sale*, o que pode se refletir em efeitos do sentimento global nos preços em janelas de curto e longo prazo, dependendo da eficiência dos arbitradores em explorar o *mispricing* em torno do sentimento.

Destaca-se, ainda, que países da América Latina exibem diferentes períodos para adoção integral do padrão IFRS, o que fornece configuração favorável para se examinar possível impacto diferencial dessa adoção entre esses países, ressaltando-se, ainda, o fato de exibirem configuração institucional similares e que não tem se alterado significativamente mesmo após adoção do padrão IFRS (MOURA; GUPTA, 2019). Ao se considerar uma amostra desses países, portanto, acredita-se que seja menos provável que os achados possam ser direcionados por diferenças nos arranjos institucionais dos países.

Considerando-se a argumentação levantada acima, esta investigação tem o seguinte problema de pesquisa: *A adoção do padrão IFRS modera a relação entre o sentimento do investidor (local e global) e os preços de ativos em mercados emergentes?*

1.2 Objetivos

Delineou-se como objetivo geral examinar se a adoção do padrão IFRS modera a relação entre o sentimento do investidor (local e global) e os preços de ativos em mercados emergentes no período 2004-2018. Desmembra-se tal objetivo nos seguintes objetivos específicos:

- a) Examinar se a adoção do padrão IFRS modera a relação entre sentimento do investidor (local e global) e retornos de ativos;
- b) Examinar se a adoção do padrão IFRS modera a relação entre sentimento do investidor

- (local e global) e índice P/E;
- c) Examinar se a adoção do padrão IFRS modera a relação entre sentimento do investidor (local e global) e *value relevance* da informação contábil.

1.3 Justificativa e proposição da tese

Esta tese se mostra original, por inovar nos seguintes aspectos: i) investigar se a adoção do padrão IFRS se constitui tanto em atributo capaz de atenuar efeitos do sentimento do investidor quanto em mecanismo indireto para efeito contágio do sentimento em mercados emergentes, bem como em demonstrar esses efeitos nos retornos de ativos antes e após adoção do referido padrão; ii) analisar se, considerando-se a configuração de mercados emergentes em períodos pré e pós-adoção do padrão IFRS, as diferentes fontes de sentimento (global e local) representam fatores não fundamentais relevantes em explicar o índice P/E; iii) examinar se o efeito interativo das diferentes fontes de sentimento e da adoção do padrão IFRS fornece explicação marginal para o *value relevance* da informação contábil em mercados emergentes.

A investigação se mostra relevante para agentes que negociam nos mercados de capitais, dada a importância de se entender os impactos das fontes de sentimento em mercados emergentes, especificamente seu impacto adverso nos retornos e no *mispricing* de ativos.

Ressalta-se, ainda, que o índice P/E representa atributo relevante no contexto de precificação de ativos tanto em mercados desenvolvidos quanto em emergentes, uma vez que o referido índice pode se constituir no valor fundamental de ativos (RAHMAN; SHAMSUDDIN, 2019), importando para os agentes compreender em que medida esse atributo sofre influência do efeito contágio do sentimento.

Destaque-se, ainda, que examinar o impacto da interação entre IFRS e sentimento no *value relevance* da informação contábil é relevante para investidores, no sentido de identificarem em que medida necessitariam se preocupar menos com “outras informações”, além daquelas emitidas pelos sistemas de contabilidade das firmas de países adotantes do padrão IFRS (CLARKSON *et al.*, 2011).

A proposta conceitual-teórica da presente investigação assume que a adoção do padrão IFRS por países emergentes representa tanto atributo capaz de atenuar os efeitos do sentimento local de investidores nos preços dos ativos e no nível firma quanto mecanismo indireto do efeito contágio do sentimento, contribuindo para aumentar a propagação dos efeitos do sentimento global nos preços dos ativos, considerando-se três aspectos da precificação dos ativos: os retornos

de ativos, a medida de valuation índice P/E e o *value relevance* da informação contábil.

O efeito atenuador desempenhado pela adoção do padrão IFRS se daria em função da melhora da qualidade da informação contábil das firmas seguindo adoção do padrão por países emergentes, o que contribuiria para menor discordância entre investidores seguindo períodos de alto sentimento e, portanto, menor *mispicing* em torno do sentimento (CORNELL *et al.*, 2017).

Por outro lado, o efeito na direção de maior propagação do efeito contágio desempenhado pela adoção do padrão IFRS se daria, principalmente, pelo incremento do fluxo de capital estrangeiro e maior integração entre mercados seguindo adoção do padrão IFRS (DHALIWAL *et al.*, 2019; GOLUBEVA, 2020; GORDON *et al.*, 2012), uma vez que esses fenômenos se caracterizam como canais que possibilitam a propagação do sentimento entre mercados (BAKER *et al.*, 2012).

Para ilustrar esse argumento, considerando-se dados do World Bank para o Brasil, constatou-se que, em período anterior ao processo IFRS (2001-2007), o fluxo líquido de investimento direto estrangeiro (IDE) alcançou média de USD 21,07 bilhões, ao passo que, em período de adoção integral do padrão IFRS (2011-2019), o IDE alcançou média de USD 79,56 bilhões, um aumento de 277,5% (teste t para igualdade de médias = 2,14). Esse cenário de incremento relevante no IDE também se apresenta para o Chile, ao se considerar aqueles períodos pré e pós-IFRS (aumento na média do IDE de 438,8% entre os períodos e teste t = 2,20).

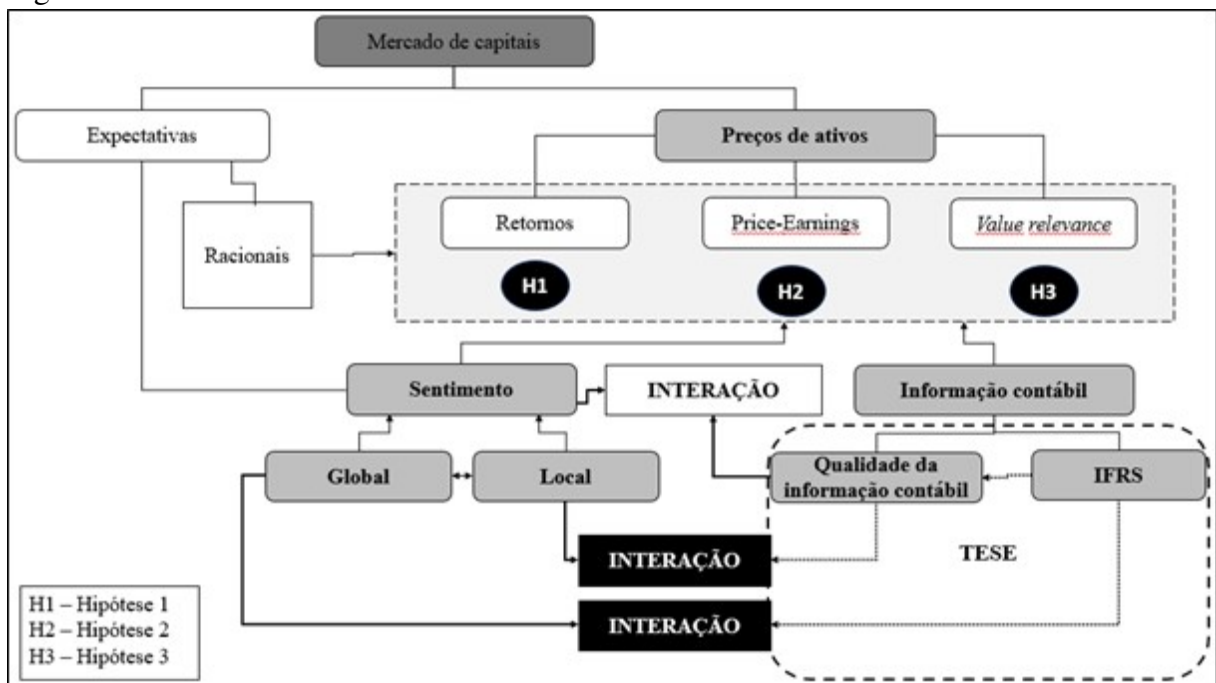
Essas constatações fornecem indícios de forte incremento do IDE em período pós-IFRS naqueles países emergentes, embora não sinalizem evidências robustas e conclusivas. Adicionalmente, a percepção positiva de investidores sobre o reporte de firmas preparados sob o padrão IFRS (PRATHER-KINSEY; TANYI, 2015) e o possível otimismo de investidores estrangeiros na informação divulgada sob IFRS também contribuiriam para a assunção acima.

Com base no exposto, considerando-se que a adoção do padrão IFRS por países emergentes poderia se refletir tanto em atenuação dos efeitos do sentimento local quanto aumento da propagação dos efeitos adversos do sentimento global nos preços de ativos de seus mercados, propõe-se a seguinte tese: **a adoção do padrão IFRS, por mercados emergentes, representa mecanismo capaz tanto de atenuar os efeitos do sentimento local quanto de aumentar a propagação dos efeitos do sentimento global nos preços de ativos.**

A Figura 1 fornece detalhamento da estrutura conceitual da proposta de tese. Baseando-se na ilustração, destacam-se dois atributos dos mercados de capitais: preços de ativos e expectativas dos agentes nesses mercados. Essas expectativas podem ser oriundas da racionalidade dos agentes

ou do sentimento destes. O atributo preços de ativos, por sua vez, segregado nos três aspectos da precificação e de interesse desta tese (retornos subsequentes, índice P/E e *value relevance*), sofre influência dos dois atributos relacionados às expectativas e da informação contábil divulgada (fundamentos). Por fim, a interação entre informação contábil e sentimento afeta os três aspectos do atributo preços de ativos, contudo tal relação se diferencia na direção das medidas consideradas para informação contábil, em que medidas de qualidade informacional atenuam os efeitos do sentimento (tomado na sua forma total) nos preços, ao passo que a adoção do padrão IFRS tanto pode atenuar os efeitos do sentimento local quanto aumentar a propagação dos efeitos do sentimento global nos preços.

Figura 1 – Desenho da tese



Fonte: elaborado pelo autor (2023).

A originalidade da Tese se caracteriza por buscar evidências tanto na direção dos efeitos benéficos da adoção do padrão IFRS por mercados emergentes quanto na direção dos efeitos adversos da adoção do padrão por aqueles países. Vale destacar que os argumentos em torno da adoção do padrão IFRS por países têm sido direcionados pelos benefícios produzidos, contudo tais benefícios podem vir às custas da propagação do efeito contágio do sentimento em mercados caracteristicamente marcados por maiores fricções, caso dos emergentes (BEKAERT; HARVEY, 2002; SEIF *et al.*, 2017). Ressalte-se que tal efeito pode se refletir em impacto econômico adverso aos agentes de mercado de capitais, uma vez que os preços se desviam de seus fundamentos e não fornecem sinalização ótima para alocação de recursos por parte dos investidores.

A proposta também pode fornecer contribuições teóricas e práticas em torno da pesquisa. No aspecto teórico, o estudo busca avançar na literatura relacionada aos efeitos do sentimento do investidor na precificação de ativos, fornecendo mais evidências em torno de possíveis atributos capazes de atenuar o *mispicing* em torno do sentimento e de possíveis canais propagadores do efeito contágio do sentimento em mercados emergentes, colocando-se a adoção do padrão IFRS tanto como atributo capaz de atenuar o *mispicing* relacionado ao sentimento quanto como canal indireto da propagação do efeito contágio do sentimento.

Ademais, busca-se contribuir com a literatura relativa aos componentes do índice P/E, apontando-se evidências sobre a relevância de se considerar o efeito contágio do sentimento no componente não fundamental daquele indicador em mercados emergentes adotantes do padrão IFRS. Destaca-se, ainda, o potencial em contribuir para literatura em torno da adoção do padrão IFRS, na qual pesquisadores têm se concentrado em apontar evidências na direção dos efeitos positivos do referido padrão, com escassas evidências na direção dos seus efeitos negativos (LOURENÇO; Castelo Branco, 2015).

Já no aspecto prático, busca-se levantar evidências que sinalizem aos investidores a relevância de se considerar o efeito contágio do sentimento do investidor, quando da decisão de formação de seus portfólios. Por exemplo, os achados podem ser úteis para o investidor quanto à alocação de recursos em ativos mais suscetíveis ao sentimento global, uma vez que investidores podem se beneficiar (prejudicar) dos sinais derivados daquela relação, na busca de retornos anormais no curto prazo.

Ademais, também se busca levantar evidências que contribuam para reguladores de mercados emergentes, no sentido de considerarem os efeitos adversos do sentimento global e de criar mecanismos que reduzam tais efeitos. Tal análise se faz importante, uma vez que é provável que o padrão IFRS traga conjuntamente benefícios e externalidades negativas, tal como maior exposição a fatores adversos globais, caso do efeito contágio, o que comumente atinge os países emergentes, quando adotam abertura, integração e padronização com países cujas economias são mais dinâmicas.

Também se destaca que os achados podem contribuir tanto numa perspectiva retrospectiva para os países da América Latina já adotantes do padrão IFRS, quanto em uma abordagem prospectiva para países não adotantes do referido padrão, no sentido de considerarem as possíveis externalidades advindas com a adoção do padrão.

Por fim, destaca-se que a tese tem potencial de gerar inovações tanto científicas quanto

tecnológicas. No primeiro aspecto, destaca-se a possibilidade de construção de medidas alternativas para sentimento do investidor tanto em nível internacional quanto nacional. Já no segundo aspecto, ressalta-se a possibilidade de criação de plataforma eletrônica para disponibilização das informações relevantes da pesquisa, como, por exemplo, séries das medidas de sentimento e de carteiras de investimentos, bem como medidas contábeis e de mercado.

1.4 Estrutura da Tese

Esta tese está dividida, além desta introdução, em mais seis seções. A segunda seção trata da revisão da literatura em torno dos atributos pesquisados e desenvolvimento das hipóteses. A terceira seção detalha os procedimentos metodológicos quanto à coleta, tratamento de dados e modelos e procedimentos econométricos. A quarta seção apresenta os resultados e suas discussões. Por fim, a quinta seção trata das conclusões da pesquisa, seguida das referências.

2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Examinou-se o estágio atual das pesquisas sobre as temáticas desta tese. Nesse contexto, o processo completo de seleção dos textos para compor este capítulo é evidenciado por meio de um protocolo de revisão sistemática da literatura (RSL) (detalhado na seção APÊNDICE A, onde foram priorizadas pesquisas oriundas de periódicos indexados na Web-of-Science (WoS), Scopus e SciELO, nos últimos 5 anos. A amostra final que compôs essa base teórico-empírica foi de 48 referências, incluindo artigos e outras fontes.

A primeira parte desta seção apresenta, em linhas gerais, a relação entre sentimento do investidor e preços de ativos, que fundamenta a argumentação teórica e empírica em torno dessa relação. Já a segunda parte, aborda a argumentação teórica e empírica em torno do fenômeno efeito contágio do sentimento. Finalmente, na terceira parte, aborda-se o possível efeito moderador da informação contábil, no sentido de que pode tanto reduzir os efeitos adversos do sentimento nos preços, via qualidade informacional, quanto aumentar aqueles efeitos via mudança de padrão contábil, desenvolvendo-se as hipóteses da pesquisa sob a assunção de atenuação dos efeitos do sentimento local no nível firma, bem como aumento da propagação dos efeitos do sentimento global no nível agregado seguindo adoção do padrão IFRS por mercados emergentes.

2.1 Sentimento do Investidor e Preços de Ativos: teoria e evidências empíricas

Sob os pressupostos da Hipótese de Mercado Eficiente (HME), os preços refletem seus valores fundamentais e são determinados por agentes racionais, de tal forma que se pode afirmar que ‘preços estão certos’ e nenhuma estratégia de investimento será capaz de gerar retornos anormais (BARBERIS; THALER, 2003).

Ademais, sob os preceitos desse modelo, a competição entre investidores racionais leva a um equilíbrio, onde (i) os preços igualam o valor dos futuros fluxos de caixa descontados racionalmente e (ii) os retornos esperados dependem apenas do risco sistemático (BAKER; WURGLER, 2006). Ressalte-se que, mesmo que existam alguns investidores irracionais nos mercados, suas demandas serão rapidamente compensadas por arbitradores racionais e, portanto, não terão impacto significativo nos preços (BAKER; WURGLER, 2006).

Considerando-se os preceitos do paradigma tradicional em finanças, não há qualquer papel relevante desempenhado por choque advindo de demanda irracional, no que se refere

à determinação de preços de ativos, conforme sinaliza Baker e Wurgler (2006). De outra parte, considerando-se a história dos mercados financeiros, tem-se catalogado a ocorrência de eventos (pânico, *crashes* etc.) que são difíceis de justificar apenas com base nos fundamentos ou racionalidade dos agentes (ZHOU, 2018). Ressalte-se que esses eventos tem recebido atenção tanto por parte de acadêmicos quanto de praticantes de mercado (ZHOU, 2018).

Sob esse contexto, tem emergido, no campo de finanças, a abordagem denominada finanças comportamentais, que confronta o paradigma tradicional de finanças e defende que fenômenos financeiros podem ser melhor explicados por modelos em que agentes não são completamente racionais (BARBERIS; THALER, 2003).

Sob essa abordagem, preços nem sempre refletem seus valores fundamentais, uma vez que agentes irracionais causam desvios nos preços que nem mesmo agentes racionais conseguem explorar, dado os limites à arbitragem que se apresentam a esses agentes (BARBERIS; THALER, 2003).

Baker e Wurgler (2007), nesse contexto, destacam que pesquisadores em finanças comportamentais têm construído modelos alternativos, sob duas assunções: (i) investidores são sujeitos ao sentimento; (ii) apostar contra o sentimento do investidor pode ser oneroso e arriscado. Essas duas assunções se alinham ao risco de *noise traders* apontado por Long *et al.* (1990), que reflete a característica de imprevisibilidade das crenças de *noise traders*, criando um risco nos preços de ativos que impedem arbitradores racionais de apostar contra aqueles investidores. Como resultado desse risco, Long *et al.* (1990) destacam que preços de ativos podem divergir significativamente mesmo na falta de risco fundamental.

Nessa mesma linha de argumentação, Shleifer e Vishny (1997) apontam que estratégias de arbitragem podem se tornar não efetivas em circunstâncias extremas, quando preços divergem significativamente de seus valores fundamentais. Os autores demonstram que arbitradores avessos ao risco tendem a liquidar suas posições, quando os preços se movem em direção contrária a seus objetivos, por medo de que o movimento adverso de preços se torne ainda mais dramático. Nessas circunstâncias, o *mispricing* sendo explorado, originado pela demanda de investidores irracionais, pode se tornar ainda pior, restringindo a atuação de potenciais arbitradores.

Barberis e Thaler (2003) reforçam que o único risco que pode permanecer no contexto de um arbitrador se refere ao risco oriundo dos *noise traders*, destacando que, qualquer que seja o sentimento do investidor que esteja causando o *mispricing* de ativos, esse efeito pode se tornar ainda pior no curto prazo. Pode-se dizer, portanto, que tanto a presença de investidores

irracionais negociando no mercado quanto a existência de limites à arbitragem por parte de investidores racionais representam canais pelos quais o sentimento do investidor impacta os preços de ativos (BAKER; WURGLER, 2006).

O sentimento do investidor, definido amplamente, é uma crença sobre futuros fluxos de caixa e risco de investimentos que não são justificados pelos fundamentos subjacentes (BAKER; WURGLER, 2007). Zhou (2018), nessa direção, argumenta que o sentimento do investidor se refere a uma crença exagerada relacionada a preços de ações especulativas quando eles divergem de seus valores fundamentais.

Considerando-se essa definição, Zhou (2018) aponta que o sentimento pode ser mensurado, conforme Equação (1):

$$S_t = P_t - P_t^* \quad (1)$$

Em que P_t é o preço observado do mercado e P_t^* é o preço fundamental estimado de um modelo de precificação racional utilizado como *benchmark*. Com base na definição, $S_t = 0$ implica preços de mercado não divergindo de seus valores fundamentais, ao passo que S_t positivo (negativo) implica otimismo (pessimismo) de investidores.

A determinação da crença exagerada, portanto, é dependente de um modelo de precificação que forneça o verdadeiro valor fundamental de um ativo, ressaltando-se que essa questão é de difícil execução prática e que continua aberta ao debate em finanças (ZHOU, 2018). Dado esse fato, o verdadeiro sentimento do investidor é quase sempre não observável, mensurado com erro e todas as medidas computadas refletem proxies para o atributo (ZHOU, 2018).

Considerando-se que diferentes investidores e pesquisadores usarão diferentes modelos fundamentais, Zhou (2018) aponta que isso levará a múltiplas medidas de sentimento. Apesar da existência de medidas de sentimento baseadas em *survey*, análise textual e dados de mídia, Zhou (2018) destaca o índice de sentimento do investidor de Baker e Wurgler (2006) como a medida mais amplamente usada em diversas aplicações, bem como a força desse índice em explicar o *cross-section* de retornos de ativos.

O índice de sentimento de Baker e Wurgler (2006) é baseado na primeira componente de uma análise de componentes principais (ACP) com as seguintes seis *proxies* de dados de

mercado: *turnover*, o volume de IPO, o retorno do primeiro dia do IPO, a emissão de novas ações, o prêmio de dividendos e desconto de fechamento dos fundos.

Considerando-se essa medida de sentimento, Baker e Wurgler (2006) investigaram os efeitos do sentimento no mercado de capitais norte americano, no período 1962-2001, constatando que, em períodos de alto sentimento, retornos subsequentes são menores para ações difíceis de avaliar e de arbitrar (empresas pequenas, jovens, voláteis, não lucrativas, não pagadoras de dividendos, de alto crescimento e com dificuldades financeiras).

Ressalte-se que esse efeito também tem sido documentado no nível agregado. Baker e Wurgler (2007), nessa linha de investigação, apontaram evidências, para o mercado norte americano, de que o sentimento impacta negativamente retornos subsequentes no nível agregado de mercado. Ainda nessa linha de investigação, Baker *et al.* (2012), examinando o efeito do sentimento nos preços de ativos para seis países desenvolvidos (Canadá, Estados Unidos da América (EUA), França, Itália, Japão e Reino Unido), no período 1980-2005, também constataram que o sentimento do investidor impacta negativamente retornos subsequentes de ativos no nível agregado.

O efeito negativo do sentimento nos retornos subsequentes também tem sido documentado em mercados emergentes, contudo esse impacto tem se mostrado diferenciado, segundo a configuração desses países. Han e Li (2017), nessa linha, examinando o impacto do sentimento em retornos mensais de carteira de mercado da China, no período 1997-2013, apontaram evidências de que o sentimento impacta negativamente os retornos subsequentes apenas em janelas de longo prazo. Os testes exibiram que o sentimento é um forte preditor *momentum* de retornos em janelas de curto prazo (até 8 meses), contudo torna-se preditor contrário, a partir de janela de longo prazo (de 9 a 60 meses).

Também se pode destacar as evidências mais recentes de Li e Li (2021) para o mercado chinês, os quais apontaram na direção do sentimento do investidor também como preditor *momentum* de retornos subsequentes de mercado, contudo em frequência de dados semanais.

Ainda no contexto do sentimento como preditor *momentum* de retornos subsequentes de mercado, Seok *et al.* (2019) também constataram evidências que confirmam o sentimento como preditor *momentum* de retornos subsequentes, contudo examinando o mercado da Coreia do Sul e com frequência de dados diários.

Uma explicação para relação positiva entre sentimento e retornos subsequentes se daria em função da existência de forte restrição à arbitragem (proibição legal para *short-selling*, por

exemplo), o que se reflete em efeito *momentum* do sentimento em janelas de curto prazo (HAN; LI, 2017). Tal efeito, de outra parte, é improvável se apresentar nos principais mercados de capitais da América Latina, uma vez que eles possuem mecanismos que permitem arbitragem e, portanto, poderia se esperar efeito negativo em retornos subsequentes mesmo em janelas de curto prazo.

Vale destacar que a relação positiva entre sentimento do investidor e retornos subsequentes do mercado chinês tem sido questionada por evidências mais recentes. Nessa direção, Cheema *et al.* (2020), examinando o mercado chinês no período 1996-2017 com frequência de dados mensais, fornecem evidências de que o efeito *momentum* do sentimento em janelas de curto prazo apenas se estabelece no período de crise global, não sendo possível inferir qualquer relação nos demais períodos.

Ainda no contexto de mercados emergentes, Mathur e Rastogi (2018), examinando se o sentimento é capaz de prever retornos subsequentes mensais do mercado da Índia, no período 2004-2016, constaram que o sentimento falha em prever retornos de mercado, contudo apontaram evidências de que sentimento impacta negativamente o retorno subsequente de firmas pequenas, alinhando-se ao argumento de que firmas da classe *hard-to-value* são mais afetadas pelo sentimento.

Também se destacam os achados de Wang *et al.* (2021), para uma amostra de 50 países, tanto desenvolvidos quanto emergentes, na direção de impacto negativo e significativo do sentimento do investidor nos retornos subsequentes de ativos em diferentes horizontes temporais (janelas de curto e longo prazo). Ademais, os autores apontam para impacto diferenciado do sentimento nos retornos, ao se considerar as categorias de países; em mercados emergentes, o impacto negativo é mais imediato, ao passo que, em mercados desenvolvidos, o impacto parece ser mais duradouro.

Além dos efeitos do sentimento nos retornos de ativos, evidências empíricas têm sinalizado o sentimento impactando preços de ativos em outras dimensões, podendo-se apontar evidências na direção de impacto adverso em medida de avaliação de ativos (JITMANEEROJ, 2017; RAHMAN; SHAMSUDDIN, 2019) e na incorporação de informação contábil nos preços de ativos ou value relevance da informação contábil (HE *et al.*, 2020).

Em relação ao impacto do sentimento em medida de avaliação de ativos, Rahman e Shamsuddin (2019) argumentam que, sob as premissas de modelo de avaliação fundamental racional, preços de ativos seriam iguais ao valor presente dos fluxos de caixa esperados. Conforme

os autores, o índice *P/E* poderia representar aquele valor fundamental. Contudo, tal índice nem sempre refletirá componentes tidos fundamentais, uma vez que é provável que sofra também influência de componentes oriundos da irracionalidade do mercado, considerando-se a existência de limites à arbitragem (RAHMAN; SHAMSUDDIN, 2019). Nesse cenário, é provável que o índice *P/E* se desvie de seus fundamentos.

As evidências empíricas têm fornecido suporte a esse argumento. Sob esse contexto, Jitmaneeroj (2017) investigou se o índice *P/E* é afetado também pelo sentimento do investidor, além de fatores fundamentais, considerando-se amostra de indústrias norte americanas, no período 1998-2014. Os resultados apontaram para efeito positivo do sentimento no índice *P/E*, confirmando-se a relevância do sentimento como componente não fundamental do índice, com capacidade para desviar o índice de seus fundamentos.

Rahman e Shamsuddin (2019) também examinaram se o sentimento do investidor afeta o índice *P/E* adicionalmente a fatores fundamentais, contudo considerando amostra de países componentes do G7, no período 1988-2014. Os resultados também apontaram para efeito positivo do sentimento no índice *P/E*.

Já em relação aos efeitos do sentimento na incorporação de informação contábil nos preços, He *et al.* (2020) destacam que os estudos nessa direção se baseiam na assunção de que investidores são racionais e incorporam informações contábeis eficientemente nos preços. Contudo, preços nem sempre refletirão eficiência, dado que investidores podem apresentar vieses e restrições comportamentais e cognitivas (HE *et al.*, 2020) e, portanto, é provável que investidores nem sempre incorporarão eficientemente informações contábeis nos preços de ativos.

He *et al.* (2020) apresentam três possíveis visões teóricas para o efeito do sentimento no *value relevance* da informação contábil. A primeira visão, denominada visão de atenção, observa que períodos de alto sentimento seriam caracterizados por investidores exibindo maior atenção aos eventos corporativos, o que se refletiria em maior incorporação de informação contábil nos preços.

Já a segunda visão, denominada visão otimista, propõe que investidores, em períodos de alto sentimento, tornam-se excessivamente otimistas sobre os futuros prospectos das firmas e, por decorrência, menos cuidadosos com a performance corrente das firmas, o que se refletiria em números contábeis sendo menos relacionados aos preços ou refletindo menor *value relevance*.

Por fim, a terceira visão, denominada visão da estratégia cognitiva, sugere que o sentimento deva afetar as escolhas de diferentes estratégias cognitivas de investidores para processar

informação. Sob essa visão, investidores em períodos de alto sentimento devem focar em heurísticas tais como lucros que são reportados frequentemente em domínio público, o que se refletiria em lucros exibindo maior *value relevance* em períodos de alto sentimento do que em baixo sentimento. Em contraste, em períodos de baixo sentimento, investidores seriam mais prováveis a processar outras informações contábeis em maior detalhe, o que se refletiria nessas medidas exibindo maior *value relevance* em períodos de baixo sentimento do que em alto sentimento.

He *et al.* (2020) examinaram, ainda, se o sentimento do investidor afeta a associação entre preços de ativos (retornos contemporâneos) e a informação contábil, considerando-se amostra de firmas norte americanas, no período 1983-2010. Os resultados sinalizaram menor *value relevance* da informação contábil em períodos de alto sentimento, alinhando-se, portanto, a visão otimista de investidores. Além disso, sinalizaram que lucros reportados são mais relacionados aos retornos contemporâneos em períodos de alto sentimento, ao passo que outras variáveis contábeis são mais relacionadas aos retornos contemporâneos em períodos de baixo sentimento, o que se alinha à visão da estratégia cognitiva de investidores.

Convém destacar que, conforme RSL aplicada nesta investigação (APÊNDICE A), não se localizaram pesquisas na direção de se captar os efeitos do sentimento no índice P/E e no *value relevance* da informação contábil no contexto de mercados emergentes. Contudo, dada as evidências daqueles efeitos para mercados desenvolvidos, é provável que esses efeitos também se propaguem para mercados emergentes, via efeito contágio do sentimento, conforme será exposto na seção 2.2.

2.2 Hipótese de contágio do sentimento

O sentimento do investidor tem exibido capacidade de se propagar entre mercados (BAKER *et al.*, 2012; DASH; MAITRA, 2019; HAN; LI, 2017; CONCETTO; RAVAZZOLO, 2019; PEREZ-LISTON *et al.*, 2018; REHMAN; APERGIS, 2020; WU *et al.*, 2017), refletindo-se em efeitos adversos, provenientes do componente contagioso do sentimento. Nessa linha de investigação, Baker *et al.* (2012) apontaram evidências de que sua medida de sentimento global impacta negativamente os retornos subsequentes de ativos nos mercados de capitais de seis países desenvolvidos (Alemanha, Canadá, EUA, França, Japão e Reino Unido). A medida de sentimento global dos autores se baseia na primeira componente de uma ACP estimada, utilizando-se as medidas de sentimento de cada país (denominada sentimento total). Ademais, os autores também estimam uma medida de sentimento local de cada país, regredindo-se o sentimento total de cada

país contra a medida de sentimento global, sendo o vetor dos resíduos dessa regressão a medida de sentimento local.

Ademais, Baker *et al.* (2012) apontam argumentos e evidências de que o fluxo de capital entre países representa relevante canal de propagação dos efeitos do sentimento. Nesse contexto, Baker *et al.* (2012) apontam duas fontes de contágio para o sentimento: (i) investidores tornam-se otimistas sobre os prospectos de investimentos em outro país e elevam preços de ativos nesse países; (ii) investidores são simplesmente otimistas e isso leva a uma mudança para ativos de risco mais amplamente, incluindo ativos internacionais. Sob o contexto do item (ii) e considerando que haja robusto fluxo de capital privado entre mercados, Baker *et al.* (2012) argumentam que o sentimento originado em um mercado afetará os preços de um país alvo acima e além do sentimento local desse mercado.

Os achados de Baker *et al.* (2012) apontaram para o sentimento global afetando retornos subsequentes tanto no nível agregado de mercado quanto no nível firma. Contudo, comparando-se essa fonte de sentimento com o sentimento local, os achados exibiram interpretações condicionadas à abordagem e à fonte de sentimento.

A esse respeito, no nível agregado, os achados apontaram para sentimento global fortemente afetando retornos subsequentes, restando pouco ou nenhum impacto para o sentimento local. No nível firma, por outro lado, sinalizaram sentimento local exibindo até mesmo maior impacto que o sentimento global. Explicam, Baker *et al.* (2012), que investidores locais são mais prováveis a agir baseados em rumores ou desenvolver crenças não usuais sobre ativos locais, quando comparados a investidores globais, refletindo maior efeito do sentimento local no *cross-section* de retornos.

Utilizando amostra similar de países, contudo adicionando os mercados de capitais da China, Wu *et al.* (2017) examinaram se as diferenças entre preços de *American Depository Receipt* (ADR) e preços locais são explicadas pela diferença entre o sentimento total (local e global) do mercado americano e o mercado original do ativo. As evidências apontaram para impacto positivo das três fontes de sentimento (total, local e global) nos desvios de preços, também se alinhando às evidências de efeito contágio entre mercados.

Alinhando-se aos achados de Baker *et al.* (2012), Reis e Pinho (2020a) e Reis e Pinho (2020b) constataram evidências de contágio entre índices de sentimento do mercado norte americano e de mercados de capitais de países da Europa (Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia,

Suíça e Reino Unido). Ainda no contexto desses mercados, Concetto e Ravazzolo (2019) apontaram evidências de que o sentimento oriundo do mercado norte americano se propaga no mercado europeu, inclusive com capacidade para prever retornos subsequentes desse mercado.

Essas evidências na direção do efeito contágio do sentimento nos preços também têm sido constatadas no contexto de mercados emergentes. Nessa linha de investigação, Han e Li (2017) também apontaram evidências de que o sentimento global, tomando-se o sentimento do mercado norte americano de Baker e Wurgler (2007) como *proxy*, afeta negativamente os retornos de ativos do mercado de capitais chinês, ao se considerar apenas janelas de longo prazo. Os autores explicam que as fortes restrições em torno da participação de investidores internacionais no mercado chinês podem explicar os mais fracos efeitos do sentimento global em janelas de curto prazo.

Zhang *et al.* (2021), ainda nessa linha de investigação, também apresentaram evidências de efeito contágio entre os mercados de capitais da China e dos EUA. Os achados sinalizaram que o sentimento originado na China se associa negativamente aos retornos subsequentes do mercado norte americano, ao passo que o sentimento originado nos EUA se associa positivamente aos retornos subsequentes do mercado chinês, sendo este último achado explicado pelo fenômeno denominado *flight-to-quality*, em que é provável que haja saída de capital da China quando o sentimento americano seja baixo, conforme explicam os autores.

Zi-long *et al.* (2021), por sua vez, apontaram evidências na direção de impacto negativo de sua medida de sentimento internacional nos retornos subsequentes diários de ativos do mercado chinês, em janelas de um a 11 dias. Ressalta-se que sua medida de sentimento internacional foi construída a partir de quatro medidas individuais de sentimento (taxa de desconto de ETF's estrangeiros, índice de volatilidade de ETF da China, fluxo líquido de entrada no *Shanghai-Hong Kong Stock Connect Trading* e o prêmio de ações A-H) extraídas dos mercados da China, Hong Kong e Estados Unidos da América. Embora essa medida não reflita o impacto direto do sentimento global nos preços de ativos, fornece mais indícios do efeito contágio do sentimento entre mercados.

Também no contexto de mercados emergentes asiáticos, Rehman e Apergis (2020), examinando os efeitos da propagação do sentimento global – tomando-se o sentimento do mercado norte americano como *proxy* - em mercados emergentes e fronteiriços asiáticos (Paquistão, Índia, Bangladesh, China, Srilanka, Indonésia, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas e Tailândia), constataram que o sentimento global afeta o retorno subsequente desses mercados e se caracteriza

como principal contribuidor para induzir variações nesses mercados.

Ainda no contexto de mercados emergentes, Shi *et al.* (2020) examinaram o impacto do sentimento local e global nos retornos subsequentes de setores de seis países emergentes (Brasil, China, Índia, Indonésia, México e Turquia), no período 2000-2014. As evidências sinalizaram que o sentimento local exerce melhor papel como preditor de retornos subsequentes de setores econômicos que o sentimento global. Os autores apontam as configurações específicas de países emergentes, caso da China, por exemplo, como explicação para o fraco relacionamento do sentimento global com retornos subsequentes de setores econômicos. Vale destacar, nesse contexto, as evidências de Baker *et al.* (2012) na direção de maior impacto do sentimento local nos retornos subsequentes, ao se considerar abordagem *cross-section*.

Mais especificamente em mercados emergentes da América Latina, Perez-Liston *et al.* (2018), examinando se tanto o sentimento do mercado americano quanto o sentimento local do mercado mexicano impactam retornos subsequentes mensais desse último mercado, no período 1998-2014, apontaram evidências de que ambas as fontes de sentimento são relevantes em determinar retornos de mercado, sugerindo efeito contágio do sentimento americano para o mercado de capitais mexicano.

Ainda nesse contexto, Mahenthiran *et al.* (2020), examinando se ocorre transmissão dos efeitos de crises oriundas do EUA e da Europa no mercado chileno via participação acionária de quatro tipos de investidores (fundos de pensão e de investimentos, varejistas e *insiders*), constataram que mudanças na participação acionária de investidores varejistas são a principal fonte de contágio seguindo a crise americana de 2008. Em relação à crise europeia de 2011, os autores não observaram achados significantes da contribuição de investidores para contágio durante esse período, fornecendo uma possível explicação em torno de possíveis efeitos positivos da adoção do padrão IFRS naquele período, contudo sem oferecer testes nessa direção.

Destacam-se, ainda, as evidências de Dash e Maitra (2019), que examinaram o relacionamento causal entre o sentimento de mercados desenvolvidos e emergentes, no período 2007-2016. Os achados sinalizaram que o retorno de ativos, tanto de mercado desenvolvidos quanto de mercados emergentes, são afetados pelo sentimento originado em ambos os mercados, cuja explicação se daria em torno da integração de mercado. Ademais, os autores também apontaram que o sentimento de mercados emergentes é afetado pelo sentimento de mercados desenvolvidos tanto no curto quanto no longo prazo, ao passo que o sentimento de mercados emergentes afetaria o sentimento de mercados desenvolvidos apenas no longo prazo.

As evidências acima, portanto, fornecem suporte à hipótese de contágio do sentimento do investidor entre mercados, inclusive no sentido da propagação dos efeitos, independentemente da origem do sentimento, isto é, tanto o sentimento de mercados desenvolvidos quanto o sentimento de mercados emergentes afetam um ao outro. Ademais, o sentimento advindo do mercado norte americano tem se caracterizado como *proxy* relevante do sentimento global, uma vez que tem se mostrado impactar preços de ativos de diferentes mercados em torno do globo.

Dessa forma, diante dessas evidências, pode-se esperar que os efeitos adversos do sentimento nos preços de ativos captados em mercado desenvolvidos também sejam captados em mercados emergentes via sentimento contagioso, refletido na medida de sentimento global. O principal canal de propagação daqueles efeitos se daria em torno do fluxo de capital entre países, no sentido de que países exibindo maior fluxo de capital estrangeiro seriam aqueles mais sensíveis aos efeitos do sentimento global (BAKER *et al.*, 2012).

Tomadas em conjunto, até aqui, as evidências apontam o sentimento do investidor impactando adversamente preços em diferentes dimensões desse atributo, inclusive tais efeitos se propagando entre mercados via efeito contágio do sentimento. Há, de outra parte, evidências apontando a informação contábil como atributo capaz de moderar a relação entre sentimento e preços de ativos (CORNELL *et al.*, 2017), conforme será abordado na seção 2.3.

2.3 Sentimento do investidor, Preços de Ativos e Informação Contábil

Um dos principais argumentos em torno da expectativa de *mispricing* de ativos relacionado ao sentimento se refere à existência de firmas difíceis de se avaliar (as chamadas *hard-to-value*), as quais são mais sensíveis à demanda baseada em sentimento e tendem a ter maiores limites à arbitragem (BAKER; WURGLER, 2006).

Cornell *et al.* (2017), nesse contexto, posicionam que a qualidade da informação contábil serve como fator mitigante contra os efeitos do sentimento, no sentido de reduzir o *mispricing* de ativos. Os autores apontam que a informação contábil de qualidade é útil na avaliação de ativos; mesmo firmas consideradas *hard-to-value*, desde que reportando informação contábil de qualidade, permitem avaliações mais acuradas e, portanto, menor discordância entre investidores.

Considerando-se essa argumentação, os autores examinaram se a informação contábil de qualidade, tendo como *proxies* a previsibilidade do fluxo de caixa e a qualidade dos *accuals*, era capaz de atenuar os efeitos negativos do sentimento nos preços de ativos em uma amostra de firmas da CRSP/Compustat, no período 1973-2014. As evidências apontaram que o *mispricing*

é reduzido, quando a informação contábil é de alta qualidade, considerando-se as medidas de qualidade empregadas. Ademais, em firmas difíceis de avaliar e com alta qualidade, as recomendações de analistas são menos favoráveis, consistente com a alta qualidade informacional mitigando a tendência de analistas em contribuir para o *mispricing*.

Sob esse contexto, medidas associando-se a alta qualidade de agregados contábeis seriam esperadas reduzir os efeitos adversos do sentimento nos preços. Embora não refletindo medida direta de qualidade informacional, a adoção do padrão IFRS tem sido apontada como evento associado a informações contábeis divulgadas com qualidade superior (GEORGE *et al.*, 2016).

A adoção do padrão IFRS por países tem se caracterizado como um dos maiores desenvolvimentos em regulação através do mundo (GORDON *et al.*, 2012), no qual se registra, até o ano de 2021, 166 jurisdições adotantes em torno do mundo, conforme se constata na plataforma *ifrs.org*. O padrão IFRS se constitui em um conjunto único de padrões contábeis que se espera alta qualidade, compreensibilidade, aplicabilidade e aceitação global (GEORGE *et al.*, 2016), os quais são desenvolvidos pela instituição *IFRS Foundation*.

George *et al.* (2016) argumentam que explicitamente se declaram dois objetivos em torno da adoção do padrão IFRS: (i) a melhora da qualidade do reporte financeiro, e (ii) a melhora na comparabilidade das demonstrações financeiras entre países. Embora ainda não haja consenso na literatura, pesquisas tem associado a adoção do padrão IFRS à divulgação de informações contábeis de melhor qualidade (MONTROYA; MORALES, 2017; ELBAKRY *et al.*, 2017; HWANG *et al.*, 2018; KOUKI, 2018), inclusive em mercados em desenvolvimento ou emergentes (GARCÍA *et al.*, 2017; MESHARAM; ARORA, 2021; NIJAM; JAHFER, 2018; SRIVASTAVA; MUHARAM, 2021; SUWARDI, 2020).

Especificamente no contexto de mercados emergentes da América Latina, Roca (2021), examinando se a adoção obrigatória do padrão IFRS afetou o *value relevance* da informação contábil de firmas listadas na Argentina, no período 1997-2019, apontou evidências de que a adoção do referido padrão não se associou a maior *value relevance* da informação contábil naquele mercado, inclusive com indícios de redução de *value relevance* no período de adoção do padrão IFRS.

Nessa mesma linha de investigação, contudo considerando amostra de quatro países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile e México) e no período 2000-2014, García *et al.* (2017) sinalizaram aumento de qualidade, refletida na medida de *value relevance*, após adoção do padrão IFRS por aqueles países.

Considerando-se as evidências para o conjunto de países da América Latina, poderia se esperar que esse evento contribuisse para reduzir os efeitos adversos do sentimento nos preços de ativos, de modo a mitigar o efeito adverso do sentimento nos retornos subsequentes, em medida de avaliação de títulos e na associação entre preços e informação contábil.

Embora não apontando evidências diretas na direção de possível efeito atenuador da adoção IFRS na relação preço – sentimento, Figlioli *et al.* (2020) apontam indícios de que a adoção do padrão IFRS reduziu a complexidade de avaliação de firmas tidas como *hard-to-value* no contexto brasileiro. Nesse contexto, dado que aquelas firmas são mais sensíveis ao sentimento e que a menor complexidade na sua avaliação poderia se refletir em avaliações mais acuradas (menor discordância entre investidores), poderia se esperar que adoção do padrão IFRS se refletisse em atenuar os efeitos do *mispricing* em torno do sentimento.

Considerando-se, portanto, o nível das firmas, poderia se esperar que a adoção do padrão IFRS por países possa ter contribuído para redução do *mispricing* em torno do sentimento, consistente com o argumento de Cornell *et al.* (2017), dado que a qualidade informacional refletida na adoção do padrão IFRS possa ter contribuído para menor discordância entre investidores.

Embora não haja evidências explícitas naquela direção, pode-se apontar achados na direção de redução de *mispricing* de ativos seguindo adoção do padrão IFRS (CHO *et al.*, 2021; GRIFFIN *et al.*, 2022). A esse respeito, Cho *et al.* (2021) apontaram evidências de que há redução do *gap* entre preço e valor das firmas seguindo adoção do padrão IFRS na Coreia do Sul, enquanto Griffin *et al.* (2022) apontaram evidências de que, após adoção do padrão IFRS em amostra de firmas de 15 países, houve redução da previsibilidade de retorno futuros em torno de operações *shorting*, sinalizando redução de *mispricing* seguindo esse evento.

Convém destacar que esse efeito atenuador da adoção do padrão IFRS no *mispricing* de ativos é mais provável ocorrer no sentimento originado localmente nos países adotantes do referido padrão. Baker *et al.* (2012), nessa linha de argumentação, apontam que é menos provável que investidores globais atuem direcionados por informações individuais das firmas, quando comparados a investidores locais, sinalizando que é mais provável que o efeito da adoção do padrão IFRS se reflita em reduzir os efeitos adversos do sentimento local de investidores dos países adotantes, isto é, investidores locais discordariam menos sobre preços e, portanto, haveria redução no *mispricing* de ativos.

Por outro lado, a adoção do padrão IFRS também tem sido associada ao incremento de fluxo de capital entre países. Nessa direção, Gordon *et al.* (2012) examinaram se houve

incremento de fluxo de entrada de investimento direto estrangeiro (IDE) entre os países adotantes daquele padrão até a data da investigação (124 países) e no período 1996-2009. As evidências apontaram que a adoção do padrão IFRS levou a um aumento no fluxo de entrada IDE, e que esse resultado se deve principalmente ao aumento do IDE em países em desenvolvimento ou emergentes. Ressaltam que países emergentes são dependentes em receber fundos externos de instituições internacionais e que a adoção do padrão IFRS é benéfica para atrair fundos dessas instituições.

As evidências em torno do incremento de IDE seguindo adoção do padrão IFRS também são reportadas para países desenvolvidos. Golubeva (2020), examinando se ocorreu aumento de IDE de firmas suecas, na direção de 73 países, no período 2007-2014, apontou evidências sinalizando significativo impacto da adoção do padrão IFRS em incrementar o IDE por firmas suecas naquele conjunto de países. Ressalte-se que esses achados não se alinham às evidências de Gordon *et al.* (2012), de que o IFRS não impactaria o IDE de países desenvolvidos.

Ainda nessa linha, Dhaliwal *et al.* (2019) examinaram se adoção do padrão IFRS levou a maior integração entre mercados, considerando-se uma amostra de 17 países, no período 2003-2007. As evidências confirmaram o argumento de maior integração entre os mercados seguindo adoção do padrão IFRS. Ressalte-se que a maior integração entre mercados também pode se refletir em maior fluxo de capital estrangeiro entre os mesmos, o que os torna mais suscetíveis à propagação do sentimento global.

Considerando-se essas evidências sobre o incremento de fluxo de capital estrangeiro e a integração entre mercados seguindo adoção do padrão IFRS, os quais representam canal de propagação do sentimento global (BAKER *et al.*, 2012), poderia se esperar que a adoção desse padrão, por mercados emergentes, tenha aumentado os efeitos adversos do sentimento global nos preços de ativos, no sentido de maior contágio associado ao sentimento global.

Esses efeitos, de outra parte, podem se apresentar diferenciados segundo a configuração dos países emergentes. Conforme já reportado anteriormente, no contexto do mercado da China, apenas se constata evidências de efeitos negativos do sentimento global em retornos subsequentes de ativos, ao se considerar janelas de longo prazo, uma vez que há forte regulação na direção de restringir estratégias de arbitragem nesses mercados (impedimento legal para *short-selling*, por exemplo) (HAN; LI, 2017).

Em mercados emergentes da América Latina, ao menos naqueles tidos como as economias mais relevantes (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru), não se constata fortes

restrições na direção de limitar a arbitragem. Por exemplo, não há impedimento para *short-selling*, inclusive, há mecanismos que permitem tal estratégia. Nesse contexto, poderia se esperar que os efeitos do sentimento global se apresentem mesmo em janelas de curto prazo.

No contexto desses mercados emergentes e considerando-se que há evidências diretas de que o sentimento global afeta negativamente retornos subsequentes de ativos (BAKER *et al.*, 2012; DASH; MAITRA, 2019; HAN; LI, 2017; CONCETTO; RAVAZZOLO, 2019; PEREZ-LISTON *et al.*, 2018), espera-se que tal evento ocorra mais fortemente nesses mercados seguindo adoção do padrão IFRS.

Além disso, considerando-se que os principais mercados emergentes da América Latina não oferecem fortes restrições à arbitragem, espera-se que os efeitos negativos do sentimento global nos retornos subsequentes se mostrem significantes mesmo em janelas de curto prazo.

Assim, no nível agregado, espera-se que a adoção do padrão IFRS, por mercados emergentes, tenha contribuído para torná-los mais sensíveis aos efeitos do sentimento global nos retornos subsequentes, culminando na seguinte hipótese de pesquisa:

H1: A adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global nos retornos subsequentes de ativos no nível agregado de mercado.

Por outro lado, no nível firma, espera-se que a adoção do padrão IFRS, por mercados emergentes, tenha contribuído para atenuar os efeitos adversos do sentimento local nos retornos subsequentes, consistente com a seguinte hipótese de pesquisa:

H2: A adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local nos retornos subsequentes de ativos no nível firma.

As evidências empíricas, conforme já relatado, têm apontando para o sentimento do investidor de mercados desenvolvidos afetando positivamente o índice *P/E* (JITMANEEROJ, 2017; RAHMAN; SHAMSUDDIN, 2019), sinalizando que o sentimento daqueles mercados contribui para desviar o referido índice de seus componentes fundamentais. Ademais, essas evidências têm ratificado o sentimento do investidor como componente não fundamental do índice *P/E*, contudo não fornecem nem sinalização explícita sobre o impacto das diferentes fontes de sentimento nessas inferências, nem sinalização sobre possíveis medidas capazes de atenuar ou aumentar esses efeitos.

Nesse cenário, duas possíveis fontes de sentimento se apresentam para impactar o índice *P/E*: o sentimento local e o sentimento global. Conforme já relatado, é menos provável que

investidores globais direcionem suas decisões por informações individuais das firmas, quando comparados a investidores locais (BAKER *et al.*, 2012), o que pode se refletir em diferentes associações entre a fonte de sentimento e o índice *P/E*, isto é, é mais provável que o sentimento local impacte o índice *P/E* no nível firma, ao passo que seja mais provável que o sentimento global impacte o índice *P/E* no nível agregado de mercado.

Considerando-se que a adoção do padrão IFRS por países emergentes possa ter contribuído para propagação dos efeitos do sentimento oriundos de mercados desenvolvidos via incremento de fluxo de capital estrangeiro e integração entre mercados, inclusive aqueles efeitos já apontados para desvio do índice *P/E* de seus componentes fundamentais, espera-se que a adoção do padrão IFRS por países emergentes da América Latina, no nível agregado, tenha tornado o índice *P/E* mais sensível ao sentimento global, no sentido de aumentar seus efeitos no referido índice. Considerando-se tal argumentação, delinea-se a terceira hipótese de pesquisa:

H3: A adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no índice *P/E* no nível agregado de mercado.

Por outro lado, ao se considerar que a adoção do padrão IFRS por países emergentes, no nível firma, pode ter contribuído para avaliações mais acuradas das firmas por parte de investidores, inclusive, firmas mais sensíveis ao sentimento, o que poderia se refletir em índices *P/E* apresentando menor desvio, mesmo em firmas sensíveis ao sentimento, poderia se esperar que adoção do padrão também tenha potencial de atenuar o impacto do sentimento local no índice *P/E*, no sentido de atenuar o desvio no índice *P/E* atribuído ao sentimento local. Nessa linha de argumentação, tem-se a quarta hipótese de pesquisa:

H4: A adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no índice *P/E* no nível firma.

He *et al.* (2020) apontaram que o sentimento do investidor afeta a capacidade dos preços em refletir a informação contábil, especificamente na direção de menor *value relevance* da informação contábil em períodos de alto sentimento, sob o argumento da visão otimista, na qual investidores, em períodos de alto sentimento, exibem excesso de otimismo sobre futuros prospectos das firmas e são menos cuidadosos em relação à performance corrente, refletindo-se em variáveis contábeis menos relacionadas aos preços em alto sentimento.

Ademais, a literatura em torno do padrão IFRS tem apontado argumentos na direção de maior confiança de investidores estrangeiros em avaliar firmas em mercados estrangeiros após

adoção do IFRS, o que poderia se refletir na maior relevância da informação contábil para esses investidores, quando da avaliação e negociação de títulos em diversos mercados.

Vale se ressaltar que a maior confiança desses investidores, se apresentada em excesso, pode se constituir em viés comportamental de investidores e tem sido associado a desviar preços de seus fundamentos (HE *et al.*, 2020). Ademais, George *et al.* (2016) argumentam na direção de aumento de percepção positiva de investidores estrangeiros em relação ao reporte financeiro preparado sob o padrão IFRS. Nessa direção, é possível apontar evidências que sinalizam investidores do mercado norte americano reagindo positivamente ao reporte de firmas preparados sob o padrão IFRS (JOOS; LEUNG, 2013; PRATHER-KINSEY; TANYI, 2015). Ressalte-se que o sentimento do mercado norte americano tem se mostrado impactar outros mercados, inclusive direcionar grande parte do sentimento global (BAKER *et al.*, 2012). Assim, tanto a percepção positiva de investidores estrangeiros em relação ao reporte sob padrão IFRS, quanto a maior confiança desses investidores naqueles reportes também poderiam contribuir para propagação do sentimento global entre mercados.

Ressalte-se que, tanto a percepção positiva quanto a maior confiança de investidores estrangeiros em agregados contábeis preparados sob o padrão IFRS, pode se refletir no argumento de visão otimista de investidores, na qual, em períodos de alto sentimento, investidores exibem excesso de otimismo sobre futuros prospectos das firmas e são menos cuidadosos em relação à performance corrente. Sob esse contexto, investidores incorporariam ineficientemente informações contábeis nos preços, o que se refletiria em variáveis contábeis menos relacionadas aos preços (HE *et al.*, 2020).

Ademais, considerando-se as evidências de impacto negativo do sentimento do investidor no *value relevance* da informação contábil para mercados desenvolvidos, espera-se que esse efeito se propague em mercados emergentes via sentimento global e adoção do padrão IFRS por esses países, o que se reflete na quinta hipótese de pesquisa:

H5: A adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no *value relevance* da informação contábil no nível agregado de mercado.

De outra parte, pode-se esperar que o impacto negativo do sentimento do investidor no *value relevance* da informação contábil possa ser atenuado pela informação contábil de qualidade no nível firma, dado o caráter informativo desses agregados para os preços. Nessa direção, considerando-se as evidências de maior *value relevance* da informação contábil seguindo adoção do padrão IFRS por países (ELBAKRY *et al.*, 2017; GARCÍA *et al.*, 2017; KOUKI, 2018),

poderia se esperar que a adoção do padrão IFRS tenha contribuído para reduzir o efeito negativo do sentimento na relevância da informação contábil. Tal efeito, novamente, mais provável estar refletido no sentimento local dos países, quando comparado ao sentimento global, considerando-se o argumento de decisões baseadas em informações individuais das firmas (BAKER *et al.*, 2012).

Ademais, a literatura em torno do padrão IFRS tem apontado argumentos na direção de melhora na comparabilidade da informação contábil (DHALIWAL *et al.*, 2019; GEORGE *et al.*, 2016), sendo tal evento uma das explicações para maior confiança de investidores estrangeiros em avaliar firmas em mercados estrangeiros após adoção do IFRS, o que poderia se refletir na maior relevância da informação contábil para esses investidores, quando da avaliação e negociação de títulos em diversos mercados. Portanto, no nível firma, poderia se esperar que a adoção do padrão IFRS contribua para atenuar os efeitos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil, consistente com a sexta hipótese de pesquisa:

H6: A adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil no nível firma.

Por todo o exposto, esta pesquisa assume a premissa conceitual de que a adoção do padrão IFRS em mercados emergentes, caso de mercados da América Latina, pode, por um lado, atenuar os efeitos do sentimento local nos preços de ativos no nível firma, mas, por outro lado, aumentar os efeitos associados ao sentimento global no nível agregado.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A amostra foi composta de firmas de cinco países relevantes da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru). O sentimento foi mensurado, considerando-se suas distintas fontes, quais sejam: o sentimento global, mensurado segundo o índice de sentimento para o mercado norte americano (BAKER; WURGLER, 2006), e o sentimento local de cada país, mensurado segundo abordagem de Baker *et al.* (2012). A adoção do padrão IFRS foi mensurada por uma variável dummy em duas formulações, considerando tanto grupos de adotantes e não adotantes, quanto formulação tradicional para corte temporal para períodos pré e pós-adoção do referido padrão. Delinearam-se modelos para testes em relação ao impacto da interação entre as fontes de sentimento e IFRS nos retornos subsequentes de ativos, em medida de avaliação de ativos (índice *P/E*) e no *value relevance* da informação contábil, utilizando-se estimadores para dados em painel *Within*, Variáveis Instrumentais (IV) e *Generalized Method of Moments* (GMM) via abordagem *Diff-in-Diff* (DiD) e segundo amostra total.

3.1 Amostra e coleta de dados

A composição da amostra levou em consideração firmas da Argentina, Brasil, Chile, México e Peru. Esses países representam as cinco economias mais relevantes no contexto de mercados emergentes da América Latina no ano de 2019, conforme dados do World Bank (<https://data.worldbank.org/>), bem como as cinco maiores capitalizações de mercado da América Latina no ano de 2019, conforme dados do World Federation of Exchanges (<https://www.world-exchanges.org/>). A classificação desses mercados em emergentes levou em consideração o critério de classificação proposto pela Morgan Stanley - MSCI (<https://www.msci.com/market-classification>). Ressalte-se, ainda, que a escolha desses países levou em consideração a disponibilidade de dados agregados e no nível firma para execução dos testes propostos.

Ademais, esses países adotaram o padrão IFRS em diferentes períodos, permitindo se examinar possíveis diferenças em torno da investigação proposta por esta tese, conforme se apresenta detalhamento dos diferentes períodos de adoção no Quadro 1:

Quadro 1 – Adoção do padrão IFRS por países emergentes da América Latina

País	Ano de início da convergência	Ano de adoção obrigatória	Tipo Adoção ¹
Argentina	2009	2012	Full
Brasil	2007	2010	Modificada
Chile	2008	2009 ²	Full
México	2009	2012	Full
Peru	2010	2012	Full

Nota:¹ Adoção do tipo Full refere-se à adoção dos padrões emitidos pelo Board IFRS sem a ocorrência de qualquer modificação por parte do país adotante, ao passo que a adoção do tipo Modificada refere-se à adoção dos padrões IFRS, na qual os países adotantes permitiram modificações nos padrões originais emitidos pelo Board IFRS ou mesmo eliminaram a aplicação de determinados padrões (o Brasil, por exemplo, eliminou a aplicação da IAS 16, relativa à reavaliação de ativos imobilizados). ² Período inicial de exigência do padrão para grandes firmas

Fonte: ifrs.org e iasplus.com.

Ressalte-se que o ano de adoção obrigatória do padrão IFRS pelos países representa o objeto de interesse desta investigação, no sentido de refletir o mercado como um todo desses países, divulgando informações preparadas sob aquele padrão contábil. Embora o evento de adoção obrigatória do padrão exiba potenciais problemas de contaminação, tal evento é menos sujeito ao viés de autosseleção e problemas de endogeneidade encontrados no evento adoção voluntária do padrão (GEORGE *et al.*, 2016). Uma possível fonte de contaminação do evento adoção obrigatória se daria em função do aumento de *enforcement* nos países adotantes (GEORGE *et al.*, 2016). Contudo, há evidências na direção de pouca mudança substancial dessa característica institucional em torno da adoção obrigatória do padrão em países da América Latina (MOURA; GUPTA, 2019), o que se reflete em amostra de países menos suscetível àquele problema.

Convém destacar que Brasil e Chile exibem período de adoção do padrão IFRS diferenciado de Argentina, México e Peru, os quais também exibem mesmo ano de adoção integral, de forma que se torna possível o exame de possíveis diferenças entre esses grupos de países.

Em relação à composição final da amostra, foram aplicados os seguintes filtros: a) firmas com patrimônio líquido negativo foram excluídas, dado seu impacto nos testes envolvendo carteiras formadas a partir desse atributo (*book-to-market*, por exemplo), conforme já relatado em pesquisas anteriores (BAKER *et al.*, 2012); b) firmas que não apresentaram valor de mercado em 31 de dezembro ou 30 de junho de cada ano foram excluídas, pois esse valor é base para formação de carteiras; c) firmas que não apresentaram dados contábeis para cálculo das variáveis da pesquisa foram excluídas; d) também foram excluídas firmas financeiras, ao se considerar testes envolvendo value relevance da informação contábil, uma vez que a contabilidade dessas

firmas exibe características distintas das demais firmas. Ressalta-se que, no testes envolvendo abordagem DiD e com firmas diretamente, foi requerido que firmas tivessem os dados necessários para execução da pesquisa nos anos de 2009 e 2010, bem como que tivessem dados em período anterior a esses anos (2004-2008), possibilitando a comparação das mesmas firmas entre os períodos de adoção do padrão IFRS pelos países adotantes, conforme procedimento similar já aplicado em outras pesquisas (DHALIWAL *et al.*, 2019).

Ademais, foram empregadas análises quanto à consistência dos dados, no sentido de se excluir possíveis observações sem sentido real, como, por exemplo, ativos ou receitas com valores negativos ou mesmo patrimônio líquido maior que o ativo. Por fim, nos testes envolvendo firmas diretamente, processou-se winsorização das variáveis contínuas relacionadas às firmas nos seus percentis 1 e 99.

O período da investigação levou em consideração eventos entre os anos 2004 e 2018, de modo a captar período relevante antes e após adoção integral do padrão IFRS pelos países da amostra. A escolha do limite inferior desse período levou em consideração atender requerimentos mínimos de formação de carteiras, como, por exemplo, cada carteira possuir, ao menos, quatro ativos em todos os países da amostra, ao passo que a escolha do limite superior levou em consideração a disponibilidade máxima da série de sentimento do investidor para o mercado norte americano até a presente data. Convém ressaltar que foram consideradas tanto empresas ativas quanto inativas nesse período, no sentido de se evitar possível viés de sobrevivência.

Considerando-se que os testes envolvem diferentes abordagens, testes no nível agregado e mensal, bem como testes no nível firma e anual, a quantidade de firmas-observações varia em função dessas abordagens. Apesar disso, pode-se apontar, por ano, um máximo(mínimo) de 74(1) firmas na Argentina, 253(22) firmas no Brasil, 134(3) firmas no Chile, 127(8) firmas no México e 73(17) firmas no Peru.

Os dados necessários para o processamento da pesquisa foram coletados nas seguintes bases:

- a) Thomson Reuters[®]: utilizada para coleta de dados contábeis e de mercado;
- b) Plataformas ifrs.org e iasplus.com: necessárias para se captar as datas de adoção do padrão IFRS pelos países da amostra;
- c) Sítio eletrônico do prof. Jeffrey Wurgler (<http://people.stern.nyu.edu/jwurgler/>): necessário para acesso atualizado à série de sentimento para o mercado norte americano;
- d) Sítios eletrônicos do Banco Mundial e do *National Bureau of Economic Research* (NBER):

necessários para acesso a dados macroeconômicos dos países da amostra;

- e) Portal *yahoo!finance* (<https://finance.yahoo.com>), acessado via *package quantmod* no software R: necessário para coleta das séries de índices amplos de mercado dos países.

Destaca-se, por fim, que os dados refletindo valores monetários foram coletados em moeda única, neste caso, considerando-se o dólar americano (opção USD na Thomson Reuters[®]), no sentido de evitar possíveis diferenças entre os países da amostra, no que tange suas distintas moedas.

3.2 Estratégias dos testes *Diff-in-Diff* e por país

A estratégia DiD é uma abordagem tipicamente utilizada por pesquisadores para se medir os efeitos da adoção do padrão IFRS (GEORGE *et al.*, 2016). Em sua versão padrão, conhecida por DiD 2x2, examina-se diferenças entre duas dimensões (BARTH; ISRAELI, 2013). Na literatura em experimento natural, geralmente, tais dimensões se referem a dois grupos (tratamento e controle) e dois períodos de tempo (antes e após a intervenção) (ANGRIST; PISCHKE, 2008).

Com suporte na abordagem DiD aplicada por Barth e Israeli (2013), os quais desenvolvem abordagem de exame de diferenças na liquidez segundo às dimensões adoção do padrão IFRS e mudanças no *enforcement*, desenvolveu-se estratégia DiD similar para exame do efeito conjunto da adoção do padrão IFRS pelos países da América Latina e das medidas de sentimento do investidor nos preços de ativos desses mercados.

Para tanto, propõe-se modelo em que se regride as variáveis de interesse da pesquisa (*DEP*) em variáveis *dummy* indicadoras tanto para a adoção do padrão IFRS pelos países (IFRS) quanto para períodos de alto sentimento global (*ASG*) e alto sentimento local (*ASL*), conforme se expõe na Equação 2:

$$DEP_n = \lambda_0 + \lambda_1 ASG + \lambda_2 ASL + \lambda_3 IFRS + \lambda_4 ASG * IFRS + \lambda_5 ASL * IFRS + \lambda_6 CONTROLES + \varepsilon \quad (2)$$

Em que:

DEP = variável dependente de interesse *n*;

IFRS = *dummy* indicadora de adoção do padrão IFRS obrigatória pelos países;

ASG = *dummy* indicadora de períodos de alto sentimento global;

ASL = *dummy* indicadora de períodos de alto sentimento local;

CONTROLES = matriz de variáveis de controle;
 ε = termo de erro do modelo.

Os coeficientes λ_1 e λ_2 representam os efeitos do alto sentimento global e local em países que não adotaram o padrão IFRS, e as somas dos coeficientes (ASG e $IFRS * ASG$; ASL e $IFRS * ASL$) captam os efeitos do alto sentimento global e local em países que adotaram o padrão IFRS. Os termos de interação, $IFRS * ASG$ e $IFRS * ASL$, representam a diferença entre os efeitos anteriormente apontados, portanto os estimadores DiD, conforme se expressa nas Equações 3 e 4:

$$\lambda_4 = \{E[DEP|ASG = 1, IFRS = 1] - E[DEP|ASG = 1, IFRS = 0]\} - \{E[DEP|ASG = 0, IFRS = 1] - E[DEP|ASG = 0, IFRS = 0]\} \quad (3)$$

$$\lambda_5 = \{E[DEP|ASL = 1, IFRS = 1] - E[DEP|ASL = 1, IFRS = 0]\} - \{E[DEP|ASL = 0, IFRS = 1] - E[DEP|ASL = 0, IFRS = 0]\} \quad (4)$$

Considerando-se que os países da amostra adotaram o padrão em distintos períodos, utilizou-se tal característica para se aplicar o estimador DiD. Nessa direção, Brasil e Chile figuraram como países adotantes, por terem adotado obrigatoriamente o padrão IFRS em 2010 e 2009, respectivamente, ao passo que Argentina, México e Peru representaram países não adotantes e, portanto, os contrafactuais necessários para se examinar as diferenças entre adotantes e não adotantes, haja vista que esses países apenas adotaram o padrão obrigatoriamente a partir do ano de 2012. Ademais, os testes segundo abordagem DiD levam em consideração apenas eventos até o ano de 2011, de forma que os contrafactuais nunca tenham adotado o padrão no período de teste. Embora os países da amostra forneçam configuração que permita o uso do DiD, convém destacar que o curto período de tempo (dois anos) para análise das diferenças entre os países adotantes e não adotantes do padrão IFRS apenas permite que se capte um efeito de curto prazo da adoção do padrão, refletindo-se, portanto, em uma limitação da pesquisa.

Vale se ressaltar que os testes foram executados separadamente para Brasil e Chile, isto é, em uma formulação se considerou apenas Brasil como adotante e se excluiu o Chile dos testes (formulação DiD-Br), ao passo que em outra formulação se considerou apenas o Chile

como adotante e se excluiu o Brasil dos testes (formulação DiD-Ch), no sentido de se evitar possível contaminação nos testes. Ademais, a adoção do padrão IFRS por ambos os países se deu em formatos diferentes, uma vez que, no Brasil, a adoção se deu no formato modificado (modified), ao passo que, no Chile, o formato de adoção se deu na forma completa (full). Assim, tal abordagem de teste permite que se verifiquem diferenças, inclusive, oriundas do formato de adoção do padrão IFRS pelos países.

Ressalta-se que os testes para o modelo expresso na Equação 2 consideram tanto nível agregado de países quanto nível firma. Neste último, aplicou-se abordagem similar ao realizado por Dhaliwal *et al.* (2019), na direção de que firmas tenham dados necessários aos testes tanto em período pré-IFRS quanto no período pós-IFRS (ao menos, nos anos de 2009 e 2010), de forma que se pudesse comparar as mesmas firmas entre os dois períodos tanto no Brasil quanto no Chile. Tal procedimento mitiga possíveis erros de contaminação e vieses levantados por variáveis omitidas correlacionadas (GEORGE *et al.*, 2016).

Destaca-se, ainda, que foram adicionadas variáveis de controle (*CONTROLES*) na Equação 2, no sentido de se considerar diferenças observáveis e não observáveis entre os grupos como, por exemplo, efeitos fixos individuais e de tempo, bem como controles condicionados à variável dependente de interesse e abordagem de teste aplicada (nível agregado ou nível firma).

Além da abordagem de testes DiD, também foram empregados testes com amostra considerando-se todos os países conjuntamente (Amostragem total), em que a variável IFRS indica período pré ou pós-adoção IFRS em cada um dos países da amostra, utilizando-se os períodos de adoção definidos conforme Quadro 1. Embora tal abordagem forneça evidências menos robusta no efeito causal da adoção do padrão IFRS na relação entre sentimento e preços de ativos, destaca-se que ela pode fornecer insights adicionais em torno dessa relação, ao se considerar o conjunto de países e maior período temporal de análise.

Considerando-se, portanto, as duas abordagens de testes apresentadas, a variável IFRS assumiu duas formulações possíveis, para indicar a adoção do padrão pelos países: (i) variável *dummy*, a qual assumiu 1 nos anos de adoção do padrão IFRS por Brasil e Chile e 0, caso contrário nesses países, e em todos os períodos (2004-2011) na Argentina, México e Peru; (ii) variável *dummy*, a qual assumiu 1 nos períodos de adoção do padrão IFRS por cada país e 0, caso contrário.

Na sequência, descrevem-se os modelos econométricos específicos para testes de cada hipótese de pesquisa, fundamentando-se no modelo genérico expresso na Equação 2, bem como

também se descrevem as variáveis utilizadas nos modelos.

3.3 Modelos econométricos e definição das variáveis

3.3.1 Hipóteses de Pesquisa 1 e 2

Para analisar as hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global nos retornos subsequentes de ativos no nível agregado de mercado (H_1) e de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local nos retornos subsequentes de ativos no nível firma (H_2), foram propostos dois modelos, tomando-se como referência as abordagens de Baker *et al.* (2012) e Han e Li (2017).

Para os testes em torno de H_1 , foi proposto modelo no nível de mercado, conforme Equação 5:

$$Ret_{MKT,c,k+1} = \alpha_{0c} + \alpha_1 ASG_k + \alpha_2 ASL_{c,k} + \alpha_3 IFRS_{c,k} + \alpha_4 ASG_k * IFRS_{c,k} + \alpha_5 ASL_{c,k} * IFRS_{c,k} + \alpha_6' Z + \psi_{c,k+1} \quad (5)$$

Em que:

$Ret_{MKT,c,k+1}$ = retorno mensal em excesso à taxa livre de risco de carteiras de mercado do país c no mês $k + 1$;

ASG_k = medida representativa do alto sentimento global no mês k ;

$ASL_{c,k}$ = medida representativa do alto sentimento local no país c e no mês k ;

$IFRS_{c,k}$ = capta o período de adoção do padrão IFRS no país c e no mês k ;

Z = matriz de variáveis de controle capazes de afetar retorno no nível agregado, tais como, variáveis macroeconomicas;

ψ_{k+1} = termo de erro da regressão.

Os retornos mensais de índices de mercado (Ret_{MKT}) foram mensurados pelos retornos de carteiras de mercado ponderadas por valor de mercado para cada país da amostra, conforme aplicado por Baker *et al.* (2012). Ret_{MKT} é o retorno em excesso da carteira de mercado de cada país, com retorno ponderado pelo valor de todas as ações presentes na amostra de cada país no mês k . Para cálculo do retorno em excesso, utilizou-se a taxa básica anual de juros de cada país, transformando-a em taxa mensal para cálculo do retorno em excesso mensal.

O sentimento global ($SENT^{Global}$), por sua vez, teve como *proxy* o índice de sentimento do investidor estimado mensalmente para o mercado norte americano por Baker e Wurgler

(2006), conforme realizado por outras pesquisas (HAN; LI, 2017), uma vez que o sentimento do mercado norte americano é o que mais contribui para o contágio do sentimento global (BAKER *et al.*, 2012). O índice é baseado na primeira componente de uma análise de componentes principais (ACP), com as seguintes cinco *proxies* de dados de mercado: o volume de IPO, o retorno do primeiro dia do IPO, a emissão de novas ações, o prêmio de dividendos e o desconto de fechamento dos fundos. Considerando-se tal medida, mensurou-se o indicador para alto sentimento global (ASG) por meio de variável *dummy*, a qual assumiu 1, quando $SENT^{Global}$ (padronizada no período da pesquisa) é positiva, e 0, caso contrário.

Em relação à mensuração do sentimento local ($Sent^{Local}$) de cada país da amostra, primeiro utilizou-se a abordagem utilizada por Baker *et al.* (2012), na qual se regridiu o sentimento total de investidores ($Sent^{Total}$) de cada país da amostra na medida de sentimento global definida anteriormente ($Sent^{Global}$) e, após obtenção dos resíduos dessa regressão, utilizou-se esses resíduos como medida de sentimento local ($Sent^{Local}$). Por fim, mensurou-se o indicador para alto sentimento local (ASL) por meio de variável *dummy*, a qual assumiu 1, quando $Sent^{Local}$ (padronizada no período da pesquisa) é positiva, e 0, caso contrário.

$SENT^{Total}$, por sua vez, foi baseada na primeira componente principal de uma análise de componentes principais estimada para cada país, a partir das seguintes três medidas: prêmio de volatilidade ($PVOL$), volume de IPO's ($NIPO$) e turnover de mercado ($TURN$), similar às variáveis utilizadas por Baker *et al.* (2012), excetuando-se apenas que os autores também utilizaram o retorno do primeiro dia de IPO, contudo não sendo possível nesta pesquisa, por indisponibilidade de dados para sua mensuração em todos os países da amostra. $PVOL$ foi mensurada pela diferença entre os logs do *market-to-book* de firmas com volatilidade total (desvio padrão dos retornos mensais de 12 meses em janela móvel) nos quantis 30% superior e inferior da distribuição dessa variável, conforme Baker *et al.* (2012); $NIPO$ considerou tanto IPO's quanto follow-on's e foi mensurada pela média móvel de 12 meses, uma vez que as séries nos países exibem grande quantidade de meses sem qualquer IPO ou follow-on; *turnover* foi mensurada pela razão entre o volume financeiro médio no mês e a capitalização do mercado no mês. Ressalte-se que, anterior ao procedimento de ACP, $TURN$ foi escalada por sua média móvel de seis meses, para aliviar problemas de tendência, bem como as três variáveis foram ortogonalizadas pelas variáveis macroeconômicas anuais crescimento da despesa de consumo ($CCON$), crescimento da produção industrial (CPI), tendo como *proxy* o crescimento do PIB industrial de cada país da amostra, inflação (INF), crescimento do emprego ($CEMP$) e taxa de

juros de curto prazo (TJCP), conforme realizado por Baker *et al.* (2012).

A variável representativa da adoção do padrão IFRS (IFRS), por seu turno, foi mensurada segundo as duas formulações destacadas na subseção 3.2. Na primeira, utilizou-se variável *dummy*, a qual assumiu 1 para o ano de adoção integral do padrão e para o ano seguinte à adoção nos países adotantes (Brasil e Chile), e 0, para os demais períodos nesses países e todos os períodos nos países não adotantes (Argentina, México e Peru). A escolha por estender ao período seguinte à adoção, no grupo adotante, visa fornecer maior robustez aos testes, haja vista tal possibilidade entre os períodos de adoção nos referidos grupos. Já na segunda formulação, IFRS representa corte temporal para adoção integral IFRS pelos países por meio de variável *dummy*, a qual assumiu 1 para o período de adoção do padrão e 0 para os demais períodos. Ressalte-se que essa formulação permitiu que fosse utilizado o período completo proposto para a pesquisa (2004-2018).

Em relação às variáveis de controle (Z) usadas na Equação 5, utilizaram-se variáveis macroeconômicas que representariam prováveis mudanças nos fundamentos (HAN; LI, 2017), quais sejam: indicador para ciclos dos negócios (ICN), tendo como *proxy* o crescimento do emprego (SHI *et al.*, 2020); crescimento da produção industrial (CPI), tendo como *proxy* o crescimento do PIB industrial de cada país da amostra; e índice P/E agregado (P/E), estimado para cada país da amostra. Também se adicionou, na matriz Z , variável representativa do fluxo de capital estrangeiro entre países (IDE), tendo como *proxy* o fluxo líquido de investimento estrangeiro direto (BAKER *et al.*, 2012).

Já para os testes direcionados à análise de H_2 , foi proposto o modelo no nível firma, conforme Equação 6:

$$Ret_{Long-Short,c,k+1} = \beta_{0c} + \beta_1 ASG_k + \beta_2 ASL_{c,k} + \beta_3 IFRS_{c,k} + \beta_4 ASG_k * IFRS_{c,k} + \beta_5 ASL_{c,k} * IFRS_{c,k} + \beta_6' \kappa + \mu_{c,k+1} \quad (6)$$

Em que:

$Ret_{Long-Short,c,k+1}$ = retorno mensal em excesso à taxa livre de risco de carteiras *long-short* ponderadas por valor de mercado formadas nos atributos tamanho, volatilidade total, *book-to-market* e crescimento das vendas no país c no mês $k + 1$;

ASG_k = medida representativa do alto sentimento global no mês k ;

$ASL_{c,k}$ = medida representativa do alto sentimento local no país c e no mês k ;

$IFRS_{c,k}$ = capta o período de adoção do padrão IFRS no país c e no mês k , mensurada

conforme anteriormente descrito na Equação 5;

κ = matriz de variáveis de controle capazes de afetar o retorno das carteiras, tais como o retorno de mercado, tamanho da firma e índice *book-to-market*;

$\mu_{c,k+1}$ = termo de erro da regressão.

Os retornos de carteiras *long-short* foram mensurados pelo retorno em excesso mensal de carteiras formadas nos atributos tamanho (*Tam*) – capitalização de mercado no mês de junho; volatilidade total (*Vol*) - desvio padrão dos retornos mensais de 12 meses no mês de junho; *book-to-market* (*BM*) - razão entre o patrimônio líquido (PL) e o valor de mercado das firmas ao fim do ano; crescimento das vendas (*Cresc*) – variação das receitas no ano anterior. As carteiras variam por país e ano, seguindo Baker *et al.* (2012); as carteiras são rebalanceadas anualmente, em todo mês de junho. Novamente, utilizou-se a taxa básica anual de juros de cada país, transformando-a em taxa mensal para cálculo do retorno em excesso mensal.

Similar a Baker *et al.* (2012), construíram-se seis carteiras *long-short* representativas de características de firmas tidas como *hard-to-value*, conforme a seguir: a) para tamanho, mensurou-se a diferença entre os retornos dos quantis inferiores 30% e quantis superiores 30%; b) para volatilidade, mensurou-se a diferença entre os retornos dos quantis superiores 30% e quantis inferiores 30%; c) para oportunidades de crescimento baseado em *BM*, mensurou-se a diferença entre os retornos dos quantis inferiores 30% e quantis medianos 40%; d) para oportunidades de crescimento baseado em *Cresc*, mensurou-se a diferença entre os retornos dos quantis superiores 30% e quantis medianos 40%; e) para firmas em dificuldades baseando-se em *BM*, mensurou-se a diferença entre os retornos dos quantis superiores 30% e quantis medianos 40%; f) para firmas em dificuldades baseando-se em *Cresc*, mensurou-se a diferença entre os retornos dos quantis inferiores 30% e quantis medianos 40%.

Em relação às variáveis de controle (κ) usadas na Equação 6, foram utilizados os fatores construídos baseados no modelo 3 fatores (*MKT*, *SMB* e *HML*) de Fama e French (1993), conforme aplicado por Baker *et al.* (2012). Para tanto, foram aplicados critérios similares aos de Fama e French (1993) para formação dos fatores *SMB* e *HML*, quais sejam: a) combinações 2x3 de tamanho (mediana) e *book-to-market* (percentis 30 e 70), cuja interseção produz seis carteiras; b) *SMB* é a média de retorno das três carteiras de firmas pequenas menos a média de retorno das três carteiras de firmas grandes; c) *HML* é a média de retorno das duas carteiras de firmas com alto *book-to-market* menos a média de retorno das duas carteiras de firmas com baixo *book-to-market*; d) o retorno médio mensal das carteiras é ponderado por valor, de julho de cada

ano até junho do ano seguinte, rebalanceando-as anualmente, todo mês de junho. Ressalte-se que o fator MKT corresponde à variável Ret_{MKT} , conforme já definida anteriormente.

Considerando-se as Equações 5 e 6, espera-se que os coeficientes α_1 , α_2 , β_1 e β_2 se apresentem negativos e significantes, o que sinalizaria impacto negativo tanto do sentimento global quanto do sentimento local nos retornos de ativos antes da adoção do padrão IFRS e, portanto, ocorreria *mispicing* mesmo em período pré-IFRS. Ademais, espera-se α_4 negativo e significativo, apontando para aumento da propagação dos efeitos do sentimento global nos retornos no nível agregado e seguindo adoção do padrão IFRS, alinhando-se à H_1 , bem como se espera β_5 positivo e significativo, apontando para atenuação do efeito do sentimento local no retorno dos ativos no nível firma seguindo adoção do padrão IFRS, alinhando-se à H_2 .

Para os testes em torno das Equações 5 e 6, tanto na abordagem DiD quanto na abordagem Amostra total, utilizou-se o estimador de efeitos fixos na abordagem Within, no sentido de se considerar a heterogeneidade não observada dos países envolvidos na estimação, conforme também aplicado por Baker *et al.* (2012).

Os erros padrões, por sua vez, foram estimados segundo a abordagem de Driscoll e Kraay (1998), a qual se mostra robusta à heterocedasticidade (condicional, inclusive) e dependência temporal em painéis do tipo N pequeno e T grande. O estimador variância-covariância não paramétrico proposto Driscoll e Kraay (1998) é uma extensão do estimador Newey e West, o qual se mostra robusto a diversas formas de dependência espacial e temporal, à medida que a dimensão temporal torna-se grande e, inclusive, em casos em que N (unidades de análise) torna-se grande, conforme Driscoll e Kraay (1998). Driscoll e Kraay (1998) resumem os seguintes passos para se chegar ao estimador: (1) estime os resíduos de um modelo por MQO em *cross-section*; (2) construa uma sequência de médias cross-section das condições de ortogonalidade estimadas, $h_t(\beta) = N^{(-1)} \sum_{i=1}^N x_{it} \hat{e}_{it}$; (3) aplique o estimador padrão Newey e West (1987).

Processou-se testes Dick-Fuller aumentados, para exame da estacionariedade das séries das variáveis dependentes utilizadas nas Equações 5 e 6, utilizando-se *drift* e máximo de 10 *lags*.

Ressalta-se que foram processados testes para exame da assunção de tendências paralelas entre grupos antes das estimações envolvendo a abordagem DiD, sendo tais procedimentos realizados por meio de análise gráfica e de modelos estimados com tendências distintas entre grupos, seguindo Wing *et al.* (2018). Ademais, considerando-se que as estimações das Equações 5 e 6 não são robustas à endogeneidade, testou-se se a assunção de exogeneidade estrita se mantinha por meio do teste de causalidade do tipo Granger (WING *et al.*, 2018), no qual se

adicionou *leads* das variáveis $ASG * IFRS$ e $ASL * IFRS$ representativos do ano da adoção do padrão IFRS pelos países (12 *leads* para frequência mensal) nos modelos processados por meio da abordagem DiD, de forma a se captar se os efeitos da adoção do padrão IFRS eram antecipados no período corrente de análise.

3.3.2 Hipóteses de Pesquisa 3 e 4

Em relação às análises das hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no índice P/E no nível agregado de mercado (H_3) e de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no índice P/E no nível firma (H_4), foram delineados modelos para testes no nível agregado seguindo Rahman e Shamsuddin (2019), bem como testes no nível firma seguindo Jitmaneroj (2017).

Para os testes em torno de H_3 , considerando-se nível agregado, foi proposto o modelo expresso na Equação 7:

$$\ln(P/E_{c,k}) = \gamma_0c + \gamma_1ASG_k + \gamma_2ASL_{c,k} + \gamma_3IFRS_{c,k} + \gamma_4ASG_k * IFRS_{c,k} + \gamma_5ASL_{c,k} * IFRS_{c,k} + \gamma_6\ln(P/E_{c,k-1}) + \gamma_7'H + \varphi_{c,k} \quad (7)$$

Em que:

$\ln(P/E_{c,k})$ = log natural do índice P/E agregado mensal no país c no mês k ;

ASG_k = medida representativa do alto sentimento global no mês k , mensurada conforme anteriormente descrito na Equação 5;

$ASL_{c,k}$ = medida representativa do alto sentimento local no país c e no mês k , mensurada conforme anteriormente descrito na Equação 5;

$IFRS_{c,k}$ = capta o período de adoção do padrão IFRS no país c e no mês k , mensurada conforme anteriormente descrito na Equação 5;

H = matriz de variáveis representativas dos fundamentos que determinam P/E ;

$\varphi_{c,k}$ = termo de erro da regressão.

O índice P/E foi mensurado pela razão entre o valor de mercado dos ativos e o total dos lucros reportados por esses ativos nos mercados de cada país da amostra, tomando-se o lucro reportado dos últimos 12 meses no denominador, caracterizando o chamado P/E móvel, conforme Rahman e Shamsuddin (2019).

A matriz de variáveis representativas dos componentes fundamentais do índice P/E (H),

conforme Rahman e Shamsuddin (2019), foi formada pelas seguintes variáveis: índice *payout* (*IPAY*), mensurado pelo log natural do índice *payout* representativo da carteira de mercado de cada país da amostra; *CPI*, tendo como *proxy* o crescimento do PIB industrial de cada país da amostra; variação nas taxas de juros de curto prazo (*VTJCP*), tendo como *proxy* a variação da taxa relacionada ao título T-bill de 1 mês; volatilidade do mercado (*VOL*), mensurada pela soma mensal do quadrado dos retornos diários da carteira de mercado de cada país. Ressalta-se que *IPAY* e *CPI* são mensuradas anualmente e, seguindo abordagem similar a Baker *et al.* (2012), são consideradas variáveis que prevalecem durante os meses do ano seguinte para predizer o *P/E* mensal desse ano (exemplo: o *CPI* de 2017 é utilizado como preditor dos *P/E* mensais do ano de 2018).

Já para os testes em torno de H_4 , considerando-se nível firma, foi proposto o modelo expresso na Equação 8:

$$\ln(P/E_{i,c,j}) = \tau_{0i} + \tau_1 ASG_j + \tau_2 ASL_{c,j} + \tau_3 IFRS_{c,j} + \tau_4 ASG_j * IFRS_{c,j} + \tau_5 ASL_{c,j} * IFRS_{c,j} + \tau_6 \ln(P/E_{i,c,j-1}) + \tau_7 \mathbf{N} + v_{i,c,j} \quad (8)$$

Em que:

$\ln(P/E_{i,c,j})$ = log natural do índice *P/E* mensal da firma *i* no país *c* no mês *k*;

ASG_j = medida representativa do alto sentimento global no trimestre *j*;

$ASL_{c,j}$ = medida representativa do alto sentimento local no país *c* e no trimestre *j*;

$IFRS_{c,k}$ = capta o período de adoção do padrão IFRS no país *c* e no mês *k*, mensurada conforme anteriormente descrito na Equação 5;

\mathbf{N} = matriz de variáveis representativas dos fundamentos que determinam *P/E*;

$v_{i,c,j}$ = termo de erro da regressão.

O índice *P/E* da firma foi mensurado pela razão entre seu valor de mercado e seu lucro total reportado nos últimos 12 meses para cada trimestre.

Especificamente nos testes em frequência trimestral, como aquele expresso na Equação 8, *ASG* e *ASL* foram mensuradas considerando-se a média das variáveis $Sent^{Global}$ e $Sent^{Local}$ no trimestre, respectivamente; tanto *ASG* quanto *ASL* são mensuradas por meio de variável *dummy*, as quais assumiram 1, quando as médias de $Sent^{Global}$ e $Sent^{Local}$ são positivas no trimestre, e 0, caso contrário.

A matriz de variáveis representativas dos componentes fundamentais do índice *P/E* (\mathbf{N}),

conforme Jitmaneeroj (2017), foi formada pelas seguintes variáveis: índice *dividend payout ratio* (*DPR*), mensurado pelo log natural da razão entre os dividendos pagos e os lucros reportados anuais disponíveis no trimestre; crescimento dos lucros (*g*), mensurado pela variação percentual dos lucros no trimestre; taxa de juros livre de risco (*RF*), tendo como *proxy* a taxa básica da economia de cada país da amostra ajustada para o trimestre; retorno em excesso da firma (*ERET*), mensurado pela diferença entre o retorno da firma e sua taxa livre de risco (*RF*) no trimestre; capitalização de mercado (*CAP*), tendo como *proxy* o valor de mercado das firmas ao final de cada trimestre; índice de endividamento (*ENDIV*), mensurado pela razão entre as dívidas totais e o ativo das firmas no trimestre.

Considerando-se as Equações 7 e 8, espera-se que os coeficientes τ_2 e γ_1 se apresentem positivos e significantes nas duas abordagens de testes, o que apontaria para impacto tanto do sentimento global quanto do sentimento local em desviar o índice *P/E* de seus fundamentos no grupo não adotante do padrão IFRS. Ademais, como suporte em H_3 , espera-se que γ_4 se apresente positivo e significativo na abordagem de testes no agregado, indicando que a adoção do padrão IFRS aumentou a propagação dos efeitos do sentimento global no índice *P/E*, ao passo que, com suporte em H_4 , espera-se que τ_5 se apresente negativo e significativo na abordagem de testes no nível firma, o que indicaria que adoção do padrão IFRS atenuou o efeito do sentimento local no índice *P/E*.

Em relação aos testes relacionados às Equações 7 e 8, utilizou-se estimadores robustos à possível presença de endogeneidade nos modelos. Na Equação 7, Rahman e Shamsuddin (2019) adicionaram a variável dependente defasada como forma de aliviar a autocorrelação, dada a elevada persistência do índice *P/E*. Contudo, a confirmação dessa persistência aponta para efeito dinâmico dessa variável, o que representa uma das causas da endogeneidade (GREENE, 2011).

Assim, as estimações da Equação 7, tanto na abordagem DiD quanto na abordagem Amostra total, deram-se por meio do estimador de variáveis instrumentais (IV), utilizando-se a segunda defasagem do índice *P/E* como instrumento. Já na Equação 8, também considerando a possível existência de endogeneidade no modelo, as estimações foram processadas por *System Generalized Method of Moments* (Sys-GMM) em ambas as abordagens de testes, com procedimento *two-step* (maior eficiência em relação ao *one-step*) e correção para amostras finitas segundo Windmeijer (2005), em que se utiliza prioritariamente a partir da segunda defasagem do índice *P/E* como instrumento. Vale se ressaltar que a escolha das defasagens do índice *P/E* como instrumentos nas estimações se dá, principalmente, pelas evidências de que a variável pode ser

caracterizada por um processo AR(1) (RAHMAN; SHAMSUDDIN, 2019), bem como pela falta de instrumentos testados consistentemente na literatura. Ressalta-se, ainda, que a escolha entre o estimador IV e Sys-GMM levou em consideração as características dos dados testados, uma vez que o Sys-GMM é desenhado para situações específicas, como, por exemplo, alguns poucos períodos de tempo e muitos indivíduos ou mesmo a presença de variável dependente dinâmica (ROODMAN, 2009).

Convém destacar, também, que foram processados testes Dick-Fuller aumentados para exame da estacionariedade das variáveis nos painéis para as equações 7 e 8, utilizando-se *drift* e máximo de 10 *lags* para frequência de dados mensais e 4 *lags* para frequência de dados trimestrais. Ademais, também foram processados testes para exame da assunção de tendências paralelas entre grupos antes das estimações envolvendo a abordagem DiD, por meio de análise gráfica e de modelos estimados com tendências distintas entre grupos.

3.3.3 Hipóteses de Pesquisa 5 e 6

Quanto às análises das hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no *value relevance* da informação contábil no nível agregado de mercado (H_5) e de que a adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil no nível firma (H_6), utilizou-se o modelo de Ohlson (1995) como balizador dos testes, no qual a relação entre preços e informação contábil pode ser obtida pela Equação 9:

$$P_t = \delta_0 + \delta_1 x_t + \delta_2 y_t + \varepsilon_t \quad (9)$$

Em que:

$P_{i,t}$ = preço da ação da firma no tempo t ;

$x_{i,t}$ = lucros por ação da firma no tempo t ;

$y_{i,t}$ = valor patrimonial da ação da firma no tempo t ;

ε_t = termo de erro da regressão.

O modelo expresso na Equação 9 implica que o preço da ação é função do patrimônio líquido e dos lucros do período corrente. O detalhamento do modelo expresso na Equação 9 consta no APÊNDICE B.

Os testes das hipóteses também se deram segundo duas abordagens, novamente, envol-

vendo testes no nível agregado e no nível firma. Para tanto, utilizou-se metodologia similar à aplicada na literatura de *value relevance* (BARTH *et al.*, 2021), na qual o R^2 de regressões anuais *cross-section* estimadas a partir da Equação 9 reflete a medida de *value relevance* combinada dos lucros por ação correntes e do valor patrimonial corrente. Contudo, dado que o modelo expresso na Equação 9 é desenhado para uma firma singular (LO; LYS, 2000), estimou-se o R^2 para cada firma em janelas móveis dos últimos 12 trimestres, considerando-se mínimo de seis trimestres nestas janelas, conforme abordagem similar à aplicada por Chue *et al.* (2019) em relação à sua medida de sincronicidade do ROE.

Após estimação da medida R^2 para cada firma e janela considerada, aplicou-se transformação logarítmica, para aliviar problemas em torno de assimetria e curtose da medida (CHUE *et al.*, 2019), sendo esta a medida de *value relevance* combinada no nível firma, conforme se expressa na Equação 10:

$$VR_{i,j}^{Firma} = \ln[R_{i,j}^2 / (1 - R_{i,j})] \quad (10)$$

Em que:

$VR_{i,j}^{Firma}$ = *value relevance* combinada da firma i no trimestre j ;

$R_{i,j}^2$ = coeficiente de determinação da Equação 9 estimada para firma i e no trimestre j , considerando-se janelas móveis dos últimos 12 trimestres, considerando-se mínimo de seis trimestres nestas janelas.

Para se obter uma medida de *value relevance* combinada no nível agregado, utilizou-se a mesma abordagem empregada em Chue *et al.* (2019). Primeiro, mensurou-se a medida agregada R^2 para cada país no trimestre j , conforme se expressa na Equação 11:

$$R_{c,j}^2 = \frac{\sum_i R_i^2 \times SQT_i}{\sum_i SQT_i} \quad (11)$$

Em que:

$R_{c,j}^2$ = R^2 agregado para o país c no trimestre j ;

$R_{i,j}^2$ = R^2 da firma i no trimestre j ;

SQT_i = soma dos quadrados total para firma i obtida da Equação 9.

Em seguida, aplicou-se transformação logarítmica na medida expressa na Equação 11, para se obter a medida de *value relevance* combinada no nível agregado, conforme se expressa

na Equação 12:

$$VR_{c,j}^{Agregada} = \ln[R_{c,j}^2 / (1 - R_{c,j})] \quad (12)$$

Em que:

$VR_{c,j}^{Agregada}$ = *value relevance* combinada do país c no trimestre j ;

$R_{c,j}^2$ = R^2 agregado obtido pela Equação 11 para o país c no trimestre j .

Por fim, os testes, tanto no nível agregado (H_5) quanto no nível firma (H_6), foram operacionalizados por meio do modelo expresso na Equação 13:

$$VR_{w,j} = \theta_{0w} + \theta_1 ASG_j + \theta_2 ASL_{c,j} + \theta_3 IFRS_{c,j} + \theta_4 ASG_j * IFRS_{c,j} + \theta_5 ASL_{c,j} * IFRS_{c,j} + \theta_6 t_w + \theta_7 VR_{w,j-1} + \xi_{w,j} \quad (13)$$

Em que:

$VR_{w,j}$ = medida de *value relevance* combinada para o país/firma w no trimestre j , a qual assume valores baseados em $VR_{i,j}^{Firma}$ ou $VR_{c,j}^{Agregada}$, para testes nos níveis firma e agregado, respectivamente;

ASG_j = medida representativa do alto sentimento global no trimestre j ;

$ASL_{c,j}$ = medida representativa do alto sentimento local no país c e no trimestre j ;

$IFRS_{c,k}$ = capta o período de adoção do padrão IFRS no país c e no mês k , mensurada conforme anteriormente descrito na Equação 5;

t_w = medida de tendência linear no país/firma w ;

$\xi_{w,j}$ = termo de erro do modelo.

A inclusão de uma defasagem da medida VR na Equação 13 se justifica, em razão da referida medida ser mensurada em janelas de 12 trimestres, o que se reflete em provável autocorrelação da variável em alguma medida. Assume-se que a medida VR é caracterizada por um processo AR(1) com reversão à média, implicando θ_7 menor que um. Ademais, incluiu-se variável de tendência (t), com fundamento nos achados de Barth *et al.* (2021), na direção de tendência de redução do *value relevance* da informação contábil em período recente.

Adicionalmente, no nível firma, no intuito de se examinar os efeitos das fontes de sentimento separadamente no *value relevance* individual de cada componente da informação contábil, utilizou-se versão aumentada do modelo expresso na Equação 9, conforme expresso na

Equação 14:

$$\begin{aligned}
 P_{i,c,t} = & \delta_0 i + \delta_1 LPA_{i,c,t} + \delta_2 VPA_{i,c,t} + \delta_3 ASG_t + \delta_4 ASL_{c,t} + \delta_5 IFRS_{c,t} \\
 & + \delta_6 LPA_{i,c,t} * IFRS_{c,t} + \delta_7 VPA_{i,c,t} * IFRS_{c,t} + \delta_8 ASG_t * IFRS_{c,t} \\
 & + \delta_9 ASL_t * IFRS_{c,t} + \delta_{10} LPA_{i,c,t} * ASG_t \\
 & + \delta_{11} VPA_{i,c,t} * ASG_t + \delta_{12} LPA_{i,c,t} * ASL_{c,t} + \delta_{13} VPA_{i,c,t} * ASL_{c,t} \\
 & + \delta_{14} LPA_{i,c,t} * ASG_t * IFRS_{c,t} + \delta_{15} VPA_{i,c,t} * ASG_t * IFRS_{c,t} \\
 & + \delta_{16} LPA_{i,c,t} * ASL_{c,t} * IFRS_{c,t} + \delta_{17} VPA_{i,c,t} * ASL_{c,t} * IFRS_{c,t} + \omega_{i,t}
 \end{aligned} \tag{14}$$

Em que:

$P_{i,c,t}$ = preço da ação da firma i no país c no tempo t ;

$LPA_{i,c,t}$ = lucros por ação da firma i no tempo t ;

$VPA_{i,c,t}$ = valor patrimonial da ação da firma i no tempo t ;

ASG_t = medida representativa do alto sentimento global no período t (trimestre ou ano);

$ASL_{w,t}$ = medida representativa do alto sentimento local no país w no período t (trimestre ou ano);

$IFRS_{c,k}$ = capta o período de adoção do padrão IFRS no país c e no mês k , mensurada conforme anteriormente descrito na Equação 5;

$LPA * IFRS$ = capta o *value relevance* de LPA em período IFRS e sentimentos global e local neutro/baixo;

$VPA * IFRS$ = capta o *value relevance* de VPA em período IFRS e sentimentos global e local neutro/baixo;

$ASG * IFRS$ = capta o efeito do alto sentimento global nos preços em período IFRS;

$ASL * IFRS$ = capta o efeito do alto sentimento local nos preços em período IFRS;

$LPA * ASG$ = capta o *value relevance* de LPA em período pré-IFRS e alto sentimento global;

$VPA * ASG$ = capta o *value relevance* de VPA em período pré-IFRS e alto sentimento global;

$LPA * ASL$ = capta o *value relevance* de LPA em período pré-IFRS e alto sentimento local;

$VPA * ASL$ = capta o *value relevance* de VPA em período pré-IFRS e alto sentimento local;

$LPA * ASG * IFRS$ = capta o *value relevance* de LPA em período de alto sentimento

global e pós-adoção do padrão IFRS;

$VPA * ASG * IFRS$ = capta o *value relevance* de VPA em período de alto sentimento global e pós-adoção do padrão IFRS;

$LPA * ASL * IFRS$ = capta o *value relevance* de LPA em período de alto sentimento local e pós-adoção do padrão IFRS;

$VPA * ASL * IFRS$ = capta o *value relevance* de VPA em período de alto sentimento local e pós-adoção do padrão IFRS;

$\omega_{i,t}$ = termo de erro da regressão.

O preço da ação (P), em qualquer das frequências de dados utilizados nos testes (trimestral ou anual), se refere ao preço da ação de maior liquidez da empresa três meses após a divulgação das demonstrações contábeis, no sentido de assegurar que a informação contábil está publicamente disponível, conforme aplicado por Barth *et al.* (2021).

Em relação à ASG e ASL , considerando-se testes com dados trimestrais, são mensuradas conforme já relatado na Equação 8. Ao se considerar testes com dados anuais, ASG e ASL são mensuradas considerando-se a média das variáveis $Sent^{Global}$ e $Sent^{Local}$ no ano, respectivamente; tanto ASG quanto ASL são mensuradas por meio de variável *dummy*, as quais assumem 1, quando as médias de $Sent^{Global}$ e $Sent^{Local}$ são positivas no ano, e 0, caso contrário.

Considerando-se as Equações 13 e 14, espera-se que os coeficientes θ_1 , θ_2 , δ_{10} , δ_{11} , δ_{12} e δ_{13} sejam negativos e significantes, o que sinalizaria efeito negativo tanto do alto sentimento global quanto do alto sentimento local no *value relevance* da informação contábil em países não adotantes do padrão IFRS nas abordagens de testes. Além disso, com suporte em H_5 , espera-se que θ_4 se apresente negativo e significativo, sinalizando que a adoção do padrão IFRS aumentou a propagação dos efeitos do alto sentimento global no *value relevance* da informação contábil no nível agregado, ao passo que, com suporte em H_6 , espera-se que θ_5 , δ_{16} e δ_{17} se apresentem positivos e significantes, indicando que a adoção do padrão IFRS atenuou os efeitos do alto sentimento local no *value relevance* dos agregados contábeis no nível firma.

Em relação aos testes envolvendo medida de *value relevance* combinada dos componentes da informação contábil, primeiro, utilizou-se o estimador MQO na Equação 9, de modo a obter as medidas de *value relevance* combinada nos níveis agregado e firma. Segundo, em relação às estimações em torno do modelo expresso na Equação 13, utilizou-se estimador IV, robusto à possível presença de endogeneidade no modelo, considerando-se que a medida de *value relevance* nos níveis agregado e firma possa se caracterizar por um processo AR(1), utilizando-se

a segunda defasagem da medida de *value relevance* como instrumento nas estimações. Destaca-se, novamente, a escolha em torno do instrumento utilizado nas estimações levou em consideração o processo AR(1) da variável, bem como a falta de instrumentos testados consistentemente na literatura.

Por fim, nos modelos expressos na Equação 14, utilizou-se o estimador *Within* com efeitos fixos para as unidades de análise (firmas). Ressalta-se que os erros padrões das referidas estimações foram calculados segundo a abordagem de Driscoll e Kraay (1998).

Ademais, foram processados testes Dick-Fuller aumentados para exame da estacionariedade das variáveis nos painéis para as equações 13 e 14, utilizando-se *drift* e máximo de 4 *lags* para frequência de dados trimestrais e 1 *lag* para frequência de dados anuais. Por fim, também foram processados testes para exame da assunção de tendências paralelas entre grupos antes das estimações envolvendo a abordagem DiD, por meio de análise gráfica e de modelos estimados com tendências distintas entre grupos.

3.4 Sumário das variáveis utilizadas na pesquisa

No Quadro 2, apresentam-se as informações resumidas das variáveis utilizadas nesta Tese.

Quadro 2 – Sumário das variáveis da pesquisa

Variável	Definição	Fonte
Variáveis dependentes		
Ret_{MKT}	Retorno da carteira de mercado, mensurados pelos retornos de carteiras de mercado ponderadas por valor de mercado para cada país da amostra	Baker <i>et al.</i> (2012)
$Ret_{Long-Short}$	Retorno mensal de carteiras long-short ponderadas por valor de mercado formadas nos atributos volatilidade total, tamanho, <i>book-to-market</i> e crescimento das vendas	Baker <i>et al.</i> (2012)
$\ln(P/E)$	Log natural do índice P/E agregado mensal, mensurado pela razão entre o valor de mercado dos ativos e o total dos lucros reportados nos últimos 12 meses por esses ativos nos mercados de cada país da amostra	Rahman e Shamsuddin (2019)
$\ln(P/E)$	Log natural do índice P/E trimestral da firma, mensurado pela razão entre o valor de mercado da firma e os lucros reportados	Jitmaneeroj (2017)
VR^{Firma}	Value relevance combinada dos componentes da informação contábil da firma	Barth <i>et al.</i> (2021) e Chue <i>et al.</i> (2019)

$VR^{Agregado}$	Value relevance combinada dos componentes da informação contábil no nível agregado do mercado de cada país	Barth <i>et al.</i> (2021) e Chue <i>et al.</i> (2019)
P	Preço da ação da firma no final do terceiro mês após o trimestre/ano de reporte contábil	Barth <i>et al.</i> (2021)
Variáveis independentes de interesse		
$SENT^{Global}$	Sentimento global, tendo como <i>proxy</i> o índice de sentimento do investidor estimado mensalmente para o mercado norte americano por Baker e Wurgler (2006)	Han e Li (2017)
$SENT^{Local}$	Sentimento local, obtido a partir de regressão do sentimento total de cada país na medida de sentimento global, sendo que os resíduos dessa regressão refletem a <i>proxy</i> para o sentimento local	Baker <i>et al.</i> (2012) e Han e Li (2017)
ASG	Alto sentimento global, mensurada por variável <i>dummy</i> que assume 1 quando $SENT^{Global}$ é positiva no período e 0, caso contrário	Seok <i>et al.</i> (2019)
ASL	Alto sentimento local, mensurada por variável <i>dummy</i> que assume 1 quando $SENT^{Local}$ é positiva no período e 0, caso contrário	Seok <i>et al.</i> (2019)
$IFRS$	(1) Adoção do padrão IFRS por países do grupo adotante, mensurada por variável <i>dummy</i> , a qual assumirá 1 para o ano de adoção do padrão e para o ano seguinte à adoção no grupo adotante (Brasil e Chile), e 0 para os demais períodos nesse grupo e todos os períodos no grupo não adotante. (2) Variável <i>dummy</i> que capta o período de adoção do padrão IFRS para cada país, a qual assumirá 1 para o período de adoção do padrão, e 0 para os demais períodos	
$y(VPA)$	Valor patrimonial da ação da firma, mensurado pela razão entre o patrimônio líquido e a quantidade de ações da firma	Ohlson (1995)
$x(LPA)$	Lucro por ação da firma, mensurado pela razão entre o lucro reportado e a quantidade de ações da firma	Ohlson (1995)
Variáveis de controle		
ICN	Indicador para ciclos dos negócios, tendo como <i>proxy</i> a taxa de desemprego	Baker <i>et al.</i> (2012)
CPI	Crescimento da produção industrial, tendo como <i>proxy</i> o crescimento do PIB industrial de cada país da amostra	Shi <i>et al.</i> (2020)
P/E	Índice P/E agregado de cada país da amostra, mensurado pela razão entre os preços dos ativos e lucros por ação dos índices de mercado de cada país da amostra	Han e Li (2017)
IDE	Fluxo de capital estrangeiro entre países, tendo como <i>proxy</i> o fluxo líquido de investimento direto estrangeiro	Baker <i>et al.</i> (2012)
SMB	Retorno em excesso do fator de precificação tamanho, baseado na estratégia <i>Small minus Big</i>	Fama e French (1993)
HML	Retorno em excesso do fator de precificação relativo ao book-to-market, baseado na estratégia <i>High minus Low</i>	Fama e French (1993)
$IPAY$	Índice <i>payout</i> , mensurado pelo log natural do índice <i>payout</i> representativo do índice de mercado de cada país da amostra	Rahman e Shamsuddin (2019)
$VTJCP$	Variação nas taxas de juros de curto prazo, tendo como <i>proxy</i> a variação das taxas básicas de juros de cada país	Rahman e Shamsuddin (2019)

<i>VOL</i>	Volatilidade do mercado, mensurada pela soma mensal do quadrado dos retornos diários da carteira de mercado de cada país	Rahman e Shamsuddin (2019)
<i>DPR</i>	Dividend payout ratio, mensurado pela razão entre os dividendos pagos no período e o lucro líquido reportado nesse período	Jitmaneroj (2017)
<i>g</i>	Crescimento dos lucros, mensurada pela variação percentual dos lucros no período	Jitmaneroj (2017)
<i>RF</i>	Taxas de juros livre de risco, tendo como <i>proxy</i> a taxa básica da economia de cada país da amostra	Jitmaneroj (2017)
<i>ERET</i>	Retorno em excesso da firma, mensurado pela diferença entre o retorno da firma e sua taxa livre de risco	Jitmaneroj (2017)
<i>CAP</i>	Capitalização de mercado, tendo como <i>proxy</i> o valor de mercado das firmas ao final de cada período	Jitmaneroj (2017)
<i>ENDIV</i>	Endividamento, mensurado pela razão entre as dívidas totais e o ativo das firmas no período	Jitmaneroj (2017)
<i>t</i>	Medida de tendência linear	Barth <i>et al.</i> (2021)

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Apresentam-se os resultados e as discussões em torno das três agendas de pesquisa examinadas nesta seção. Na primeira agenda, os resultados apontaram, no nível agregado, na direção de menores retornos subsequentes em período pós-IFRS, constatando-se indícios de maior propagação dos efeitos do sentimento global seguindo adoção do padrão IFRS, o que sugere não rejeição de H_1 , bem como também apontaram indícios na direção de efeito atenuador da adoção do padrão IFRS nos efeitos negativos do sentimento local nos retornos subsequentes de firmas, o que sugere não rejeição de H_2 . Já na segunda agenda, as evidências, no nível agregado, não apontaram na direção de que a adoção do padrão IFRS, por mercados emergentes, tenha contribuído para maior propagação dos efeitos do sentimento global, bem como, no nível firma, também não apontaram indícios na direção de efeito atenuador da adoção do padrão IFRS nos efeitos negativos do sentimento local no índice P/E , sugerindo rejeição de H_3 e H_4 . Por fim, na terceira hipótese, os achados, no nível agregado, não apontaram evidências na direção de maior propagação dos efeitos do sentimento global no *value relevance* da informação contábil seguindo adoção do padrão IFRS, sugerindo rejeição de H_5 , bem como, no nível firma, os achados, embora tenham apontado indícios na direção de efeito atenuador da adoção do padrão IFRS nos efeitos negativos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil, não se mostraram conclusivos e sugerem rejeitar H_6 . Pelo conjunto de evidências levantado, não se pode rejeitar a tese de que a adoção do padrão IFRS por mercados emergentes representa mecanismo capaz tanto de atenuar os efeitos do sentimento local quanto de aumentar a propagação dos efeitos do sentimento global nos preços de ativos, destacando-se a dependência dos achados às especificações examinadas.

4.1 Índices de sentimento total, local e global

O sentimento total de cada país foi estimado via análise de componentes principais (ACP), tomando-se a primeira componente de um conjunto de três *proxies* ortogonalizadas por variáveis macroeconômicas de cada país, quais sejam: a quantidade média de IPO's numa janela móvel de 12 meses (*NIPO*), o prêmio de volatilidade mensal (*PVOL*) e o *turnover* de mercado mensal (*TURN*). A expectativa teórica para essas *proxies* reside em apresentarem cargas positivas na ACP, conforme já apontado na literatura (BAKER; WURGLER, 2006; BAKER *et al.*, 2012).

Os índices resultantes da ACP são os seguintes:

$$Sent_{Argentina,t}^{Total} = 0,675NIPO + 0,633TURN + 0,380PVOL$$

$$Sent_{Brasil,t}^{Total} = 0,706NIPO + 0,095TURN + 0,702PVOL$$

$$Sent_{Chile,t}^{Total} = 0,708NIPO + 0,118TURN - 0,697PVOL$$

$$Sent_{Mexico,t}^{Total} = 0,667NIPO + 0,440TURN + 0,602PVOL$$

$$Sent_{Peru,t}^{Total} = 0,648NIPO + 0,330TURN - 0,686PVOL$$

A fração da variância explicada pela primeira componente são da ordem de 40,8% para Argentina, 44,3% para o Brasil, 46,3% para o Chile, 36,2% para o México e 45,0% para o Peru, indicando que a maior parte da variação comum é capturada pela primeira componente. Ademais, destaca-se que há, pelo menos, um eigenvalue que excede a unidade em cada país.

A Tabela 1 apresenta descrição das variáveis que compuseram o índice de sentimento total de cada país, bem como os coeficientes associados aos referidos índices e suas correlações com aquelas variáveis.

Tabela 1 – Sentimento total do investidor, jan/2004 – dez/2019

	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo	Correlação com $Sent^{Total}$	Cargas
Painel A: Argentina							
<i>NIPO</i>	0,112	0,100	0	0,083	0,417	0,651***	0,675
<i>TURN</i>	1,002	0,248	0,530	0,988	1,905	0,692***	0,633
<i>PVOL</i>	-0,007	1,355	-3,764	0,235	2,581	0,386***	0,380
Painel B: Brasil							
<i>NIPO</i>	0,600	0,682	0	0,333	3,250	0,718***	0,706
<i>TURN</i>	1,011	0,130	0,770	0,996	1,654	0,108	0,095
<i>PVOL</i>	-0,268	1,107	-2,126	-0,420	3,228	0,556***	0,702
Painel C: Chile							
<i>NIPO</i>	0,243	0,140	0	0,250	0,750	0,715***	0,708
<i>TURN</i>	1,006	0,220	0,549	0,976	1,907	0,138	0,118
<i>PVOL</i>	-0,109	0,337	-1,011	-0,144	0,829	-0,638***	-0,697
Painel D: México							
<i>NIPO</i>	0,319	0,228	0	0,250	0,917	0,581***	0,667
<i>TURN</i>	1,000	0,140	0,644	0,986	1,483	0,457***	0,440
<i>PVOL</i>	-0,458	0,475	-3,261	-0,503	0,425	0,576***	0,602
Painel E: Peru							
<i>NIPO</i>	0,181	0,121	0	0,167	0,500	0,685***	0,648
<i>TURN</i>	0,993	0,523	0,297	0,810	3,347	0,383***	0,330
<i>PVOL</i>	-0,205	0,739	-2,226	-0,166	1,984	-0,686***	-0,686

Nota: *** Significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

No geral, os sinais positivos das cargas estão em linha com a expectativa teórica, com exceção de *PVOL* que apresenta carga negativa para os índices de sentimento no Chile e no Peru. Vale ressaltar que, apenas nesses dois países, *PVOL* exibiu correlação negativa tanto com *NIPO*

quanto com *TURN*, sugerindo, portanto, que *PVOL* esteja mais associada ao baixo sentimento naqueles dois países.

Ressalta-se que, conforme Tabela 1, as três medidas que originam os índices de sentimento total exibem correlação significativa com estes, com exceção de *TURN* que exibe correlação não significativa no Brasil e no Chile, demonstrando pouca contribuição ao índice de sentimento total desses países.

Após estimação do sentimento total de cada país, procedeu-se a estimação do sentimento local de cada um dos países, seguindo a abordagem de Baker *et al.* (2012), na qual se regride o sentimento total de cada país contra uma medida de sentimento global. O objetivo do procedimento é obter uma medida de sentimento local livre dos efeitos do sentimento global. Para tanto, utilizou-se como medida de sentimento global o índice de sentimento do investidor para o mercado norte americano estimado por Baker e Wurgler (2006), conforme realizado por Han e Li (2017).

A Tabela 2 apresenta coeficientes Pearson de correlação entre as medidas de sentimento.

Tabela 2 – Correlação entre sentimentos global, total e local

Painel A: Sentimento total						
	Correlação com <i>Sent^{Global}</i>	Correlação do sentimento total entre os países				
		Argentina	Brasil	Chile	México	Peru
Argentina	0,249***	1				
Brasil	0,203***	0,432***	1			
Chile	-0,173**	-0,073	-0,261***	1		
México	0,123*	0,326***	-0,115	0,037	1	
Peru	0,168**	0,068	-0,034	0,091	0,251***	1

Painel B: Sentimento local						
	Correlação com <i>Sent^{Global}</i>	Correlação do sentimento local entre os países				
		Argentina	Brasil	Chile	México	Peru
Argentina	0,000	1				
Brasil	0,000	-0,475***	1			
Chile	0,000	-0,070	0,231**	1		
México	0,000	-0,401***	0,293***	0,026	1	
Peru	0,000	0,042	-0,008	-0,110	-0,224**	1

Nota: *** Significância ao nível de 1%. ** Significância ao nível de 5%. * Significância ao nível de 10%

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

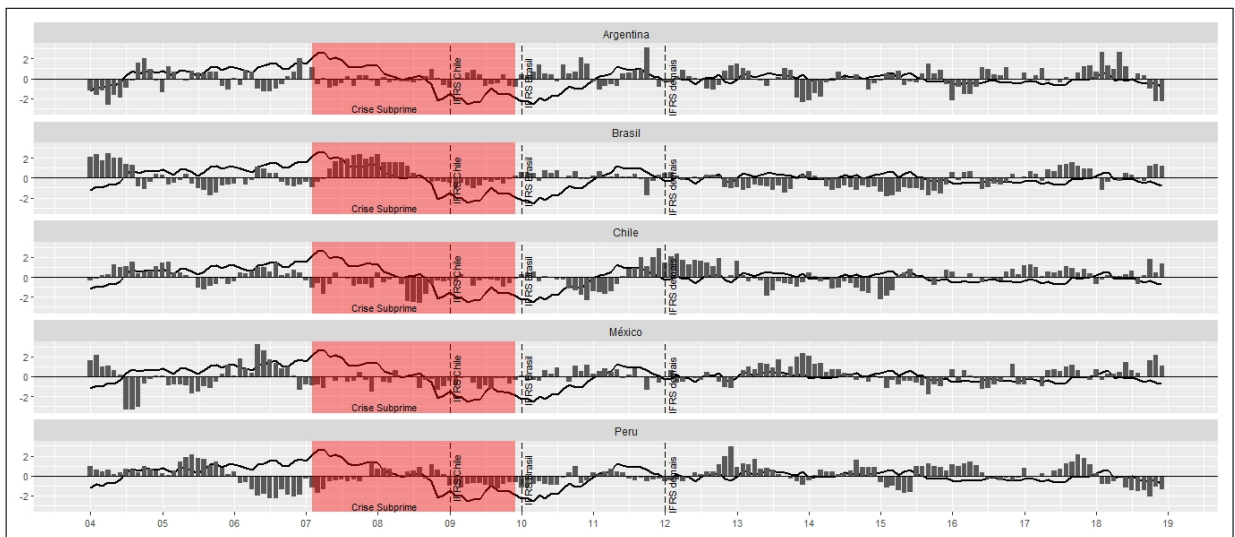
Pelo painel A da Tabela 2, constata-se que o sentimento total dos países apresenta correlação positiva e significativa com o sentimento global, com exceção da medida representativa do sentimento total do Chile, a qual exibiu coeficiente negativo e significativo. Além disso,

destaca-se a correlação existente entre os índices dos países, apontando para a relevância da ortogonalização do sentimento total dos países pelo sentimento global e pelos índices dos demais países, uma vez que parte do sentimento total pode se originar tanto do sentimento global quanto do sentimento dos países vizinhos.

O painel B da Tabela 2 confirma a independência entre os índices de sentimento local e global, dado que os coeficientes de correlação são muito próximos de zero e não significantes. Ressalta-se, ainda, que, mesmo após a ortogonalização do índice de sentimento total de cada país pelos índices dos demais países, as associações entre os países permanecem refletida nos índices de sentimentos local, contudo se constata algumas mudanças na direção de algumas daquelas associações; por exemplo, o sentimento total do Brasil se associa negativamente ao sentimento total do Chile no painel A da Tabela 2, contudo os sentimentos locais exibem correlação positiva no painel B da referida tabela, sinalizando que o sinal negativo da correlação entre os sentimentos totais dos dois países pode ser direcionada tanto pelo sentimento global quanto pelo sentimento local dos demais países.

Por fim, na Figura 2, apresentam-se as séries mensais padronizadas do sentimento global e dos sentimentos locais estimados.

Figura 2 – Sentimento global e sentimento local em países da América Latina, janeiro de 2004 até dezembro de 2018.



Nota: A linha sólida destacada em preto representa o sentimento global, ao passo que as barras na cor cinza representam o sentimento local de cada país. As séries são padronizadas no período de análise. O eixo horizontal representa os meses, destacando-se os anos no gráfico. As linhas verticais tracejadas indicam a adoção IFRS pelo Chile no ano de 2009, pelo Brasil no ano de 2010 e pelos demais países no ano de 2012.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Pela Figura 2, é possível observar que, no geral, as séries de sentimento local tendem

a acompanhar o sentimento global no evento originado pela crise do *subprime*, tal evento de proporções mundiais. Vale ressaltar que o sentimento global exhibe tendência de alta no período que reflete adoção obrigatória do padrão IFRS pelos países Brasil e Chile, o que permite se examinar se o impacto do alto sentimento global é diferente entre os países ao se condicionar também a adoção obrigatória do padrão IFRS. Também se destaca, ainda no contexto do evento adoção IFRS por Brasil e Chile, que ambos os países também exibem tendência de alta do sentimento local naquele evento, o que também permite exame de diferenças entre os países no que tange aos efeitos do sentimento local nos preços segundo o evento adoção do padrão IFRS.

Na sequência, são apresentados os resultados e as análises em torno da primeira agenda de pesquisa, a qual se constitui em examinar se a adoção do padrão IFRS modera a relação entre sentimento do investidor (local e global) e retornos de ativos.

4.2 Sentimento global e local, retornos subsequentes e IFRS

Os testes em torno do exame das hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global nos retornos subsequentes de ativos no nível agregado de mercado (H_1) e de que a adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local nos retornos subsequentes de ativos no nível firma (H_2) são apresentados e discutidos nesta subseção.

Previamente aos resultados dos testes explícitos, apresentam-se, na Tabela 3, as medidas descritivas das variáveis utilizadas nos referidos testes, inclusive, segregando-se tais medidas segundo o corte amostral aplicado para abordagem de testes DiD e período completo da amostra. Conforme Tabela 3, constata-se que as carteiras, no geral, exibem prêmio positivos em ambos os períodos destacados, com exceção da carteira Bm^{LMM} , a qual apresenta prêmio negativo em ambos os períodos. Ressalta-se a alta variabilidade dessas variáveis. Em relação às amostras segregadas segundo adoção do padrão IFRS pelos países, não se constatam diferenças significantes entre os retornos das carteiras entre períodos pré e pós-IFRS, com exceção de Ret_{MKT} ao se considerar período completo de análise (Painel B), o qual se apresenta menor em período pós-IFRS (diferença significativa a 1%).

Destaca-se, ainda, que as variáveis macroeconômicas (ICN , CPI e IDE e P/E_{MKT}), bem como os fatores SMB e HML exibem alto padrão de variabilidade em ambos os períodos, considerando-se que seus desvios padrões são superiores às suas médias. Ressalta-se, ainda, que se constatam diferenças significantes entre as amostras segregadas segundo adoção IFRS para as

variáveis ΔICN e P/E_{MKT} em ambos os painéis da Tabela 3, sugerindo maior variação de ICN e menores P/E_{MKT} em período de adoção IFRS pelos países.

Tabela 3 – Descrição das variáveis dependentes e de controle nos testes de H_1 e H_2

	Amostra completa				Média segundo adoção IFRS		
	Média	Desvio padrão	Inv. normal (Z) ¹	Mod. inv. χ (Pm) ¹	Não adoção	Adoção	Teste t (p-value)
Painel A: período Diff-in-Diff (jul/2004 - dez/2011)							
Ret_{MKT}	0,019	0,082	-16,735***	67,128***	0,020	0,012	0,446
Tam^{LMH}	0,014	0,069	-17,637***	75,043***	0,014	0,015	0,937
Vol^{HML}	0,007	0,084	-19,261***	88,071***	0,007	0,005	0,854
Bm^{LMM}	-0,004	0,065	-19,522***	90,404***	-0,004	0,001	0,364
$Vrec^{HMM}$	0,004	0,070	-19,678***	91,783***	0,005	0,002	0,675
Bm^{HMM}	0,003	0,062	-19,517***	90,665***	0,002	0,005	0,684
$Vrec^{LMM}$	0,002	0,073	-20,717***	102,630***	0,002	0,02	0,958
ΔICN	-0,002	0,013	-1,662**	1,272	-0,003	0,002	0,043
ΔCPI	-0,337	4,992	-2,366***	2,100**	-0,428	0,255	0,224
ΔIDE	-0,008	0,058	-1,678**	1,157	-0,008	-0,009	0,772
P/E_{MKT}	20,738	12,334	-3,515***	7,952***	21,410	16,370	0,000
SMB	0,009	0,046	-16,369***	65,319***	0,009	0,012	0,600
HML	0,005	0,071	-18,580***	82,174***	0,007	-0,004	0,073
Painel B: período completo (jul/2004 - dez/2018)							
Ret_{MKT}	0,011	0,079	-21,293***	109,020***	0,020	0,003	0,002
Tam^{LMH}	0,013	0,066	-21,281***	108,590***	0,014	0,013	0,721
Vol^{HML}	0,006	0,076	-24,920***	144,520***	0,007	0,005	0,782
Bm^{LMM}	-0,003	0,061	-25,427***	150,32***	-0,004	-0,003	0,741
$Vrec^{HMM}$	0,001	0,062	-25,519***	151,260***	0,005	-0,002	0,132
Bm^{HMM}	0,004	0,067	-24,631***	141,170***	0,002	0,006	0,449
$Vrec^{LMM}$	0,005	0,065	-26,180***	159,880***	0,002	0,007	0,352
ΔICN	-0,001	0,011	-4,718***	6,983***	-0,003	0,001	0,000
ΔCPI	-0,362	4,019	-4,882***	7,254***	-0,428	-0,309	0,682
ΔIDE	0,001	0,066	-4,430***	6,222***	-0,008	0,007	0,000
P/E_{MKT}	18,614	10,288	-7,188***	19,421***	21,410	16,342	0,000
SMB	0,008	0,046	-22,551***	120,030***	0,009	0,008	0,681
HML	0,007	0,068	-23,483***	128,920***	0,007	0,008	0,867

Nota: Ret_{MKT} é o retorno ponderado por valor da carteira de mercado; Tam^{LMH} é o retorno ponderado por valor de carteira Low-High formada a partir do tamanho das firmas; Vol^{HML} é o retorno ponderado por valor de carteira High-Low formada a partir da volatilidade das firmas; Bm^{LMM} é o retorno ponderado por valor de carteira Low-Medium formada a partir do book-to-market das firmas; $Vrec^{HMM}$ é o retorno ponderado por valor de carteira High-Medium formada a partir da variação das receitas das firmas; Bm^{HMM} é o retorno ponderado por valor de carteira High-Medium formada a partir do book-to-market das firmas; $Vrec^{LMM}$ é o retorno ponderado por valor de carteira Low-Medium formada a partir da variação das receitas das firmas; ICN é o índice de ciclo de negócios, tendo como proxy a taxa de desemprego; CPI é o crescimento da produção industrial, tendo como proxy o PIB dos países; FDI é o fluxo líquido de investimento direto estrangeiro; P/E_{MKT} é o índice price-to-earnings do mercado de cada país; SMB é o retorno em excesso do fator tamanho (Small minus Big); HML é o retorno em excesso do fator book-to-market (High minus Low); Δ operador de primeira diferença; LMH carteira Low-High; HML carteira High-Low; LMM carteira Low-Medium; HMM carteira High-Medium; ¹ Testes Dick-Fuller aumentado com drift e máximo de 10 lags, reportando-se as estatísticas inversa normal Z e inverso χ^2 modificado; *** Significância ao nível de 1%; ** Significância ao nível de 5%

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Ademais, ΔIDE se apresenta maior em período pós-IFRS nos países ao considerar o Painel B (diferença significativa a 1%). Por outro lado, ΔCPI não se mostrou diferenciada significativamente segundo os períodos de adoção IFRS pelos países.

Vale se ressaltar, ainda, que os testes rejeitaram a hipótese de presença de raiz unitária nos painéis de países para todas as variáveis ao nível de 1% ao se considerar o período completo de análise (Painel B).

De modo geral, não se constata diferenças relevantes nas medidas descritivas das variáveis entre os cortes temporais analisados, sinalizando que é pouco provável que os achados dos testes sejam direcionados pela escolha dos cortes temporais definidos.

Na sequência, na Tabela 4, apresentam-se coeficientes de correlação entre as variáveis dependentes e independentes contínuas examinadas nos testes envolvendo H_1 .

Tabela 4 – Correlações entre variáveis nos testes de H_1 e H_2

Painel A: Variáveis no nível agregado								
	Ret_{MKT}	ΔICN	ΔCPI	ΔIDE	PE_{MKT}			
Ret_{MKT}	1	-0,026	0,152**	-0,079*	0,155***			
ΔICN	-0,008	1	-0,146***	0,159***	-0,003			
ΔCPI	0,227***	-0,207***	1	-0,137***	0,107**			
ΔIDE	-0,056	0,279***	-0,181***	1	-0,048			
PE_{MKT}	0,141**	-0,008	0,015	0,087	1			
Painel B: Variáveis no nível firma								
	Tam^{LMH}	Vol^{HML}	Bm^{LMM}	$Vrec^{HMM}$	Bm^{HMM}	$Vrec^{LMM}$	SMB	HML
Tam^{LMH}	1	0,095**	-0,171***	0,089**	0,192***	0,228***	0,595***	0,295***
Vol^{HML}	0,045	1	0,052	0,114*	0,181***	0,056	0,042	0,154***
Bm^{LMM}	-0,343***	-0,026	1	-0,097**	0,192***	-0,384***	-0,019	-0,416***
$Vrec^{HMM}$	0,105*	0,047	-0,125**	1	0,008	0,388***	0,062	0,090**
Bm^{HMM}	0,238***	0,108*	0,181***	0,050	1	0,018	-0,002	0,465***
$Vrec^{LMM}$	0,252***	-0,040	-0,408***	0,452***	-0,035	1	0,072*	0,278***
SMB	0,573***	0,112*	-0,070	0,063	0,171***	0,056	1	-0,118***
HML	0,316***	0,031	-0,451***	0,158***	0,355***	0,291***	-0,126**	1

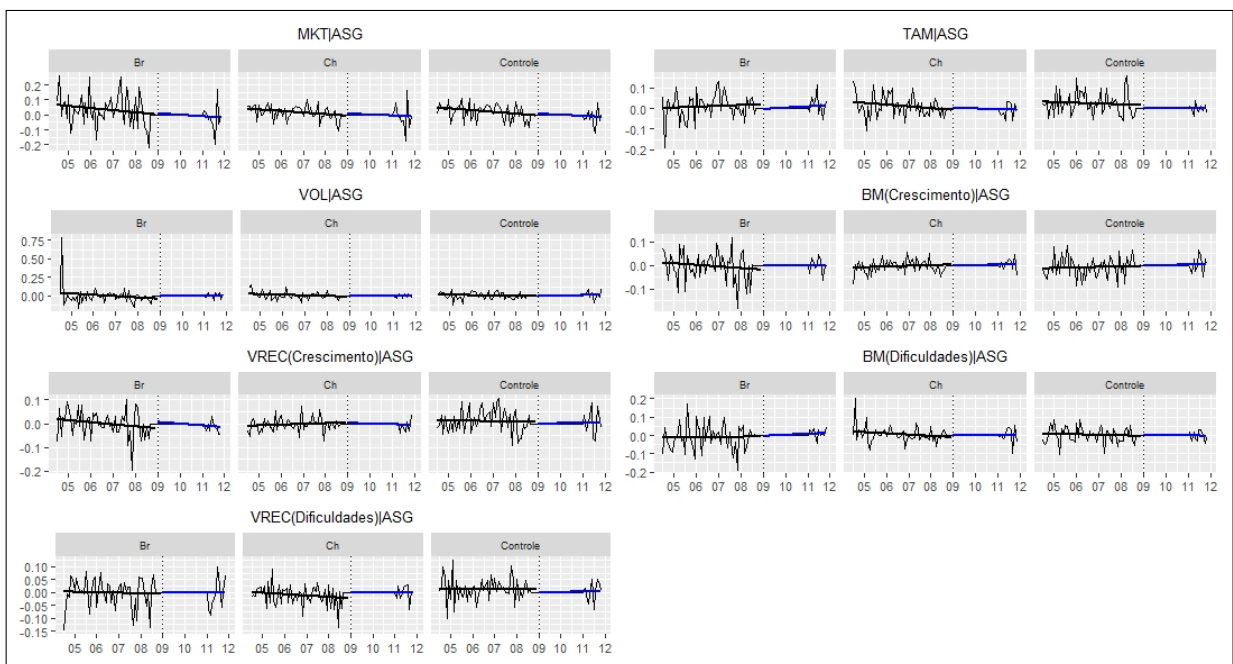
Nota: Ret_{MKT} é o retorno ponderado por valor da carteira de mercado; Tam^{LMH} é o retorno ponderado por valor de carteira Low-High formada a partir do tamanho das firmas; Vol^{HML} é o retorno ponderado por valor de carteira High-Low formada a partir da volatilidade das firmas; Bm^{LMM} é o retorno ponderado por valor de carteira Low-Medium formada a partir do book-to-market das firmas; $Vrec^{HMM}$ é o retorno ponderado por valor de carteira High-Medium formada a partir da variação das receitas das firmas; Bm^{HMM} é o retorno ponderado por valor de carteira High-Medium formada a partir do book-to-market das firmas; $Vrec^{LMM}$ é o retorno ponderado por valor de carteira Low-Medium formada a partir da variação das receitas das firmas; ICN é o índice de ciclo de negócios, tendo como proxy a taxa de desemprego; CPI é o crescimento da produção industrial, tendo como proxy o PIB dos países; FDI é o fluxo líquido de investimento direto estrangeiro; P/E_{MKT} é o índice price-to-earnings do mercado de cada país; SMB é o retorno em excesso do fator tamanho (Small minus Big); HML é o retorno em excesso do fator book-to-market (High minus Low); Δ operador de primeira diferença; LMH carteira Low-High; HML carteira High-Low; LMM carteira Low-Medium; HMM carteira High-Medium; No triângulo inferior, constam coeficientes Pearson para o período DiD (jul/2004 – dez/2011), ao passo que, no triângulo superior, constam coeficientes Pearson para o período completo (jul/2004 – dez/2018); *** Significância ao nível de 1%; ** Significância ao nível de 5%

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Pelo painel A da Tabela 4, constata-se coeficientes de correlação significantes entre Ret_{MKT} e as variáveis ΔCPI , P/E_{MKT} e ΔIDE , sinalizando provável utilidade dessas variáveis como preditores de Ret_{MKT} . Pelo painel B da Tabela 4, constata-se que SMB e HML exibem coeficientes de correlação significantes com as carteiras, destacando-se HML como o fator que exibe coeficientes significantes com quase todas as estratégias de investimento, com exceção unicamente com a estratégia Vol^{HML} no período DiD. Ademais, os retornos das carteiras exibem coeficientes de correlação significantes entre si em alguma medida, indicando que as estratégias compartilham variações comuns entre si. Por fim, destaca-se que não se constata coeficientes de correlação que apontem para possíveis indícios de multicolinearidade na Tabela 4, dado que os referidos coeficientes são, em sua grande maioria, de baixa magnitude.

A seguir, na Figura 3, apresentam-se gráficos comparativos entre os países com as médias dos retornos de carteiras condicionadas apenas ao alto sentimento global, de forma a se examinar a assunção de tendências paralelas entre os grupos e validar o emprego da abordagem DiD.

Figura 3 – Retorno médio das carteiras em alto sentimento global, julho de 2004 até dezembro de 2011.



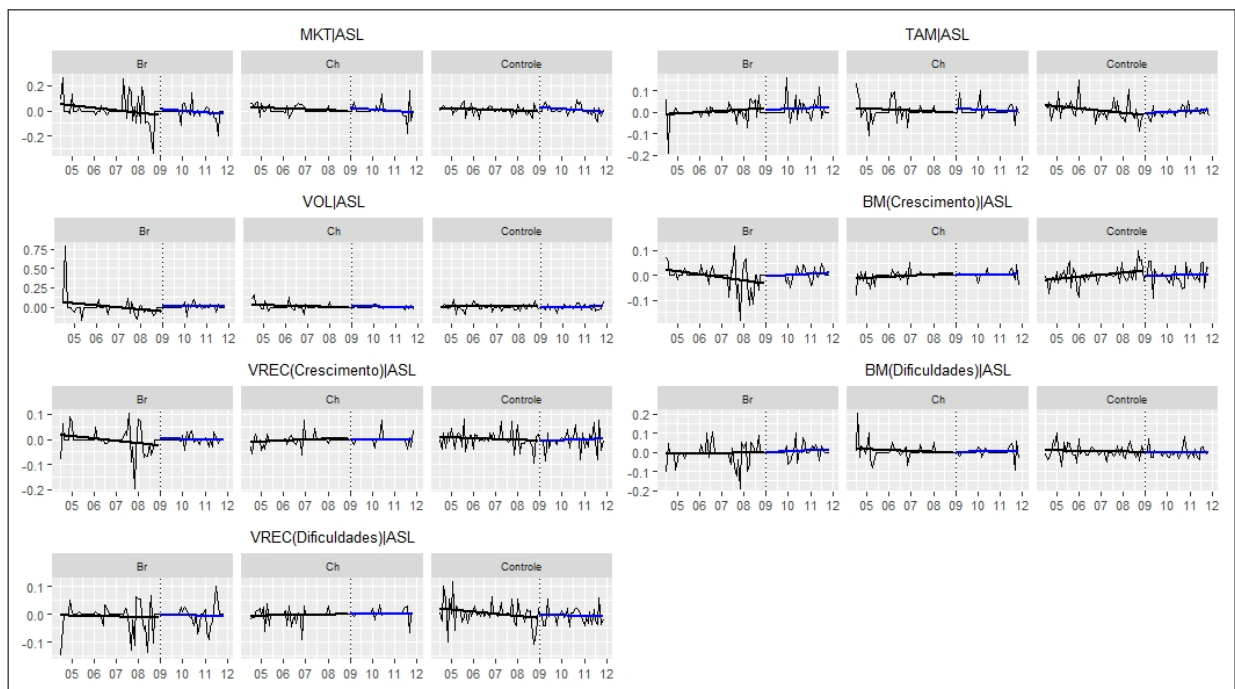
Nota: A linha sólida destacada em preto representa o retorno de cada carteira. O eixo horizontal representa os meses, destacando-se os anos no gráfico. As linhas verticais tracejadas indicam a adoção IFRS (início no ano de 2009). Há duas linhas de tendência, uma para o período anterior à adoção IFRS (linha na cor preta) e uma para o período após adoção do padrão (linha na cor azul). Br, Ch e Controle indicam gráficos respectivos do Brasil, Chile e de grupo de países considerado controle na abordagem DiD (Argentina, México e Peru). MKT|ASG, TAMI|ASG, VOL|ASG, BM(Crescimento)|ASG, VREC(Crescimento)|ASG, BM(Dificuldades)|ASG e VREC(Dificuldades)|ASG representam o retorno de carteiras de mercado e de firmas baseadas no tamanho, volatilidade, crescimento baseado em Bm e VREC e dificuldades baseadas em BM e VREC, respectivamente, condicionado ao alto sentimento global.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Pela Figura 3, ao se comparar as tendências em período pré-IFRS de Brasil e Chile com o grupo Controle, constata-se que grande parte das carteiras no nível firma não parecem exibir tendências paralelas, contudo pode-se apontar tal padrão visivelmente sinalizado para carteira de mercado (MKT|ASG) tanto para Brasil quanto para Chile, o que fornece suporte ao argumento de que a estratégia DiD se ajusta aos testes envolvendo essas carteiras e ao se considerar retornos em alto sentimento global.

Já na Figura 4, apresentam-se gráficos comparativos entre os países com as médias dos retornos de carteiras condicionadas apenas ao alto sentimento local, de forma a se examinar a assunção de tendências paralelas entre os grupos. Novamente, a carteira de mercado (MKT|ASL) exibe indícios de tendência paralela entre os grupos examinados, ao passo que tal padrão não parece explícito ao se considerar as carteiras de firmas examinadas.

Figura 4 – Retorno médio das carteiras em alto sentimento local, julho de 2004 até dezembro de 2011.



Nota: A linha sólida destacada em preto representa o retorno de cada carteira. O eixo horizontal representa os meses, destacando-se os anos no gráfico. As linhas verticais tracejadas indicam a adoção IFRS (início no ano de 2009). Há duas linhas de tendência, uma para o período anterior à adoção IFRS (linha na cor preta) e uma para o período após adoção do padrão (linha na cor azul). Br, Ch e Controle indicam gráficos respectivos do Brasil, Chile e de grupo de países considerado controle na abordagem DiD (Argentina, México e Peru). MKT|ASL, TAM|ASL, VOL|ASL, BM(Crescimento)|ASL, VREC(Crescimento)|ASL, BM(Dificuldades)|ASL e VREC(Dificuldades)|ASL representam o retorno de carteiras de mercado e de firmas baseadas no tamanho, volatilidade, crescimento baseado em Bm e VREC e dificuldades baseadas em BM e VREC, respectivamente, condicionado ao alto sentimento local.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Considerando-se os indícios na direção de rejeição da assunção de tendências paralelas

entres os grupos nas Figuras 3 e 4, procedeu-se estimação dos modelos expressos nas equações 5 e 6 com tendências distintas entre grupos, seguindo Wing *et al.* (2018) de maneira adicional aos testes principais, no intuito de se examinar se as inferências permanecem, mesmo ao se considerar tendências distintas entre os grupos examinados. Além disso, foram processados testes de causalidade do tipo Granger (WING *et al.*, 2018) nos modelos expressos nas equações 5 e 6, em que se adicionou 12 *leads* das variáveis $ASG * IFRS$ e $ASL * IFRS$ representativos do ano da adoção do padrão IFRS nos modelos processados por meio da abordagem DiD, com aplicação do teste F para exame se todos os coeficientes *leads* são iguais a zero, o que indicaria efeitos não antecipados e, portanto, não rejeição da assunção de exogeneidade estrita. Ressalta-se que os testes executados não forneceram indícios para rejeição da assunção de exogeneidade estrita, dado que todos os testes F se mostraram não significantes.

Na sequência, apresentam-se os resultados dos testes no nível agregado, envolvendo regressão do retorno subsequente de carteiras de mercado com as medidas de alto sentimento global (ASG) e local (ASL), medidas de adoção do padrão IFRS e controles estabelecidos na Tabela 5. As regressões foram estimadas pelo estimador de efeitos fixos com erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998), a qual se mostra robusta à heterocedasticidade e dependência temporal em painéis do tipo N pequeno e T grande. Ressalta-se que os coeficientes de determinação apontam magnitudes próximas aos 5% já reportados por pesquisa anteriores (WANG *et al.*, 2021) para mercados emergentes e ao se considerar retornos subsequentes de um período à frente.

Conforme Tabela 5, ao se considerar abordagens DiD, constatam-se diferenças significantes (ao nível de 5%) apenas em relação aos efeitos do alto sentimento global nos retornos subsequentes de mercado entre os países adotante e não adotantes do padrão IFRS na abordagem DiD-Br. Esse achado sugere que, após adoção do padrão IFRS no Brasil, alto sentimento global implica menores retornos de mercado, sinalizando redução média de cerca de 5,5% ao mês (90,12% anualizado) no retorno subsequente da carteira de mercado seguindo adoção do padrão IFRS pelo Brasil, o que não parece ser impacto trivial.

Esse padrão de relação se mantém ao se considerar testes para amostra total, uma vez que $ASG * IFRS$ se mostra negativo e significativo ao nível de 10% nos testes, sugerindo redução de 3,2% ao mês nos retornos subsequentes em períodos de alto sentimento global e seguindo adoção IFRS por todos os países da amostra.

Tabela 5 – Alto sentimento global e local, retorno de mercado e adoção IFRS

$$Ret_{MKT,c,k+1} = \alpha_{0c} + \alpha_1 ASG_k + \alpha_2 ASL_{c,k} + \alpha_3 IFRS + \alpha_4 ASG_k * IFRS + \alpha_5 ASL_{c,k} * IFRS + \alpha_6' Z + \psi_{c,k+1}$$

	DiD-Br	Did-Ch	Amostra total
<i>ASG</i>	0,011	0,005	0,012
<i>ASL</i>	-0,008	0,001	-0,005
<i>IFRS</i>	0,014	0,011	-0,007
<i>ASG * IFRS</i>	-0,055**	-0,011	-0,032*
<i>ASL * IFRS</i>	-0,017	-0,008	0,009
ΔICN	0,534*	0,634*	0,164
ΔCPI	0,004**	0,004**	0,003**
ΔIDE	-0,016	-0,034	-0,045
P/E_{MKT}	0,000	0,000	-0,000
$\alpha_1 + \alpha_4$	-0,044	-0,006	-0,020
$\alpha_2 + \alpha_5$	-0,025	-0,007	0,004
N	356	356	865
\bar{R}^2	0,032	0,041	0,044

Nota: Ret_{MKT} é o retorno ponderado por valor da carteira de mercado; *ASG* é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso $Sent^{Global}$ seja positiva e 0, caso contrário; *ASL* é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso $Sent^{Local}$ seja positiva e 0, caso contrário; *IFRS* é a medida de adoção IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; *Z* é matriz de variáveis de controle, contendo as variáveis indicador para ciclos dos negócios (*ICN*), crescimento da produção industrial (*CPI*), fluxo líquido de investimento direto estrangeiro (*IDE*) e índice *P/E* agregado (P/E_{MKT}); \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador de efeitos fixos com erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998); ***, **, * significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Fonte: elaborado pelo autor (2023).

A esse respeito, por outro lado, embora não se possa afirmar que a adoção do padrão IFRS intensificou o efeito negativo do sentimento global nos retornos subsequentes de mercado, haja vista que os coeficientes em *ASG* não se mostraram negativos e significantes em nenhuma das formulações testadas, os achados suportam o argumento de maior propagação do efeito adverso do alto sentimento global nos retornos subsequentes seguindo adoção do IFRS, uma vez que o impacto negativo do alto sentimento global nos retornos subsequentes apenas se tornou relevante após adoção do padrão IFRS pelos países, não se constatando qualquer impacto negativo em período anterior à adoção do padrão.

Ressalta-se que os achados evidenciados na Tabela 5 não apontam qualquer coeficiente significativo para o alto sentimento local (*ASL*), em qualquer das formulações, alinhando-se aos achados e argumentos de Baker *et al.* (2012), no sentido de pouco ou nenhum impacto do sentimento local em retornos subsequentes no nível agregado.

Sobre os controles utilizados nos testes, a medida *CPI* se mostrou significativa em impactar

positivamente retornos subsequentes de carteiras de mercado, em todas as formulações de testes, ao passo que *ICN* se mostrou significativa em impactar retornos subsequentes de mercado em duas das três formulações. Ressalta-se que o impacto positivo dessas variáveis nos retornos subsequentes de mercado não se alinha à visão estabelecida na literatura em finanças, de que condições econômicas mais fortes resultariam em menores retornos esperados, ao passo que condições econômicas mais fracas resultariam em maiores retornos esperados, portanto relação negativa entre aquelas variáveis macroeconômicas e retornos subsequentes de mercado. Dessa forma, é provável que o fraco ambiente institucional de países emergentes, aliado aos menores níveis de desenvolvimento de seus mercados de capitais comparados aos mercados desenvolvidos (MOURA; GUPTA, 2019), contribuam para investidores exigindo maiores retornos esperados, mesmo diante de condições econômicas mais fortes.

Ademais, *IDE* e *P/E* não se mostraram significantes em impactar retornos subsequentes de mercado, sinalizando que retornos subsequentes de mercado não respondem a esses fundamentos na amostra de países emergentes analisados.

Destaca-se que as inferências em torno da abordagem DiD-Br da Tabela 5 são robustas mesmo ao se adicionar variável de tendência linear específica do país adotante do padrão em período pré-IFRS, conforme procedimento sugerido por Wing *et al.* (2018); os testes adicionais apontaram coeficiente $ASG * IFRS$ no valor de -0,048 e *p-value* no valor de 0,066.

Os testes no nível agregado, portanto, apontam evidências na direção de impacto negativo do sentimento global em retornos subsequentes de carteira de mercado no período pós-adoção do padrão IFRS pelos países, o que fornece suporte ao argumento de maior *mispricing* em torno do sentimento global em interação com adoção do padrão IFRS. Essas evidências, portanto, sinalizam para o efeito contágio do sentimento do investidor em período pós-IFRS. Ademais, destaca-se que esse efeito não parece ter sido intensificado em período pós-IFRS, haja vista que não se constataram evidências na direção de que o efeito contágio em torno do sentimento global já existisse em período pré-IFRS, mas se tornou relevante após adoção do padrão IFRS pelos países, o que é consistente com o argumento de maior propagação dos efeitos do sentimento global seguindo adoção do IFRS.

Destaca-se, ainda, que o sentimento local não parece impactar o retorno subsequente de carteiras de mercado em qualquer das formulações testadas, o que se alinha às evidências de Baker *et al.* (2012), na direção de que o sentimento local não fornece explicação marginal ante ao sentimento global.

Por todo o exposto, no nível agregado, constataram evidências na direção de que a adoção do padrão IFRS, por mercados emergentes, reflete-se em período de maior propagação do sentimento global (BAKER *et al.*, 2012), conforme os achados apontados na Tabela 5, destacando-se que aquelas evidências não permitem rejeitar H_1 .

Em seguida, apresentam-se os testes no nível firma na Tabela 6, envolvendo regressão do retorno subsequente de carteiras de firmas baseadas em características sensíveis ao sentimento nas medidas ASG e ASL, nas medidas de adoção do padrão IFRS e nos controles estabelecidos. As regressões foram processadas pelo estimador de efeitos fixos com erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998), similar ao aplicado na abordagem de testes DiD da Tabela 5.

Ressalta-se que, similar ao apontado por Baker *et al.* (2012), a Tabela 6 aponta baixos coeficientes de determinação para as estimações, as quais, com exceção das carteiras baseadas em tamanho, exibem R^2 ajustado negativo, sugerindo baixa capacidade preditiva das variáveis testadas. Tal fato pode ser explicado em função das carteiras de firmas representarem firmas tidas como *hard-to-value*, o que se reflete na dificuldade de previsão dos retornos subsequentes dessas carteiras de firmas.

Pelo exposto na Tabela 6, os achados apontam para alto sentimento global impactando negativamente retornos subsequentes de carteiras seguindo adoção do padrão IFRS no Brasil (DiD-Br), no Chile (DiD-Ch) e em todos os países da amostra (Amostra total), ao se considerar, ao menos, uma das carteiras de firmas testadas, destacando-se tal impacto sinalizado para carteira $Vrec^{HMM}$ em todas formulações testadas, sugerindo redução dos retornos subsequentes dessas carteiras em alto sentimento global e seguindo adoção do padrão IFRS de 1,7% ao mês, ao se considerar as formulações DiD, bem como redução de 1,1% ao se considerar testes com amostra total. Ademais, destaca-se que, similar aos achados apontados no nível agregado, não se constaram efeitos negativos do alto sentimento global em retornos subsequentes de carteiras em período pré-IFRS, sugerindo que a propagação dos efeitos do sentimento global, no nível firma, apenas se manifestam em períodos pós-IFRS, similar ao já apontado na Tabela 5.

Quanto ao alto sentimento local (ASL), constata-se que o impacto negativo e significativo de ASL nos retornos subsequentes de carteiras de firmas em crescimento baseado em variação de receitas ($Vrec^{HMM}$), conforme painéis A e C da Tabela 6, torna-se positivo e significativo após adoção do padrão IFRS pelo Brasil e por todos os países da amostra, alinhando-se ao argumento de atenuação do *mispricing* em torno do sentimento local seguindo adoção do padrão IFRS.

Tabela 6 – Alto sentimento global e local, retorno de carteiras de firmas sensíveis ao sentimento e adoção IFRS

$$Ret_{Long-Short,c,k+1} = \beta_{0c} + \beta_1 ASG_k + \beta_2 ASL_{c,k} + \beta_3 IFRS + \beta_4 ASG_k * IFRS + \beta_5 ASL_{c,k} * IFRS + \beta_6' \kappa + \mu_{c,k+1}$$

Painel A: DiD com Brasil como país adotante IFRS						
	Tam^{LMH}	Vol^{HML}	BM^{LMM}	$Vrec^{HMM}$	BM^{HMM}	$Vrec^{LMM}$
ASG	0,011	-0,010	-0,005	0,008	-0,008	0,014
ASL	-0,008	-0,002	-0,002	-0,016*	0,003	-0,015
IFRS	-0,015	-0,034*	-0,013	-0,009	0,000	0,033
ASG * IFRS	-0,000	0,017	0,001	-0,025*	0,021	-0,019
ASL * IFRS	0,034**	0,036*	0,023	0,033**	0,004	-0,020
MKT	0,157***	0,033	-0,090**	0,043	0,020	0,076
SMB	0,035	0,181*	-0,029	-0,006	0,100	0,117
HML	0,041	-0,014	0,064	-0,021	0,064	-0,024
$\beta_1 + \beta_4$	0,011	0,007	-0,004	-0,017	0,013	-0,005
$\beta_2 + \beta_5$	0,026	0,034	0,021	0,017	0,007	-0,035
\bar{R}^2	0,014	-0,016	-0,012	-0,016	-0,016	-0,002
Painel B: DiD com Chile como país adotante IFRS						
	Tam^{LMH}	Vol^{HML}	BM^{LMM}	$Vrec^{HMM}$	BM^{HMM}	$Vrec^{LMM}$
ASG	0,016**	-0,010	-0,008	0,007	-0,006	0,011
ASL	-0,005	0,001	0,000	-0,016*	0,006	-0,011
IFRS	0,017	-0,016	0,005	0,007	-0,012	0,004
ASG * IFRS	-0,054***	0,004	0,007	-0,024*	0,010	-0,009
ASL * IFRS	0,029	0,008	-0,007	0,020	0,006	0,027**
MKT	0,189***	0,017	-0,143***	0,077	0,073**	0,126***
SMB	0,019	0,122	-0,011	-0,031	0,155*	0,071
HML	-0,008	0,012	0,056	-0,031	0,039	-0,036
$\beta_1 + \beta_4$	-0,038	-0,006	-0,001	-0,017	0,004	0,002
$\beta_2 + \beta_5$	0,024	0,009	-0,007	0,004	0,012	0,016
\bar{R}^2	0,023	-0,023	-0,000	-0,012	-0,008	-0,005
Painel C: Amostra total						
	Tam^{LMH}	Vol^{HML}	BM^{LMM}	$Vrec^{HMM}$	BM^{HMM}	$Vrec^{LMM}$
ASG	0,010	-0,011	-0,005	0,006	-0,008	0,009
ASL	-0,006	-0,000	-0,001	-0,016**	0,003	-0,013
IFRS	0,006	0,003	-0,004	-0,010	0,009	0,008
ASG * IFRS	-0,021**	-0,007	0,008	-0,017*	0,004	-0,013
ASL * IFRS	0,014	-0,007	0,002	0,024**	-0,013	0,015
MKT	0,169***	0,059	-0,033	-0,004	0,069**	0,075***
SMB	0,047	0,080	-0,003	-0,085	0,015	0,020
HML	0,015	-0,003	0,037	-0,024	0,116***	-0,061*
$\beta_1 + \beta_4$	-0,011	-0,018	0,003	-0,011	-0,004	-0,004
$\beta_2 + \beta_5$	0,008	-0,007	0,001	0,008	-0,010	0,002
\bar{R}^2	0,040	0,003	-0,010	0,006	0,014	0,005

Nota: $Ret_{Long-Short}$ é o retorno ponderado por valor de carteiras *long-short* de firmas sensíveis ao sentimento do investidor, baseadas nas variáveis tamanho, volatilidade, book-to-market e variação de receitas; ASG é indicador para alto sentimento global, que assume 1 caso $Sent^{Global}$ seja positiva e 0, caso contrário; ASL é indicador para alto sentimento local, que assume 1 caso $Sent^{Local}$ seja positiva e 0, caso contrário; IFRS é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; K é matriz de variáveis de controle, contendo os três fatores de Fama e French (1993) (MKT, SMB e HML); N = 356 para regressões DiD e N = 865 para regressões com amostra total; \bar{R}^2 representa o R^2 within; LMH = Low-High; HML = High-Low; LMM = Low-Medium; HMM = High-Medium; regressões estimadas pelo estimador Within com erros padrões robustos baseados em Driscoll e Kraay (1998); ***, **, * significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Ademais, não se constata coeficientes $ASL * IFRS$ negativos e significantes em qualquer das formulações, mas alguns deles positivos e significantes (carteiras Tam^{LMH} e Vol^{HML} no painel A e $Vrec^{LMM}$ no painel B da Tabela 6), sugerindo que a adoção do padrão IFRS por Brasil e Chile se reflete em maiores retornos subsequentes de carteiras de firmas, inclusive, com indícios de atenuação do impacto negativo de ASL em período pré-IFRS, embora estes últimos não se mostrem significantes.

Em relação aos controles utilizados, constatou-se que o fator MKT impactou o retorno subsequente de metade (9/18) dos testes formulados na Tabela 6. O fator SMB , por sua vez, se mostrou significativo em afetar retornos subsequentes apenas da carteira representativa de firmas voláteis no painel A e da carteira de firmas em dificuldades baseadas em BM no painel B, enquanto o fator HML não se mostrou significativo em afetar nenhuma das carteiras. Ressalta-se que as carteiras de firmas da Tabela 6 são representativas de firmas *hard-to-value*, portanto é provável que tal característica imponha dificuldades aos fatores de precificação em explicar seus retornos subsequentes.

As inferências em torno das abordagens DiD-Br e DiD-Ch da Tabela 6 são robustas, mesmo ao se adicionar variável de tendência linear específica do país adotante do padrão em período pré-IFRS, conforme procedimento sugerido por Wing *et al.* (2018); os testes adicionais apontaram coeficientes similares aos reportados no painel A da Tabela 6 para ASL e $ASL * IFRS$ na carteira $Vrec^{HMM}$, contudo significantes ao nível 10% naqueles testes adicionais, confirmando-se, portanto, a inferência em torno do efeito atenuador da adoção do padrão IFRS nos efeitos do sentimento local nos retornos subsequentes de carteiras de firmas.

Considerando-se os testes no nível firma da Tabela 6, as evidências sinalizam indícios para efeito atenuador da adoção do padrão IFRS no *mispricing* em torno do alto sentimento local. Destaca-se, no entanto, que não se constatou *mispricing* em torno do sentimento local sendo intensificado seguindo adoção do padrão IFRS. Ademais, assim como Baker *et al.* (2012) sinalizaram, o sentimento local exibe maior proeminência nos testes em nível de firma (*cross-section*) em comparação aos testes no nível agregado, conforme constatações na Tabelas 6. Além disso, constatou-se que o *mispricing* em torno do alto sentimento global apresenta-se apenas em período pós-IFRS em algumas das formulações testadas, o que sinaliza que o período pós-IFRS nesses países se associa a maior *mispricing* em torno do alto sentimento global, consistente com o argumento de maior propagação dos efeitos do sentimento global seguindo adoção do IFRS.

Portanto, no nível firma, constatou-se indícios de que a adoção do padrão IFRS por

países contribuiu para redução do *mispricing* em torno do sentimento local, consistente com o argumento de Cornell *et al.* (2017), dado que a qualidade informacional refletida na adoção do padrão IFRS possa ter contribuído para menor discordância entre investidores, destacando-se que os indícios reportados não permitem rejeitar H_2 .

As evidências levantadas, portanto, fornecem indícios que suportam tanto H_1 quanto H_2 , destacando-se que as evidências levantadas demandam cautela, uma vez que os resultados não se mostraram uniformes e robustos em todas as especificações testadas.

Em seguida, apresentam-se os achados para os testes em torno do exame da segunda agenda de pesquisa, a qual se constitui em examinar se a adoção do padrão IFRS modera a relação entre sentimento do investidor (local e global) e índice P/E .

4.3 Sentimento global e local, *price-earnings* e IFRS

Os resultados para os testes em torno do exame das hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no índice P/E no nível agregado de mercado (H_3) e de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no índice P/E no nível firma (H_4) são apresentados e discutidos nesta subseção.

Antes dos resultados dos testes explícitos, apresentam-se, nas Tabelas 7 e 8, as medidas descritivas das variáveis utilizadas nos referidos testes, inclusive, segregando-se tais medidas segundo o corte amostral aplicado para abordagem de testes DiD e período completo da amostra. A Tabela 7 apresenta descrição das variáveis no nível agregado, ao passo que a Tabela 8 aponta descrição das variáveis no nível firma.

Conforme Tabela 7, constatam-se diferenças nas medidas descritivas, ao se considerar os painéis A e B da referida tabela. Por exemplo, a medida P/E sinaliza redução de cerca de 11%, ao se comparar o período completo com o período DiD; CPI e DRP também sinalizam redução, ao se comparar os dois períodos, ao passo que $VTJCP$ e VOL sinalizam aumento entre os períodos. Destaca-se o alto padrão de variabilidade das variáveis tanto no Painel A quanto no Painel B, com exceção da variável P/E , a qual se apresenta mais homogênea em relação às demais. Ressalta-se, ainda, que os testes para presença de raiz unitária nos painéis de países rejeitam tal hipótese ao nível de 1% para todas as variáveis, ao se considerar o Painel B da Tabela 7.

Tabela 7 – Descrição das variáveis dependentes e de controle nos testes de H_3 no nível agregado

	Amostra completa				Média segundo adoção IFRS		
	Média	Desvio padrão	Inv. normal (Z) ¹	Mod. inv. χ (Pm) ¹	Não adoção	Adoção	Teste t (p-value)
Painel A: período Diff-in-Diff (fev/2004 - dez/2011)							
<i>P/E</i>	21,562	13,369	-5,948***	15,926***	22,312	16,370	0,000
Δ <i>CPI</i>	0,876	5,570	-0,748	0,047	0,905	0,675	0,773
<i>VTJCP</i>	-0,001	0,027	-20,244***	96,407***	-0,001	0,000	0,679
<i>VOL</i>	1,861	2,982	-11,613***	34,773***	1,777	2,445	0,051
Δ <i>DPR</i>	0,098	0,720	-2,323**	2,3095**	0,116	-0,027	0,003
Painel B: período completo (fev/2004 - dez/2018)							
<i>P/E</i>	19,110	11,106	-10,022***	41,061***	22,312	16,342	0,000
Δ <i>CPI</i>	0,103	4,535	-4,900***	7,310***	0,905	-0,590	0,000
<i>VTJCP</i>	0,001	0,020	-5,013***	7,564***	-0,001	0,002	0,058
<i>VOL</i>	2,015	2,806	-16,614***	67,473***	1,777	2,222	0,019
Δ <i>DPR</i>	0,047	0,569	-5,173***	8,075***	0,116	-0,013	0,001

Nota: *P/E* é o índice *price-to-earnings* do mercado de cada país; *CPI* é o crescimento da produção industrial, tendo como proxy o crescimento anual do PIB dos países; *VTJCP* é a taxa de juros de curto prazo, tendo como proxy a variação da taxa relacionada ao título T-bill de 1 mês; *VOL* é a volatilidade estimada mensalmente para cada país; *DPR* é o dividend payout ratio anual; Δ operador de primeira diferença; ¹ Testes Dick-Fuller aumentado com drift e máximo de 10 lags, reportando-se as estatísticas inversa normal Z e inverso χ^2 modificado; * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

A Tabela 7 também revela menores níveis de *P/E* em período pós-IFRS (diferenças significantes ao nível de 1% nos painéis A e B). Ademais, também se constata menores níveis de Δ *CPI* e Δ *DPR*, bem como maiores níveis de *VTJCP* e *VOL*, em período pós-IFRS nos países, conforme o Painel B da Tabela 7. Ressalta-se que o Painel A da referida tabela sinaliza as diferenças significantes entre grupo de países adotantes (Brasil e Chile) e de países não adotantes (Argentina, México e Peru) quanto ao *P/E*, Δ *DPR* e *VOL*, e que tais diferenças permanecem, ao se considerar a adoção por todos os países, conforme o Painel B da Tabela 7.

Na sequência, apresenta-se a descrição das variáveis no nível firma, conforme exposto na Tabela 8. Similar ao reportado na Tabela 7, também se constata diferenças entre as medidas apontadas nos painéis A e B da Tabela 8. Nessa linha, pode-se apontar redução de cerca de 9% no *P/E*, ao se comparar os resultados dos painéis A e B, bem como redução de cerca de 12% na taxa de crescimento dos lucros e de cerca de 37% no excesso de retorno da firma. Por outro lado, *DPR* e *D/A* sinalizam aumento de cerca de 4% e 10%, respectivamente. Destaca-se o alto padrão de variabilidade das variáveis tanto no Painel A quanto no Painel B, com exceção das variáveis *Rf*, *CAP* e *D/A*, as quais se apresentaram mais homogêneas em relação às demais. Ressalta-se, ainda, que os testes para presença de raiz unitária nos painéis de firmas rejeitaram tal

hipótese ao nível de 1% para todas as variáveis, ao se considerar ambos os painéis da Tabela 8.

A Tabela 8 também aponta menores níveis de P/E seguindo adoção do padrão IFRS (diferença significativa ao nível de 5% no Painel A), contudo tal diferença apenas constatada ao se considerar análise no período DiD do Painel A. Ademais, também se constata menores níveis de g , Rf e $ERET$, bem como maiores níveis de DPR , CAP e D/A seguindo adoção do padrão IFRS pelos países, conforme ambos os painéis da Tabela 8.

Tabela 8 – Descrição das variáveis dependentes e de controle nos testes de H_4 no nível firma

	Amostra completa				Média segundo adoção IFRS		
	Média	Desvio padrão	Inv. normal (Z) ¹	Mod. inv. χ (Pm) ¹	Não adoção	Adoção	Teste t (p-value)
Painel A: período Diff-in-Diff (fev/2004 - dez/2011)							
P/E	18,231	112,525	-9,242***	27,466***	19,385	13,516	0,020
DPR	0,393	0,511	-5,136***	13,533***	0,383	0,436	0,014
g	0,472	2,862	-40,448***	125,140***	0,519	0,279	0,002
Rf	0,022	0,010	-5,443***	5,302***	0,022	0,024	0,000
$ERET$	0,052	0,247	-25,419***	49,572***	0,062	0,009	0,000
CAP	21,080	1,889	-3,482***	10,476***	20,959	21,575	0,000
D/A	0,138	0,121	-5,111***	13,122***	0,130	0,170	0,000
Painel B: período completo (fev/2004 - dez/2018)							
P/E	16,582	12,749	-15,344***	28,040***	16,463	16,635	0,505
DPR	0,407	0,473	-14,299***	25,266***	0,339	0,437	0,000
g	0,416	1,704	-76,034***	271,500***	0,455	0,399	0,087
Rf	0,020	0,012	-14,295***	23,448***	0,021	0,019	0,000
$ERET$	0,019	0,201	-60,117***	167,27***	0,056	0,002	0,000
CAP	20,895	1,813	-4,280***	9,290***	20,696	20,983	0,000
D/A	0,152	0,130	-7,891***	11,776***	0,131	0,162	0,000

Nota: P/E é o índice *price-to-earnings* trimestral das firmas; DPR é o *dividend payout ratio* (dividendos/lucros no último ano) das firmas no trimestre; g é o crescimento dos lucros entre os trimestres j e $j - 1$; Rf é a taxa livre de risco, tendo como *proxy* a taxa de juros básica de cada país; $ERET$ é retorno em excesso da firma no trimestre; CAP é o log do valor de mercado no trimestre; D/A é o endividamento, mensurado pela razão entre a dívida total e o ativo total no trimestre; ¹ Testes Dick-Fuller aumentado com drift e máximo de 4 lags, reportando-se as estatísticas inversa normal Z e inverso χ^2 modificado; ² apenas painéis com mínimo de 30% e 40% das series trimestrais e sem gaps foram utilizados nos testes do Painel A e do Painel B, respectivamente; * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Considerando-se os resultados das Tabelas 7 e 8, constata-se que a adoção do padrão IFRS pelos países parece diferenciar as variáveis empregadas nos testes, inclusive, a variável P/E , o que confirma, em certa medida, a relação entre a adoção do padrão IFRS e as variáveis empregadas. Ressalta-se, ainda, que as diferenças constatadas para a variável P/E nos períodos DiD e período completo podem se refletir em diferenças nos testes executados a seguir.

Na sequência, na Tabela 9, apresentam-se os coeficientes de correlação entre as variáveis

examinadas nos testes envolvendo H_3 e H_4 , no sentido de se examinar possíveis associações entre P/E e seus componentes fundamentais e baseados em sentimento.

Pelo Painel A da Tabela 9, constata-se que P/E se correlaciona positivamente à DPR e negativamente à VOL tanto no período DiD quanto no período completo. Ademais, P/E exibe correlação positiva com CPI no período completo e com $VTJCP$ no período DiD. Tais direções de associações já eram esperadas, conforme já reportado por Rahman e Shamsuddin (2019), exceto para a variável $VTJCP$, a qual se esperava coeficiente de correlação negativa com P/E .

Tabela 9 – Correlações entre variáveis nos testes de H_3 e H_4

Painel A: Variáveis no nível agregado					
	P/E	DPR	CPI	$VTJCP$	VOL
P/E	1	0,200***	0,112***	0,063	-0,271***
DPR	0,205***	1	0,349***	0,031	-0,030
CPI	0,076	0,399***	1	0,027	-0,007
$VTJCP$	0,092*	0,043	0,032	1	-0,122***
VOL	-0,257***	-0,040	0,009	-0,172***	1

Painel B: Variáveis no nível firma							
	P/E	DPR	g	Rf	$ERET$	CAP	D/A
P/E	1	0,088***	0,012	-0,245***	0,104***	0,308***	0,126***
DPR	-0,005	1	-0,040***	-0,109***	-0,031*	0,071***	0,105***
g	-0,007	-0,026	1	0,021*	0,032***	-0,060***	0,023**
Rf	0,001	-0,074***	0,026	1	-0,049***	-0,114***	-0,099***
$ERET$	-0,008	-0,020	0,042*	-0,091***	1	0,019*	-0,038***
CAP	0,052**	0,085***	-0,048**	0,001	-0,010	1	0,236***
D/A	-0,002	0,161***	0,025	-0,041*	-0,016	0,274***	1

Nota: No triângulo inferior, constam coeficientes Pearson para o período DiD (T2/2004 – T4/2011), ao passo que, no triângulo superior, constam coeficientes Pearson para o período completo (T2/2004 – T4/2018); P/E é o índice price-earnings agregado ou das firmas; DPR é o *dividend payout ratio* agregado ou das firmas; CPI é o crescimento da produção industrial, tendo como *proxy* o crescimento anual do PIB dos países; $VTJCP$ é a taxa de juros de curto prazo, tendo como *proxy* a variação da taxa relacionada ao título T-bill de 1 mês; VOL é a volatilidade agregada para cada país; g é o crescimento dos lucros das firmas; Rf é a taxa livre de risco, tendo como *proxy* a taxa de juros básica de cada país; $ERET$ é retorno em excesso da firma no trimestre; CAP é o log do valor de mercado das firmas; D/A é o endividamento, mensurado pela razão entre a dívida total e o ativo total; * significância ao nível de 10%. ** significância ao nível de 5%. *** significância ao nível de 1%

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

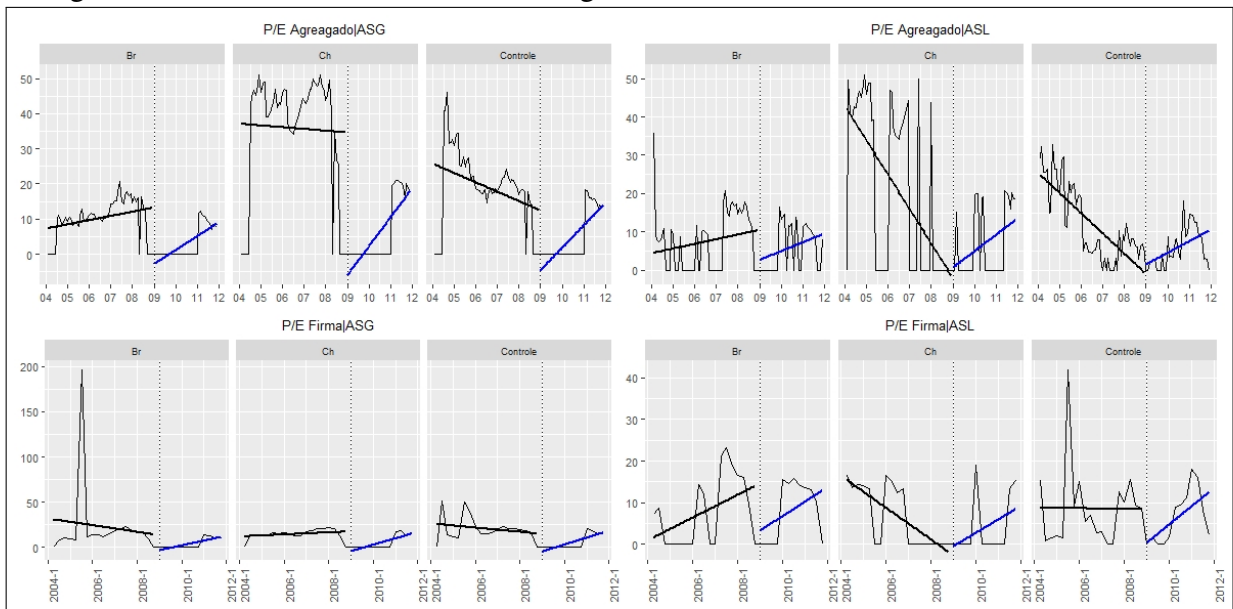
Já pelo Painel B da Tabela 9, novamente, constata-se que P/E exibe correlação significativa (positiva) apenas com CAP , ao passo que, no período completo, tal correlação se repete e são exibidos coeficientes significantes para a correlação entre P/E e as variáveis DPR , Rf , $ERET$ e D/A nas direções esperadas (JITMANEEROJ, 2017), com exceção da variável D/A , para qual se esperava correlação negativa com P/E .

Ressalta-se, ainda, que, conforme os coeficientes apresentados na Tabela 9, não se constata fortes indícios de multicolinearidade, haja vista suas baixas magnitudes (todos menores

que 0,50).

A seguir, na Figura 5, apresentam-se gráficos comparativos entre os países com as médias de P/E condicionadas apenas ao alto sentimento global (ASG) ou ao alto sentimento local (ASL), de forma a se examinar a assunção de tendências paralelas entre os grupos e, portanto, validar o emprego da abordagem DiD nessa formulação. Pela Figura 5, ao se comparar as tendências em período pré-IFRS de Brasil e Chile com o grupo Controle, constata-se que os grupos não parecem exibir tendências paralelas, mas exibem certa heterogeneidade para ASG e ASL tanto no nível agregado quanto no nível firma, o que fornece pouco suporte ao argumento de que a estratégia DiD convencional se ajusta aos testes envolvendo tais formulações.

Figura 5 – Índice P/E em alto sentimento global e em alto sentimento local, 2004-2011.



Nota: A linha sólida destacada em preto representa o índice P/E . O eixo horizontal representa os meses nos dois gráficos superiores, destacando-se os anos no gráfico, ao passo que representa trimestres nos dois gráficos inferiores. As linhas verticais tracejadas indicam a adoção do padrão IFRS (início no ano de 2009). Há duas linhas de tendência, uma para o período anterior à adoção do padrão IFRS (linha na cor preta) e uma para o período após adoção do padrão (linha na cor azul). Br, Ch e Controle indicam gráficos respectivos do Brasil, Chile e de grupo de países considerado controle na abordagem DiD (Argentina, México e Peru). $P/E_{Agregado|ASG}$ e $P/E_{Agregado|ASL}$ representam o índice P/E agregado dos países condicionados ao alto sentimento global (ASG) e alto sentimento local (ASL), respectivamente, ao passo que $P/E_{Firma|ASG}$ e $P/E_{Firma|ASL}$ representam o índice P/E das firmas condicionados ao alto sentimento global (ASG) e alto sentimento local (ASL), respectivamente.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Considerando-se os indícios na direção de rejeição da assunção de tendências paralelas entre os grupos na Figura 5, procedeu-se estimação dos modelos expressos nas Equações 7 e 8 com tendências lineares distintas entre grupos seguindo Wing *et al.* (2018) de maneira adicional aos testes principais, no intuito de se examinar se as inferências permanecem, mesmo ao se

considerar tendências distintas entre os grupos examinados. Além disso, considerando-se que as estimações dos modelos expressos nas Equações 7 e 8 se dão por estimadores robustos à endogeneidade, pode-se esperar que as estimações forneçam coeficientes alinhados à assunção de exogeneidade estrita.

Na sequência, apresentam-se os resultados dos testes no nível agregado, envolvendo regressão do índice P/E agregado de mercado nos sentimentos global e local, nas medidas de adoção do padrão IFRS e nos controles estabelecidos na Tabela 10.

Tabela 10 – Alto sentimento global e local, *price-earnings* agregado e adoção do padrão IFRS

$$\ln(P/E_{c,k}) = \gamma_0c + \gamma_1ASG_k + \gamma_2ASL_{c,k} + \gamma_3IFRS + \gamma_4ASG_k * IFRS + \gamma_5ASL_{c,k} * IFRS + \gamma_6\ln(P/E_{c,k-1}) + \gamma_7\mathbf{H} + \varphi_{c,k}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
$\ln(P/E_{c,k-1})$	0,830***	0,824***	0,883***	0,868***	0,901***
<i>ASG</i>	0,007	0,021	-0,021	-0,018	0,015
<i>ASL</i>	-0,005	-0,004	-0,006	-0,013	-0,012
<i>IFRS</i>	-0,032	0,132	-0,052	-0,128**	-0,006
<i>ASG * IFRS</i>	-0,018	-0,017	0,013	0,013	-0,022
<i>ASL * IFRS</i>	0,029	0,033	-0,024	-0,017	0,020
<i>DPR</i>	0,050*	0,052**	0,027**	0,030**	0,026
<i>CPI</i>	-0,000	-0,001	0,001	0,001	-0,001
<i>VTJCP</i>	0,186	0,237	0,174	0,074	0,243
<i>VOL</i>	-0,009**	-0,016***	-0,046***	-0,048***	-0,007*
<i>t * PIFRS</i>		0,005**		-0,002	
Dummy mês	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
$\gamma_1 + \gamma_4$	-0,011	0,004	-0,008	-0,005	-0,007
$\gamma_2 + \gamma_5$	0,024	0,029	-0,03	-0,03	0,008
N	376	376	376	376	890
Teste F (1º estágio)	1,377***	1,426***	1,606***	1,606***	4,984***
Teste Wu-Hausman	7,059***	3,829*	1,572	1,320	9,797***
R2	0,845	0,853	0,899	0,900	0,887

Nota: $\ln(P/E)$ é o log natural do índice *price-earnings* agregado de cada país; *ASG* é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso $Sent^{Global}$ seja positiva e 0, caso contrário; *ASL* é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso $Sent^{Local}$ seja positiva e 0, caso contrário; *IFRS* é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; \mathbf{H} é matriz de variáveis de controle, contendo as variáveis índice payout (*DPR*), crescimento da produção industrial (*CPI*), variação da taxa de juros de curto prazo (*VTJCP*) e volatilidade do mercado (*VOL*); $t * PIFRS$ é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador IV com efeitos fixos para os países com erros padrões robustos baseados em Driscoll e Kraay (1998); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

As regressões foram estimadas pelo estimador IV com efeitos fixos para os países,

utilizando-se a 2ª defasagem de P/E como instrumento no primeiro estágio, com suporte no processo AR1 da variável já apontado por Rahman e Shamsuddin (2019). Ressalta-se que os testes Wu-Hausman apenas não confirmaram a preferência do estimador IV em relação ao MQO com efeitos fixos para as regressões das colunas DiD-Ch e DiD-Ch(td) da Tabela 10, contudo os resultados e inferências são similares entre os dois estimadores, razão pela qual se optou por apresentar os resultados para estimações com variáveis instrumentais. Os erros padrões dos coeficientes foram calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998).

Conforme Tabela 10, constata-se que todos os modelos exibem elevados coeficientes de determinação, similar ao também reportado por Rahman e Shamsuddin (2019). Além disso, se confirma o processo autoregressivo da variável P/E , dado que o coeficiente em seu primeiro *lag* é elevado e significativo em todos os modelos, contudo menor que um, indicando que a variável é persistente, mas com processo de reversão à média.

Sobre o impacto das medidas de sentimento, não se constataram efeitos significantes para as variáveis *ASG* e *ASL* em qualquer das formulações testadas na Tabela 10, quer seja em período pré-IFRS, quer seja em período pós-IFRS, o que sugere que tanto alto sentimento global quanto alto sentimento local não impactam significativamente o índice P/E agregado dos países da amostra.

Em relação aos controles utilizados, *VOL* exibe coeficiente negativo e significativo em todas as formulações testadas, conforme o esperado (RAHMAN; SHAMSUDDIN, 2019). Destaca-se, ainda, que *DPR* exibe coeficientes positivos e significantes em quase todas as formulações testadas, com exceção dos testes com amostra total, ressaltando-se tal achado na direção esperada (RAHMAN; SHAMSUDDIN, 2019).

Os resultados da Tabela 10, portanto, não fornecem evidências na direção do argumento de que, no nível agregado, investidores pagariam maiores preços por unidades de lucro em período de alto sentimento, conforme já apontado por Rahman e Shamsuddin (2019), dado que os coeficientes *ASG* e *ASL* não se mostraram significantes. Da mesma forma, não há evidências que forneçam suporte na direção do efeito contágio do sentimento global no índice P/E agregado dos países da amostra. Ademais, não se constatou, no nível agregado, nem o efeito de maior propagação dos efeitos do sentimento global no índice P/E seguindo adoção do padrão IFRS, nem o efeito atenuador da referida adoção na relação entre sentimento local e índice P/E .

Por todo o exposto, no nível agregado, não se constataram evidências na direção de que a

adoção do padrão IFRS, por mercados emergentes, reflete-se em período de maior propagação dos efeitos do sentimento global (BAKER *et al.*, 2012), conforme os achados apontados na Tabela 10, o que sugere rejeitar H_3 .

Em seguida, apresentam-se os resultados para as estimações no nível firma na Tabela 11.

Tabela 11 – Alto sentimento global e local, *price-earnings* firma e adoção do padrão IFRS

$$\ln(P/E_{i,c,j}) = \tau_0 + \tau_1 ASG_j + \tau_2 ASL_{c,j} + \tau_3 IFRS + \tau_4 ASG_j * IFRS + \tau_5 ASL_{c,j} * IFRS + \tau_6 \ln(P/E_{i,c,j-1}) + \tau_7 N + v_{i,c,j}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
$\ln(P/E_{i,c,j-1})$	0,807***	0,860***	0,812***	0,824***	0,997***
<i>ASG</i>	-0,022	-0,012	0,002	-0,004	-0,035*
<i>ASL</i>	0,004	0,001	-0,004	-0,011	-0,004
<i>IFRS</i>	-0,013	-0,058	0,083	-0,087	0,035**
<i>ASG * IFRS</i>	0,044	0,059**	-0,048	0,006	0,036
<i>ASL * IFRS</i>	-0,031	-0,031	0,065	0,096	-0,037***
<i>DPR</i>	0,027	0,038	0,034	0,038	0,049***
<i>g</i>	0,043***	0,038***	-0,008	-0,009	-0,036***
<i>Rf</i>	0,263	-1,247	1,553	2,008	1,656
<i>ERET</i>	0,660***	0,699***	0,726***	0,717***	0,873***
<i>CAP</i>	0,114**	0,048	0,063	0,071	-0,003
<i>D/A</i>	-0,356	-0,095	0,028	0,066	0,026
<i>t * PIFRS</i>		-0,005		-0,013	
Dummy setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy trimestre	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
$\tau_1 + \tau_4$	0,022	0,047	-0,046	0,002	0,001
$\tau_2 + \tau_5$	-0,027	-0,03	0,061	0,085	-0,041
N	2.989	2.989	1.561	1.561	4.213
Firmas	146	146	77	77	87
Instrumentos	134	136	76	78	114
AR1	-4,304***	-4,198***	-2,486**	-2,507**	-4,717***
AR2	1,638	1,609	-0,731	-0,791	1,684*
Hansen test	116,181	112,797	46,003	46,012	71,389
Wald test	55.034***	236.496***	227.544***	48,151***	2.307.591***

Nota: $\ln(P/E)$ é o log natural do índice *price-earnings* de cada firma; *ASG* é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso $Sent^{Global}$ seja positiva e 0, caso contrário; *ASL* é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso $Sent^{Local}$ seja positiva e 0, caso contrário; *IFRS* é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; N é matriz de variáveis de controle, contendo as variáveis índice payout (*DPR*), crescimento dos lucros (*g*), taxa de juros básica da economia de cada país (*Rf*), retorno em excesso da firma (*ERET*), valor de mercado da firma (*CAP*) e razão entre as dívidas totais e o ativo total (*D/A*); *t * PIFRS* é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br e DiD-Ch referem-se aos modelos estimados na abordagem DiD considerando-se apenas Brasil e Chile como adotantes IFRS, respectivamente; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões processadas por Sys-GMM em dois passos com correção para amostras finitas de Windmeijer (2005); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Todas as estimações foram processadas por Sys-GMM em dois passos com correção para amostras finitas de Windmeijer (2005). A variável *P/E* foi tratada como endógena nas estimações, sendo utilizado a partir do seu segundo *lag* como instrumento (limitando-se ao máximo de quantidade de empresas nos testes) nas estimações, com exceção dos testes envolvendo o Brasil. Para estes últimos, além dos *lags* da variável *P/E*, também foram tratadas com endógenas as variáveis *g* e *CAP*, para aliviar os problemas em torno da fraqueza dos instrumentos, utilizando-se a partir do segundo *lag* dessas variáveis como instrumentos.

Conforme Tabela 11, constata-se que todos os modelos são significantes ao nível de 1% (Wald test). Os testes AR2 e Hansen não exibem significância estatística (ao menos a 5%), indicando que os instrumentos são válidos. Ademais, a quantidade de instrumentos é inferior ao número de firmas em quase a totalidade dos modelos (com exceção da estimação DiD-Ch), o que alivia, em certa medida, problemas em torno da proliferação de instrumentos.

Todas as estimações confirmam o processo autoregressivo da variável *P/E* também no nível firma, dado que o coeficiente em seu primeiro *lag* é elevado e significativo em todas as formulações testadas, contudo menor que um, indicando que a variável é persistente, mas com processo de reversão à média.

Em relação às medidas de sentimento, constata-se que o alto sentimento global aumenta o índice *P/E* das firmas seguindo adoção do padrão IFRS pelo Brasil, dado que o coeficiente $ASG * IFRS$ se mostrou positivo e significativo (ao nível de 5%) na formulação DiD-Br(td), não se constatando efeito significativo em período pré-IFRS nessa formulação. Esses achados fornecem indícios de que alto sentimento global contribui para desviar o índice *P/E* de seus fundamentos apenas em período IFRS no Brasil.

Contudo, o fato de o coeficiente de interesse se apresentar significativo apenas na estimação com a inclusão de tendências distintas entre grupos sinaliza cautela em torno de tal inferência. Embora tal fato, uma explicação plausível para o achado residiria no argumento de Baker *et al.* (2012) na direção de que investidores tornam-se otimistas e isso leva a uma mudança para ativos de risco mais amplamente, incluindo ativos internacionais, refletindo-se, portanto, em contágio entre mercados e em preços se desviando de seus fundamentos. Ademais, *ASG* se mostra significativo em impactar negativamente o índice *P/E* das firmas em período pré-IFRS nos países, ao se considerar os testes com amostra total, o que não se alinha ao argumento de que o alto sentimento global impactasse positivamente o índice *P/E*, mesmo em período pré-IFRS.

Sobre o alto sentimento local, apenas se constata efeito significativo na formulação de

testes com amostra total, em que $ASL * IFRS$ se mostra negativo e significativo ao nível de 1%, sugerindo menores índices P/E em períodos de alto sentimento local e seguindo adoção do padrão IFRS pelos países da amostra. Por outro lado, dado que ASL não se mostrou positiva e significativa na formulação de testes com amostra total, não se pode afirmar que a adoção do padrão IFRS se refletiu em atenuar os efeitos do sentimento local no índice P/E .

Quanto às variáveis de controle, destaca-se o impacto positivo e significativo de $ERET$ em todas as formulações, contudo em direção contrária ao que se esperava (JITMANEEROJ, 2017). Uma possível explicação para esse achado residiria na baixa relevância da estratégia de investimentos baseada em dividendos nos países da amostra, conforme se observa coeficiente significativo para DPR apenas nos testes com amostra total, ressaltando-se sua baixa magnitude, uma vez que a expectativa para a relação entre $ERET$ e P/E é fundamentada no modelo de desconto de dividendos (JITMANEEROJ, 2017).

Ademais, destaca-se que g se mostra relevante em impactar significativamente P/E em três das cinco formulações testadas, contudo na direção positiva e esperada (JITMANEEROJ, 2017) apenas nas formulações DiD-Br e DiD-Br(td), exibindo impacto negativo e significativo nos testes envolvendo amostra total. Uma possível explicação para essa relação residiria na baixa qualidade dos lucros reportados por firmas desses países, no sentido de que investidores não pagariam maiores preços por unidades de lucros seguindo variações positivas de lucros nessas circunstâncias. Por fim, CAP se mostra significativo em impactar positivamente o índice P/E na formulação DiD-Br, contudo tal efeito não se mantém, ao se considerar tendências lineares distintas entre os grupos de países (DiD-Br(td), ao passo que Rf e D/A não se mostram significantes em impactar o índice P/E das firmas.

Os resultados da Tabela 11, portanto, sinalizam evidências na direção do argumento de que, no nível firma, investidores pagariam maiores preços por unidades de lucro em período de alto sentimento, conforme já apontado por Jitmaneroj (2017), dado que o sentimento global se mostrou afetar positivamente o índice P/E das firmas em período de adoção do padrão IFRS pelo Brasil, ressaltando-se que as evidências na direção do efeito contágio em torno do sentimento global apenas se apresenta nessa configuração. Ademais, não se constatou, no nível firma, nem o efeito da adoção do padrão IFRS em aumentar a propagação dos efeitos do sentimento global, nem o efeito atenuador da referida adoção na relação sentimento local – price-earnings.

Ademais, as evidências apontaram na direção de que a adoção do padrão IFRS reflete-se em período de propagação dos efeitos adversos do sentimento global nos preços (BAKER *et al.*,

2012), embora não se tenha constatado que esse impacto tenha se intensificado após adoção do padrão IFRS. Ressalta-se, ainda, que os testes com amostra total sinalizaram indícios de que a adoção do padrão IFRS pelos países se refletiu em investidores pagando menores preços por unidades de lucro em período de alto sentimento local, alinhando-se ao argumento de Cornell *et al.* (2017), no sentido de que a qualidade informacional, refletida na adoção do padrão IFRS, pode ter contribuído para avaliação mais acurada por parte de investidores e, portanto, preços não se desviando de seus fundamentos em alto sentimento local.

As evidências levantadas, no nível firma, não se alinham ao argumento de que a adoção do padrão IFRS atenuaria os efeitos do sentimento local no índice *P/E* no nível firma, dado que as evidências não sinalizaram indícios nessa direção, o que sugere, portanto, rejeitar H_4 .

Por todas as evidências levantadas, não se constataram evidências na direção dos argumentos de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no índice *P/E* no nível agregado de mercado ou de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no índice *P/E* no nível firma, o que sugere se rejeitar H_3 e H_4 .

Em seguida, apresentam-se os achados para os testes em torno do exame da terceira agenda de pesquisa, a qual se constitui em examinar se a adoção do padrão IFRS modera a relação entre sentimento do investidor (local e global) e *value relevance* da informação contábil.

4.4 Sentimento global e local, *value relevance* e IFRS

Os resultados para os testes em torno do exame das hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no *value relevance* da informação contábil no nível agregado de mercado (H_5) e de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil no nível firma (H_6) são apresentados e discutidos nesta subseção.

Antes dos resultados dos testes explícitos, apresentam-se, na Tabela 12, as medidas descritivas das variáveis utilizadas na estimação das medidas de *value relevance* combinada, bem como medidas descritivas destas últimas, segregando-se tais medidas segundo o corte amostral aplicado para abordagem de testes DiD e período completo da amostra.

Pelo Painel A da Tabela 12, constata-se alto padrão de variabilidade das três variáveis, considerando-se que seus desvios padrão são muito superiores às suas médias. Ademais, constatam-se diferenças significativas nas variáveis, ao se comparar período pré e pós-IFRS, sinalizando menores preços, lucro por ação e valor patrimonial da ação em período pós-IFRS,

dado que os testes t exibiram significância ao nível de 1%.

Pelos painéis B e C da Tabela 12, constata-se que as medidas de *value relevance* (agregado e firma) exibem o mesmo padrão no período DiD e no período completo, qual seja, média negativa de VR , sinalizando que não há diferenças relevantes entre os cortes temporais aplicados nos testes. Também se constata que apenas há diferenças significantes para as medidas VR entre os cortes temporais para adoção do padrão IFRS nos países, ao se considerar o nível firma, conforme se observa a significância dos testes t para medida VR^{Firma} nos painéis B e C da Tabela 12, sugerindo menor *value relevance* combinada em período pós-IFRS nos países.

Tabela 12 – Descrição das variáveis para testes de *value relevance* combinada

	Amostra completa				Média segundo adoção IFRS		
	Média	Desvio padrão	Inv. normal (Z) ¹	Mod. inv. χ (Pm) ¹	Não adoção	Adoção	Teste t (p-value)
Painel A: variáveis trimestrais para estimação de VRA							
P	89,741	1.664,623	-6,822***	11,290***	186,048	42,879	0,000
LPA	0,595	37,244	-51,169***	154,29***	2,797	-0,476	0,000
VPA	59,839	1.013,129	-2,064**	24,581***	89,628	45,343	0,002
Painel B: Value relevance combinada no período Diff-in-Diff (T1/2004-T4/2011)							
$VR^{Agregada}$	-0,093	1,198	-3,941***	7,510***	-0,125	0,044	0,399
VR^{Firma}	-0,269	1,618	-23,780***	148,530***	-0,243	-0,368	0,007
Painel C: Value relevance combinada no período completo (T1/2004-T4/2018)							
$VR^{Agregada}$	-0,070	1,121	-4,074***	5,865***	-0,125	-0,040	0,599
VR^{Firma}	-0,331	1,573	-22,754***	151,760***	-0,243	-0,360	0,000

Nota: P é o preço da ação da firma 3 meses após o fim de cada trimestre; LPA é o lucro por ação da firma no trimestre; VPA é o valor patrimonial da ação da firma no trimestre; VR é medida para *value relevance* combinada em janelas dos últimos doze trimestres, respectivamente, mensuradas a partir de $VR_{i,j}^{Firma}$ e $VR_{i,j}^{Agregado}$ para os níveis firma e agregado, respectivamente; ¹ Testes Dick-Fuller aumentado com *drift* e máximo de 4 *lags*, reportando-se as estatísticas inversa normal Z e inverso χ^2 modificado; ² apenas painéis com mínimo de 70% das series trimestrais foram utilizados nos testes do Painel A, ao passo que painéis com mínimo de 20% das series trimestrais foram utilizados nos testes dos painéis B e C; Painel A com 25.721, 8.419 e 17.302 observações-trimestre para amostras completa, não adoção e adoção do padrão IFRS, respectivamente; Painel B com 105(6.514), 85(5.181) e 20(1.333) observações-trimestre para $VR^{Agregada}$ (VR^{Firma}) na amostra completa, não adoção e adoção do padrão IFRS, respectivamente; Painel C com 245(22.350), 85(5.569) e 160(16.781) observações-trimestre para $VR^{Agregada}$ (VR^{Firma}) na amostra completa, não adoção e adoção do padrão IFRS, respectivamente; * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Ressalta-se que, conforme Tabela 12, todos os testes ADF rejeitaram a hipótese nula de que todos os painéis exibem raiz unitária ao nível de 1% para todas as variáveis expressas na referida tabela.

Na Tabela 13, por sua vez, apresentam-se as medidas descritivas das variáveis utilizadas nos testes de *value relevance* para cada componente da informação contábil, inclusive,

segregando-se tais medidas segundo o corte amostral aplicado para abordagem de testes DiD e período completo da amostra. Pelo painel A da Tabela 13, constata-se alto padrão de variabilidade para as variáveis *LPA* e *VPA*, uma vez que seus desvios padrão se mostram superiores às suas médias. Ademais, constatam-se diferenças significantes ao nível de 1% entre os períodos pré e pós-IFRS apenas para preço das ações (*P*), sinalizando menores níveis dessa variável em período pós-IFRS, quando comparado ao seu nível no período pré-IFRS.

Pelo Painel B da Tabela 13, novamente, repete-se o padrão de alta variabilidade apenas para as variáveis *LPA* e *VPA*, conforme já apontado no painel A da Tabela 13. Ressalta-se que as medidas descritivas apontadas nos painéis A e B da Tabela 13, no geral, não parecem exibir grandes diferenças, o que sinaliza que não há diferenças relevantes entre os cortes temporais aplicados nos testes. Também se constatam diferenças significantes ao nível de 10% para todas as variáveis, ao se considerar o corte temporal para adoção do padrão IFRS nos países, sugerindo, em média, menores níveis de *P* e *LPA* e maiores níveis de *VPA* em período pós-IFRS.

Tabela 13 – Descrição das variáveis para testes de *value relevance* de *LPA* e *VPA* separadamente

	Amostra completa				Média segundo adoção IFRS		
	Média	Desvio padrão	Inv. normal (Z) ¹	Mod. inv. χ (<i>Pm</i>) ¹	Não adoção	Adoção	Teste t (p-value)
<i>P</i>	1,061	0,275	-48,817***	111,570***	1,071	1,015	0,000
<i>LPA</i>	0,025	0,070	-41,364***	113,160***	0,025	0,024	0,461
<i>VPA</i>	1,201	1,299	-15,231***	27,586***	1,195	1,229	0,342
Painel B: variáveis trimestrais e período completo (T1/2004-T4/2018)							
<i>P</i>	1,029	0,238	-85,154***	266,61***	1,069	1,012	0,000
<i>LPA</i>	0,010	0,096	-58,757***	180,540***	0,022	0,005	0,000
<i>VPA</i>	1,237	1,447	-18,523***	33,133***	1,213	1,248	0,100
Painel C: variáveis anuais e período completo (2004-2018)							
<i>P</i>	1,206	0,698	-51,262***	112,430***	1,339	1,144	0,000
<i>LPA</i>	0,011	0,576	-27,032***	74,170***	0,102	-0,031	0,000
<i>VPA</i>	1,040	2,689	-27,032***	65,689***	1,407	0,869	0,000

Nota: *P* é o preço da ação da firma 3 meses após o fim de cada trimestre; *LPA* é o lucro por ação da firma no trimestre; *VPA* é o valor patrimonial da ação da firma no trimestre; ¹ Testes Dick-Fuller aumentado com *drift* e máximo de 4 *lags*, reportando-se as estatísticas inversa normal Z e inverso χ^2 modificado; ² apenas painéis com mínimo de 70% das séries trimestrais ou anuais foram utilizados nos testes; Painel A com 7.233, 5.920 e 1.313 observações-trimestre para amostras completa, não adoção e adoção do padrão IFRS, respectivamente; Painel B com 20.341, 6.124 e 14.217 observações-trimestre para amostras completa, não adoção e adoção do padrão IFRS, respectivamente; Painel C com 5.353, 1.709 e 3.644 observações-ano para amostras completa, não adoção e adoção do padrão IFRS, respectivamente; as variáveis *P*, *LPA* e *VPA* são escaladas pelo preço da ação do período imediatamente anterior; variáveis winsorizadas nos percentis 1 e 99.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

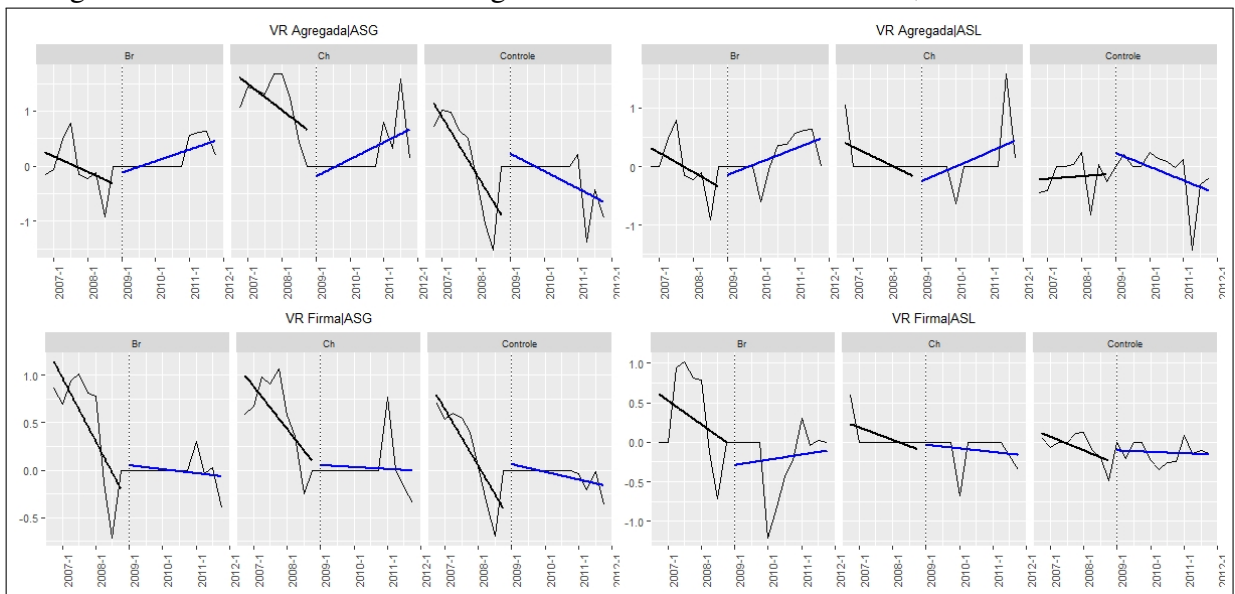
Pelo painel C da Tabela 13, no qual as variáveis são mensuradas por meio de eventos

anuais, novamente, constatam-se diferenças significantes ao nível de 1% para todas as variáveis, ao se considerar os cortes temporais para adoção do padrão IFRS, contudo o padrão apontado no painel B da referida tabela apenas se mantém para as variáveis *P* e *LPA*. Por outro lado, a variável *VPA* exhibe menores níveis, ao se considerar período pós-IFRS, o que pode se refletir em diferenças, ao se considerar tal variável nas abordagens de testes com dados trimestrais e anuais.

Ressalta-se que, conforme Tabela 13, todos os testes ADF rejeitaram a hipótese nula de que todos os painéis exibem raiz unitária ao nível de 1% para todas as variáveis expressas na referida tabela.

A seguir, na Figura 6, apresentam-se gráficos comparativos entre os países com as médias de *VR* (níveis agregado e firma) condicionadas apenas ao alto sentimento global (*ASG*) ou ao alto sentimento local (*ASL*), de forma a se examinar a assunção de tendências paralelas entre os grupos e, portanto, validar o emprego da abordagem DiD nessa formulação.

Figura 6 – *VR* em alto sentimento global e em alto sentimento local, 2007-2011.



Nota: A linha sólida destacada em preto representa a medida *VR*. O eixo horizontal representa os trimestres nos gráficos. As linhas verticais tracejadas indicam a adoção do padrão IFRS (início no ano de 2009). Há duas linhas de tendência, uma para o período anterior à adoção do padrão IFRS (linha na cor preta) e uma para o período após adoção do padrão (linha na cor azul). Br, Ch e Controle indicam gráficos respectivos do Brasil, Chile e de grupo de países considerado controle na abordagem DiD (Argentina, México e Peru). *VR Agregado|ASG*, e *VR Agregado|ASL* representam *VR* no nível agregado dos países condicionadas ao alto sentimento global (*ASG*) e alto sentimento local (*ASL*), respectivamente, ao passo que *VR Firma|ASG* e *VR Firma|ASL* representam *VR* no nível das firmas condicionadas ao alto sentimento global (*ASG*) e alto sentimento local (*ASL*), respectivamente.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Pela Figura 6, ao se comparar as tendências em período pré-IFRS de Brasil e Chile com o grupo Controle, constata-se que os grupos não parecem exibir tendências paralelas, salvo no

gráfico denominado $Vr\ Firma|ASG$, mas exibem certa heterogeneidade para ASG e ASL , o que fornece pouco suporte ao argumento de que a estratégia DiD convencional se ajusta aos testes envolvendo tais formulações.

Considerando-se os indícios na direção de rejeição da assunção de tendências paralelas entres os grupos na Figura 6, procedeu-se estimação do modelo expresso na Equação 13 com tendências lineares distintas entre grupos, seguindo Wing *et al.* (2018) de maneira adicional aos testes principais, similar ao procedimento aplicado na subseção 4.3 desta tese. Além disso, considerando-se que as estimações em torno do modelo expresso na Equação 13 se dão por estimador robusto à endogeneidade, pode-se esperar que as estimações forneçam coeficientes alinhados à assunção de exogeneidade estrita.

Na sequência, a Tabela 14 apresenta os resultados dos testes no nível agregado, envolvendo regressão da medida de *value relevance* combinada agregada de cada país nos sentimentos global e local e nas medidas de adoção do padrão IFRS.

As regressões foram estimadas pelo estimador IV com efeitos fixos para os países, utilizando-se a 2ª defasagem de VR como instrumento no primeiro estágio, assumindo-se processo AR1 da variável, em que os erros padrões foram calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998). Em relação ao ajuste dos modelos expressos na Tabela 14, observa-se que, no geral, os modelos explicam razoavelmente a variação da medida de *value relevance* agregada, destacando-se a formulação de testes com amostra total, a qual explica cerca de 58% da variação daquela medida.

Os resultados observados, na Tabela 14, confirmam o processo autoregressivo da variável VR , dado que o coeficiente em seu primeiro *lag* se mostra significativo em todos os modelos, contudo menor que um, indicando que a variável é persistente, mas com processo de reversão à média.

Em relação ao alto sentimento global, constata-se que ASG reduz VR em período pré-IFRS nas formulações DiD envolvendo Brasil e amostra total, ressaltando que aquele efeito, inclusive, mostra-se robusto à inclusão de tendência distinta entre grupos naquelas estimações. Ao se considerar adoção do padrão IFRS pelos países, constatam-se coeficientes $ASG * IFRS$ positivos e significantes nas formulações DiD-Br e DiD-Ch, contudo esses efeitos não se mostram robustos à inclusão de tendência distinta entre grupos naquelas estimações, dado que os coeficientes se mostram positivos nas formulações DiD-Br(td) e DiD-Ch(td), contudo sem significância estatística. Ressalta-se que esses achados são consistentes apenas com a propagação dos efeitos

do alto sentimento global no *value relevance* da informação em período pré-IFRS, não se alinhando, portanto, ao argumento de que, no nível agregado, a adoção do IFRS contribuiria para maior propagação dos efeitos daquela fonte de sentimento do investidor.

Tabela 14 – Alto sentimento global e local, *value relevance* agregado e adoção do padrão IFRS

$$VR_{w,j} = \theta_{0w} + \theta_1 ASG_j + \theta_2 ASL_{c,j} + \theta_3 IFRS + \theta_4 ASG_j * IFRS + \theta_5 ASL_{c,j} * IFRS + \theta_6 t_w + \theta_7 VR_{w,j-1} + \xi_{w,j}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
VR_{j-1}	0,592***	0,585***	0,573***	0,581***	0,749***
ASG	-0,403***	-0,403**	-0,369***	-0,376	-0,329*
ASL	0,181	0,186	0,164	0,165	0,001
$IFRS$	-0,029	-2,020***	-0,812***	-1,545	0,159
$ASG * IFRS$	0,479**	0,028	0,927***	0,571	0,155
$ASL * IFRS$	0,246	0,485	-0,369*	-0,457	0,020
t	0,009	0,009	0,008**	0,006	-0,002
$t * PIFRS$		0,130		0,066	
Dummy trimestre	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
$\theta_1 + \theta_4$	0,076	-0,375	0,558	0,195	-0,174
$\theta_2 + \theta_5$	0,427	0,671	-0,205	-0,292	0,021
N	68	68	68	68	225
\bar{R}^2	0,295	0,285	0,303	0,293	0,580

Nota: $VR_{w,j}$ é medida de *value relevance* combinada para o país/firma w no trimestre j , a qual assume valores baseados em $VR_{c,j}^{Agregada}$ para testes no nível agregado; ASG é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso a média de $Sent^{Global}$ seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; ASL é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso a média de $Sent^{Local}$ seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; $IFRS$ é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; t é medida de tendência linear em cada país para o período completo em análise; $t * PIFRS$ é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador IV com efeitos fixos para os países e com erros padrões robustos baseados em Driscoll e Kraay (1998); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Sobre o alto sentimento local, não se constata coeficientes significantes para ASL em período pré-IFRS ou pós-IFRS nas formulações, com exceção dos testes envolvendo formulação DiD-Ch, na qual $ASL * IFRS$ se apresenta negativo e significativo, contudo tal efeito não se mostra robusto à inclusão de tendências distintas nos grupos, conforme se observa que aquele coeficiente se torna não significativo na formulação DiD-Ch(td).

Destaca-se que a variável de tendência (t) não exibiu coeficientes negativos e significantes nas formulações, não se alinhando, portanto, aos achados de Barth *et al.* (2021), na direção de

tendência de redução do *value relevance* da informação contábil em período recente. Ressalta-se que os achados de Barth *et al.* (2021) são relacionados ao mercado de capitais americano, portanto é provável que a tendência de redução do *value relevance* seja um fenômeno específico daquele mercado.

No nível agregado, portanto, não se constataram evidências na direção de aumento da propagação dos efeitos adversos do alto sentimento global no *value relevance* agregada. Por outro lado, as evidências sinalizaram impacto adverso significativo do alto sentimento global no *value relevance* da informação contábil apenas em período pré-IFRS, não se constatando evidências robustas sobre esses efeitos adversos em período pós-IFRS. Ressalta-se, ainda, que também não foram constatadas evidências na direção de efeitos adversos do alto sentimento local no *value relevance* agregada sendo intensificado ou na direção de efeitos adversos atenuados seguindo adoção do padrão IFRS pelos países.

Nessa direção, embora os efeitos do sentimento global se mostrem relevantes em se propagar para os mercados emergentes da amostra em período pré-IFRS, as evidências não se alinham ao argumento de que investidores incorporariam mais ineficientemente informações contábeis nos preços seguindo adoção do padrão IFRS, o que se refletiria em variáveis contábeis menos relacionadas aos preços (HE *et al.*, 2020), sugerindo, portanto, rejeição de H_5 .

Em seguida, apresentam-se os resultados para as estimações no nível firma, envolvendo regressão da medida de *value relevance* combinada de cada firma com os sentimentos global e local e as medidas de adoção do padrão IFRS, conforme exposto na Tabela 15. As regressões foram estimadas pelo estimador IV com efeitos fixos para as firmas, utilizando-se a 2ª defasagem de *VR* como instrumento no primeiro estágio, assumindo-se processo AR1 da variável, em que os erros padrões foram calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998). Em relação ao ajuste dos modelos expressos na Tabela 15, observa-se que, no geral, os modelos explicam razoavelmente a variação da medida de *value relevance* no nível firma.

Em relação ao alto sentimento global, embora se constatem coeficientes $ASG * IFRS$ positivos e significantes nas formulações DiD-Br(td) e DiD-Ch, esses achados se mostram sensíveis à inclusão de tendências distintas entre grupos. Ressalta-se que *ASG* não exibe coeficientes significantes em período pré-IFRS em nenhuma das formulações, não permitindo, portanto, inferências em torno de possíveis efeitos antes da adoção do padrão IFRS pelos países.

Com relação ao alto sentimento local, constatam-se coeficientes positivos e significantes nas formulações DiD envolvendo o Brasil, bem como para amostra total, sugerindo que alto

sentimento local se reflete em maior *value relevance* em período pré-IFRS naquelas formulações. Ademais, esse efeito positivo se mostra incrementado seguindo adoção do padrão IFRS pelo Brasil, haja vista que o coeficiente $ASL * IFRS$ se mostrou positivo e significativo em ambas as formulações DiD envolvendo o Brasil (DiD-Br e DiD-Br(td)).

Tabela 15 – Alto sentimento global e local, *value relevance* no nível firma e adoção do padrão IFRS

$$VR_{w,j} = \theta_{0w} + \theta_1 ASG_j + \theta_2 ASL_{c,j} + \theta_3 IFRS + \theta_4 ASG_j * IFRS + \theta_5 ASL_{c,j} * IFRS + \theta_6 t_w + \theta_7 VR_{w,j-1} + \xi_{w,j}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
VR_{j-1}	0,597***	0,597***	0,572***	0,572***	0,691***
ASG	0,018	0,019	-0,030	-0,031	-0,023
ASL	0,133**	0,134**	0,052	0,053	0,119**
$IFRS$	-0,154	-0,193	-0,482***	-1,423***	0,177**
$ASG * IFRS$	0,194	0,183**	0,415***	-0,008	0,025
$ASL * IFRS$	0,445***	0,449***	-0,123	-0,227	-0,104
t	0,009	0,009	0,017	0,017	-0,001
$t * PIFRS$		0,003		0,084***	
Dummy trimestre	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
$\theta_1 + \theta_4$	0,212	0,202	0,385	-0,039	0,002
$\theta_2 + \theta_5$	0,578	0,583	-0,071	-0,174	0,015
N	4.447	4.447	2.575	2.575	10.316
\bar{R}^2	0,533	0,533	0,466	0,466	0,609

Nota: $VR_{w,j}$ é medida de *value relevance* combinada para o país/firma w no trimestre j , a qual assume valores baseados em $VR_{c,j}^{Firma}$ para testes no nível firma; ASG é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso a média de $Sent^{Global}$ seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; ASL é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso a média de $Sent^{Local}$ seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; $IFRS$ é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; t é medida de tendência linear em cada país para o período completo em análise; $t * PIFRS$ é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador IV com efeitos fixos para os países e com erros padrões robustos baseados em Driscoll e Kraay (1998); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Destaca-se que a variável de tendência (t) não se mostrou negativa e significativa em qualquer das formulações da Tabela 15, similar ao já reportado na Tabela 14 para o nível agregado.

Portanto, no nível firma, as evidências apontaram na direção da adoção do padrão IFRS pelos países em incrementar o *value relevance* em períodos de alto sentimento local, destacando-se que não se constatou efeito atenuador da adoção do padrão IFRS no provável impacto negativo

do alto sentimento local no *value relevance*, dado que os achados não apontaram qualquer impacto negativo do alto sentimento local no *value relevance* em período pré-IFRS; vale se destacar que o efeito positivo do alto sentimento local no *value relevance* em período pré-IFRS se torna ainda mais positivo seguindo adoção do padrão IFRS pelo Brasil, sinalizando que a adoção do padrão pelo Brasil se refletiu em incremento do *value relevance* combinado da informação contábil. Por outro lado, embora se tenha constatado alguns indícios de que o alto sentimento global se mostra relevante em incrementar o *value relevance* das firmas seguindo adoção do IFRS pelos países, tais achados demandam cautela, uma vez que se mostraram sensíveis à inclusão de tendências distintas entre grupos.

Nessa linha, os achados não fornecem suporte ao argumento de que a adoção do padrão IFRS possa ter contribuído para reduzir os efeitos adversos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil, o que sugere se rejeitar H_6 , contudo as evidências apontaram para adoção do padrão IFRS contribuindo para maior *value relevance* tanto em alto sentimento global quanto em alto sentimento local, o que é consistente com as evidências de maior *value relevance* da informação contábil seguindo adoção do padrão IFRS por países (ELBAKRY *et al.*, 2017; GARCÍA *et al.*, 2017; KOUKI, 2018) e o argumento de decisões baseadas em informações individuais das firmas (BAKER *et al.*, 2012).

Convém se destacar que os achados na direção do aumento de *value relevance* em alto sentimento global e local seguindo adoção do padrão IFRS podem estar associados aos argumentos em torno da visão da estratégia cognitiva, conforme He *et al.* (2020), segundo a qual o sentimento deva afetar as escolhas de diferentes estratégias cognitivas de investidores para processar informação. Sob essa visão, investidores, em períodos de alto sentimento, devem focar em heurísticas tais como lucros que são reportados frequentemente em domínio público, o que se refletiria em lucros exibindo maior *value relevance* em períodos de alto sentimento do que em baixo sentimento, conforme evidências já apontadas por He *et al.* (2020). Nessa linha, poderia se esperar incremento do *value relevance* associado aos componentes da informação contábil (lucros e valor patrimonial) tanto em alto sentimento global quanto em alto sentimento local seguindo adoção do padrão IFRS pelos países.

Sob essa perspectiva, a Tabela 16 apresenta resultados para estimações, no nível firma, contudo envolvendo testes para *value relevance* individual de cada componente da informação contábil, ao se considerar eventos trimestrais, bem como suas interações com os sentimentos global e local e as medidas de adoção do padrão IFRS.

Tabela 16 – Alto sentimento global e local, *value relevance* dos componentes da informação contábil e adoção do padrão IFRS segundo eventos trimestrais

$$\begin{aligned}
 P_{i,c,t} = & \delta_0 + \delta_1 LPA_{i,c,t} + \delta_2 VPA_{i,c,t} + \delta_3 ASG_t + \delta_4 ASL_{c,t} + \delta_5 IFRS \\
 & + \delta_6 LPA_{i,c,t} * IFRS + \delta_7 VPA_{i,c,t} * IFRS + \delta_8 ASG_t * IFRS \\
 & + \delta_9 ASL_t * IFRS + \delta_{10} LPA_{i,c,t} * ASG_t \\
 & + \delta_{11} VPA_{i,c,t} * ASG + \delta_{12} LPA_{i,c,t} * ASL_{c,t} + \delta_{13} VPA_{i,c,t} * ASL_{c,t} \\
 & + \delta_{14} LPA_{i,c,t} * ASG_t * IFRS + \delta_{15} VPA_{i,c,t} * ASG_t * IFRS \\
 & + \delta_{16} LPA_{i,c,t} * ASL_{c,t} * IFRS + \delta_{17} VPA_{i,c,t} * ASL_{c,t} * IFRS + \omega_{i,t}
 \end{aligned}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
<i>LPA</i>	0,795***	0,821***	0,977***	0,983***	0,463***
<i>VPA</i>	0,076***	0,076***	0,084***	0,084***	0,027***
<i>ASG</i>	-0,112*	-0,119*	-0,081	-0,080	0,095***
<i>ASL</i>	-0,078***	-0,078***	-0,027	-0,029	-0,013
<i>IFRS</i>	-0,126***	-0,171***	0,034	-0,069	-0,022
<i>LPA * IFRS</i>	-0,550***	-0,581***	-0,928***	-0,943***	-0,250***
<i>VPA * IFRS</i>	0,003	-0,001	0,004	0,001	-0,000
<i>ASG * IFRS</i>	-0,054	-0,048	-0,161**	-0,160**	0,040
<i>ASL * IFRS</i>	0,105*	0,103**	0,061	0,063	-0,011
<i>LPA * ASG</i>	-0,036	-0,084	-0,160	-0,156	0,104
<i>VPA * ASG</i>	-0,023**	-0,027***	-0,026***	-0,027***	-0,012***
<i>LPA * ASL</i>	-0,100	-0,088	-0,084	-0,097	0,019
<i>VPA * ASL</i>	0,013*	0,014*	0,016	0,016	-0,004
<i>LPA * ASG * IFRS</i>	-0,439	-0,379	1,253***	1,281***	0,065
<i>VPA * ASG * IFRS</i>	0,051***	0,054***	0,038*	0,036*	-0,007
<i>LPA * ASL * IFRS</i>	0,782**	0,734**	-0,385	-0,380	0,066
<i>VPA * ASL * IFRS</i>	-0,031**	-0,031**	-0,024	-0,023	0,015
<i>t * PIFRS</i>		-0,006		-0,013*	
Dummy trimestre	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	6.897	6.897	4.175	4.175	12.914
\bar{R}^2	0,135	0,138	0,079	0,082	0,409

Nota: *P* é o preço da ação da firma 3 meses após o fim de cada trimestre; *LPA* é o lucro por ação da firma no trimestre; *VPA* é o valor patrimonial da ação da firma no trimestre; *ASG* é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso a média de *Sent^{Global}* seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; *ASL* é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso a média de *Sent^{Local}* seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; *IFRS* é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; *t* é medida de tendência linear em cada país para o período completo em análise; *t * PIFRS* é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; as variáveis *P*, *LPA* e *VPA* são escaladas pelo preço da ação do período imediatamente anterior; variáveis winsorizadas nos percentis 1 e 99 segundo cada formulação de teste; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador Within com erros padrões robustos baseados em Driscoll e Kraay (1998); o número condição estimado para cada abordagem DiD é inferior a 30, o que sugere ausência de problemas severos de multicolinearidade (BELSLEY *et al.*, 1980), contudo o número condição estimado para amostra total se apresentou superior a 30, sugerindo a existência daqueles problemas e, portanto, demandando cautela em torno de suas inferências; * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

As regressões da Tabela 16 foram estimadas pelo estimador de efeitos fixos com erros

padrão calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998). Em relação ao ajuste dos modelos expressos na Tabela 16, observa-se que, no geral, os modelos explicam razoavelmente a variação dos preços, com destaque para a estimação envolvendo a amostra total.

Pela Tabela 16, constata-se que *LPA* e *VPA* exibem coeficientes positivos e significantes (ao nível de 1%) em todas as formulações de testes, indicando que elas são relevantes para investidores em períodos pré-IFRS e de baixo/neutro sentimento global e local.

Ao se considerar a interação dessas variáveis com alto sentimento global (*ASG*) e alto sentimento local (*ASL*), apenas se constata redução do *value relevance* de *VPA* em alto sentimento global em todas as formulações testadas, conforme coeficientes *VPA * ASG* negativos e significantes, não se constatando qualquer efeito significativo em relação à *LPA*.

Ao se considerar adoção do padrão IFRS pelos países, constatam-se coeficientes positivos e significantes para *VPA * ASG * IFRS* para as formulações de testes DiD, sugerindo atenuação dos efeitos negativos do alto sentimento global no *value relevance* de *VPA* após adoção do padrão IFRS por Brasil e Chile. Também se constatam coeficientes positivos e significantes para *LPA * ASG * IFRS* nas formulações DiD envolvendo o Chile, sugerindo aumento do *value relevance* de *LPA* em alto sentimento global seguindo adoção do padrão IFRS pelo Chile.

Destaca-se, ainda, evidências na direção de aumento de *value relevance* de *LPA* em alto sentimento local seguindo adoção do padrão IFRS pelo Brasil (abordagens DiD-Br e DiD-Br(td)). Por outro lado, considerando-se aquelas formulações de testes, as evidências sinalizam redução de *value relevance* de *VPA* em período pós-IFRS. Esses resultados sugerem que, em alto sentimento local e seguindo adoção do padrão IFRS pelo Brasil, investidores locais aumentaram seu foco em heurísticas em torno do lucro reportado, ao passo que reduziram seu foco em heurísticas em torno do *VPA*, sinalizando uma possível mudança de estratégia cognitiva daqueles investidores quanto aos componentes da informação contábil.

As evidências da Tabela 16, portanto, sinalizam indícios que confirmam o incremento de *value relevance* dos componentes da informação em períodos de alto sentimento global ou local seguindo adoção do padrão IFRS pelos países, contudo os achados se diferenciam segundo os países adotantes do padrão IFRS. Assim, as evidências permitem afirmar que, considerando-se adoção do padrão IFRS pelo Brasil, preços de ativos exibem maior associação com *VPA* e *LPA* em alto sentimento global e alto sentimento local, respectivamente, alinhando-se ao argumento da visão estratégia cognitiva, conforme He *et al.* (2020), o que sugere que investidores aumentaram

seu foco em heurísticas em torno do *VPA* e *LPA* seguindo o alto sentimento das fontes destacadas. Por outro lado, considerando-se a adoção do padrão IFRS pelo Chile, as evidências permitem afirmar que preços de ativos exibem maior associação apenas com *VPA* em períodos de alto sentimento global, o que também se alinha ao argumento da visão da estratégia cognitiva e sugere que investidores aumentaram seu foco em heurísticas em torno do *VPA* em alto sentimento global.

Por fim, no intuito de se aprofundar as evidências reportadas na Tabela 16, considerando-se que há eventos contábeis não refletidos diretamente no reporte trimestral das firmas (testes de *impairment*, por exemplo), apresentam-se os resultados para as estimações, novamente, no nível firma, contudo envolvendo testes para *value relevance* separada de cada componente da informação contábil ao se considerar eventos anuais, bem como suas interações com os sentimentos global e local e as medidas de adoção do padrão IFRS, conforme Tabela 17.

Novamente, as regressões foram estimadas pelo estimador de efeitos fixos com erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998). Os modelos expressos na Tabela 17, no geral, explicam razoavelmente a variação dos preços, inclusive, em magnitudes superiores aos números reportados na Tabela 16.

O padrão de significância e coeficiente positivo de *LPA* em quase todas as formulações de testes se repete na Tabela 17, conforme já reportado na Tabela 16, indicando que *LPA* é relevante para investidores em períodos pré-IFRS e de baixo/neutro sentimento global e local. *VPA*, por outro lado, apenas exhibe coeficiente positivo e significativo apenas no teste específico com amostra de firmas do México.

Considerando-se o alto sentimento global e a não adoção do padrão IFRS pelos países, apenas se constata coeficientes *VPA * ASG* negativos e significantes nos testes com firmas do México e Peru, sugerindo redução de *value relevance* de *VPA* em alto sentimento global nesses países. Por outro lado, ao se considerar alto sentimento local e não adoção do padrão IFRS pelos países, constatam-se coeficientes *LPA * ASL* negativos e significantes em quase todas as formulações, com exceção do teste com firmas da Argentina, bem como coeficientes *VPA * ASL* negativos e significantes para os testes específicos envolvendo firmas do México e Peru, sugerindo menor *value relevance* de *LPA* e *VPA* em alto sentimento local naquelas formulações de testes. Ressalta-se que as evidências também sinalizam aumento do *value relevance* de *VPA* em alto sentimento local e período pré-IFRS no Brasil e Chile.

Tabela 17 – Alto sentimento global e local, value relevance dos componentes da informação contábil e adoção do padrão IFRS segundo eventos anuais

$$P_{i,c,t} = \delta_0 + \delta_1 LPA_{i,c,t} + \delta_2 VPA_{i,c,t} + \delta_3 ASG_t + \delta_4 ASL_{c,t} + \delta_5 IFRS$$

$$+ \delta_6 LPA_{i,c,t} * IFRS + \delta_7 VPA_{i,c,t} * IFRS + \delta_8 ASG_t * IFRS$$

$$+ \delta_9 ASL_t * IFRS + \delta_{10} LPA_{i,c,t} * ASG_t$$

$$+ \delta_{11} VPA_{i,c,t} * ASG + \delta_{12} LPA_{i,c,t} * ASL_{c,t} + \delta_{13} VPA_{i,c,t} * ASL_{c,t}$$

$$+ \delta_{14} LPA_{i,c,t} * ASG_t * IFRS + \delta_{15} VPA_{i,c,t} * ASG_t * IFRS$$

$$+ \delta_{16} LPA_{i,c,t} * ASL_{c,t} * IFRS + \delta_{17} VPA_{i,c,t} * ASL_{c,t} * IFRS + \omega_{i,t}$$

	Amostra total	Ar	Br	Ch	Mx	Pe
<i>LPA</i>	0,291***	0,295	0,252***	1,538***	0,611***	1,132***
<i>VPA</i>	0,036	0,049	-0,016	-0,029	0,287***	0,294
<i>ASG</i>	0,461***	-1,739***	1,267***	0,256***	-0,310***	0,198***
<i>ASL</i>	0,009	-3,141***	0,637***	0,400***	0,217***	-0,226***
<i>IFRS</i>	0,147**	-4,985***	-0,193***	-0,475***	-0,478***	-0,847***
<i>LPA * IFRS</i>	-0,086	0,191	-0,145*	-1,405***	-0,580***	-0,672*
<i>VPA * IFRS</i>	-0,034	-0,076	0,004	0,062	-0,037	-0,201***
<i>ASG * IFRS</i>	-0,436***	-1,623***	0,331***	0,293***	0,465***	2,517***
<i>ASL * IFRS</i>	0,281***	6,702***	1,046***	0,321***	-0,228***	1,108***
<i>LPA * ASG</i>	0,040	-0,075	0,039	-1,191	-0,241	-0,380
<i>VPA * ASG</i>	-0,029	-0,014	-0,009	0,010	-0,153***	-0,172***
<i>LPA * ASL</i>	-0,363*	0,081	-0,595***	-0,295***	-0,381*	-0,289
<i>VPA * ASL</i>	-0,006	-0,050	0,045*	0,050***	-0,131***	-0,067*
<i>LPA * ASG * IFRS</i>	0,018	-0,173	-0,052	1,305***	0,261	1,276**
<i>VPA * ASG * IFRS</i>	0,045	0,042	0,011	-0,020	0,199*	0,133*
<i>LPA * ASL * IFRS</i>	0,090	-0,301	0,435***	0,340	0,513**	1,428***
<i>VPA * ASL * IFRS</i>	0,038	0,129	-0,022	-0,016	0,085	0,080
Dummy anos	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	5.353	451	2.155	1.137	1.032	578
\bar{R}^2	0,389	0,505	0,478	0,470	0,538	0,540

Nota: *P* é o preço da ação da firma 3 meses após o fim de cada ano; *LPA* é o lucro por ação da firma no ano; *VPA* é o valor patrimonial da ação da firma no ano; *ASG* é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso a média anual de *Sent^{Global}* seja positiva e 0, caso contrário; *ASL* é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso a média anual de *Sent^{Local}* seja positiva e 0, caso contrário; *IFRS* é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; as variáveis *P*, *LPA* e *VPA* são escaladas pelo preço da ação do período imediatamente anterior; variáveis winsorizadas nos percentis 1 e 99 segundo cada formulação de teste; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador Within com erros padrões robustos baseados em Driscoll e Kraay (1998); inferências desta tabela demandam cautela, uma vez que se constatou indícios de problemas severos de multicolinearidade (número condição estimado para cada regressão supera 30 (BELSLEY *et al.*, 1980); foram realizados testes alternativos, excluindo-se das regressões as *dummies* para os anos (tal procedimento reduz o número condição para níveis menores que 30), destacando-se que as inferências em torno da interação das variáveis de interesse (*LPA * ASG * IFRS*, *VPA * ASG * IFRS*, *LPA * ASL * IFRS* e *VPA * ASL * IFRS*), no geral, permanecem inalteradas; * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.
Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Ao se considerar adoção do padrão IFRS pelos países, os coeficientes *LPA * ASG * IFRS* (formulações Ch e Pe) e *VPA * ASG * IFRS* (formulações Mx e Pe) se mostraram positivos e significantes em alguma das formulações, indicando aumento do *value relevance* de ambas as

medidas em alto sentimento global e seguindo adoção do padrão IFRS pelos países. Também se destacam coeficientes $LPA * ASL * IFRS$ positivos e significantes em três das formulações testadas (formulações Br, Mx e Pe), sugerindo que a adoção do padrão IFRS pelo Brasil, México e Peru atenuou os efeitos adversos do alto sentimento local no *value relevance* dos lucros por ação naqueles países.

Destaca-se, ainda, que as evidências da Tabela 17 confirmam o incremento de *value relevance* de LPA em alto sentimento global seguindo adoção do padrão IFRS pelo Chile, bem como incremento de *value relevance* de LPA em alto sentimento local seguindo adoção do padrão IFRS pelo Brasil, conforme já reportado na Tabela 16.

O conjunto de evidências das Tabelas 16 e 17, portanto, apontam indícios na direção de que a adoção do padrão IFRS pelos países contribuiu para que preços refletissem mais eficientemente os componentes da informação contábil tanto em períodos de alto sentimento global quanto em períodos de alto sentimento local. Tal inferência, contudo, mostrou-se se condicionar aos diferentes países adotantes do padrão IFRS, bem como às fontes de sentimento do investidor. Essas evidências se mostraram alinhadas aos argumentos em torno da visão da estratégia cognitiva, conforme apontado por He *et al.* (2020), no sentido de que investidores focalizam em heurísticas tais como os lucros reportados em períodos de alto sentimento. Ressalte-se, ainda, que os achados da Tabela 17 apontaram indícios na direção do efeito atenuador da adoção do padrão IFRS nos efeitos adversos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil, contudo esses indícios se mostraram significantes apenas em algumas especificações de testes individuais para alguns países, o que demanda cautela.

Por todas as evidências levantadas, não se constataram evidências na direção dos argumentos de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no *value relevance* da informação contábil no nível agregado de mercado ou de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil no nível firma, o que sugere se rejeitar H_5 e H_6 .

Na sequência, apresentam-se os achados para testes adicionais e de robustez em torno das hipóteses examinadas até aqui.

4.5 Testes adicionais e de robustez

4.5.1 Diferentes horizontes temporais de retorno

As evidências apontadas no exame de H_1 e H_2 , conforme Tabelas 5 e 6, sinalizaram indícios na direção de que a adoção do padrão IFRS tanto aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global nos retornos subsequentes de ativos no nível agregado (H_1) quanto atenua os efeitos do sentimento local nos retornos subsequentes de ativos no nível firma (H_2).

Considerando-se o argumento em torno dos limites à arbitragem, é provável que o *mispicing* em torno do sentimento seja persistente, ao menos, no curto prazo (HAN; LI, 2017). Assim, é provável que a relação negativa entre sentimento do investidor e retornos subsequentes seja sensível ao horizonte de retorno considerado, conforme já apontado por (HAN; LI, 2017) para o mercado chinês.

Diante desse fato, procedeu-se a estimação dos modelos expressos nas Equações 5 e 6, considerando o retorno acumulado em três e seis meses para as carteiras de mercado e de firmas sensíveis ao sentimento. Novamente, as regressões foram estimadas pelo estimador de efeitos fixos para países com erros padrão calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998). A Tabela 18 sumariza os achados dos testes envolvendo retornos subsequente de carteiras de mercado e as variáveis de interesse.

Conforme a Tabela 18, constata-se que o alto sentimento global afeta negativamente o retorno subsequente acumulado de três e seis meses seguindo adoção do padrão IFRS pelo Brasil, conforme se observam os coeficientes negativos e significantes para $ASG * IFRS$ nas abordagens DiD-Br nas duas formulações de testes. Também são constatados menores retornos subsequentes em janelas de seis meses em períodos de alto sentimento global seguindo adoção do padrão IFRS pelo Chile. Essas evidências em linha com o argumento do efeito contágio em torno do sentimento global se apresentando apenas em período de adoção do padrão IFRS pelos países, conforme já sinalizado na Tabela 5.

Em relação ao alto sentimento local, as evidências da Tabela 18 apontam para efeito negativo de ASL em retornos subsequentes em janelas de seis meses em período pré-IFRS sendo atenuado em período de adoção do padrão IFRS pelo Brasil, conforme se observa coeficiente $ASL * IFRS$ positivo e significativo na formulação DiD-Br.

Ademais, ainda considerando-se os retornos subsequentes de seis períodos, $ASL * IFRS$ se mostra positivo e significativo na formulação DiD-Ch, sugerindo maiores retornos subsequentes

em períodos de alto sentimento local seguindo adoção do padrão IFRS pelo Chile, sem, contudo, haver sinalização de possível efeito atenuador da adoção do padrão, uma vez que o coeficiente ASL não se mostrou significativo.

Tabela 18 – Alto sentimento global e local, retorno de mercado e adoção IFRS segundo diferentes horizontes temporais do retorno de mercado

$$Ret_{MKT,c,k+1} = \alpha_{0c} + \alpha_1 ASG_k + \alpha_2 ASL_{c,k} + \alpha_3 IFRS + \alpha_4 ASG_k * IFRS + \alpha_5 ASL_{c,k} * IFRS + \alpha_6' Z + \psi_{c,k+1}$$

	Dependente: $Ret_{p,t+1:t+3}$			Dependente: $Ret_{p,t+1:t+6}$		
	Did-Br	DiD-Ch	Amostra total	Did-Br	DiD-Ch	Amostra total
ASG	0,003	-0,003	0,002	-0,000	-0,005	-0,007
ASL	-0,010	0,003	-0,003	-0,008*	0,005	0,000
IFRS	0,000	-0,000	-0,014	-0,013	-0,013	-0,015
ASG * IFRS	-0,043***	-0,021	-0,018	-0,053***	-0,027*	-0,012
ASL * IFRS	-0,006	0,010	0,005	0,011*	0,021***	-0,001
ΔICN	0,323	0,426	0,124	0,300	0,313	0,039
ΔCPI	0,004***	0,004***	0,004***	0,003***	0,003***	0,003***
ΔIDE	-0,073	-0,093	-0,064	-0,065	-0,075	-0,018
P/E_{MKT}	0,000	0,000	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000
N	348	348	885	336	336	870
R^2	0,178	0,209	0,153	0,210	0,257	0,223

Nota: Ret_{MKT} é o retorno ponderado por valor da carteira de mercado; ASG é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso $Sent^{Global}$ seja positiva e 0, caso contrário; ASL é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso $Sent^{Local}$ seja positiva e 0, caso contrário; IFRS é a medida de adoção IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; Z é matriz de variáveis de controle, contendo as variáveis indicador para ciclos dos negócios (ICN), crescimento da produção industrial (CPI), fluxo líquido de investimento direto estrangeiro (IDE) e índice P/E agregado (P/E_{MKT}); \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador de efeitos fixos com erros padrões robustos baseados em Driscoll e Kraay (1998); ***, **, * significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Portanto, no nível agregado, não se constata diferenças qualitativas relevantes dos achados já reportados na Tabela 5 em relação ao sentimento global, destacando-se que as evidências continuam a sugerir não rejeição de H_1 . Ademais, em relação ao sentimento local, as evidências da Tabela 18 fornecem indícios de atenuação do efeito adverso do sentimento local nos retornos subsequentes de seis períodos após adoção do padrão IFRS pelo Brasil na formulação DiD-Br, o que não se constatou nos achados da Tabela 5. Portanto, as evidências se alinham ao argumento na direção dos limites à arbitragem e seus efeitos no *mispricing* em torno do sentimento no curto prazo (HAN; LI, 2017), haja vista que o efeito negativo de ASG nos retornos subsequentes de mercado apenas se apresentam no Chile ao se considerar janelas de seis períodos.

Em seguida, na Tabela 19, apresentam-se os resultados dos testes no nível firma.

Tabela 19 – Alto sentimento global e local, retorno de $t + 1$ até $t + 3$ de carteiras de firmas sensíveis ao sentimento e adoção do padrão IFRS

$$Ret_{Long-Short,c,k+1} = \beta_0c + \beta_1ASG_k + \beta_2ASL_{c,k} + \beta_3IFRS + \beta_4ASG_k * IFRS + \beta_5ASL_{c,k} * IFRS + \beta_6' \kappa + \mu_{c,k+1}$$

Carteiras Long-Short de firmas sensíveis ao sentimento						
	Tam^{LMH}	Vol^{HML}	BM^{LMM}	$Vrec^{HMM}$	BM^{HMM}	$Vrec^{LMM}$
Painel A: testes para retorno acumulado de t+1 até t+3 na formulação DiD-Br						
<i>ASG</i>	0,011	-0,012	-0,001	0,003	-0,001	0,003
<i>ASL</i>	0,000	-0,008	-0,010*	-0,012**	-0,010*	-0,012**
<i>IFRS</i>	-0,007	-0,007	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004
<i>ASG * IFRS</i>	0,002	0,017	-0,005	-0,018*	-0,005	-0,018*
<i>ASL * IFRS</i>	0,013	0,009	0,021*	0,017**	0,021*	0,017**
<i>MKT</i>	0,103***	0,042	-0,080***	0,021	-0,080***	0,021
<i>SMB</i>	0,094*	0,014	-0,058	-0,022	-0,058	-0,022
<i>HML</i>	-0,001	0,024	0,055*	0,001	0,055*	0,001
N	348	348	348	348	348	348
R^2	0,025	-0,001	0,033	-0,010	0,033	-0,010
Painel B: testes para retorno acumulado de t+1 até t+3 na formulação DiD-Ch						
<i>ASG</i>	0,014**	-0,009	-0,002	0,003	-0,002	0,003
<i>ASL</i>	0,002	-0,004	-0,006	-0,010*	-0,006	-0,010*
<i>IFRS</i>	0,014	-0,020***	0,009	0,010*	0,009	0,010*
<i>ASG * IFRS</i>	-0,042***	0,009	0,001	-0,026***	0,001	-0,026***
<i>ASL * IFRS</i>	0,020*	0,017**	-0,002	0,011	-0,002	0,011
<i>MKT</i>	0,114***	0,014	-0,082***	0,035	-0,082***	0,035
<i>SMB</i>	0,044	0,015	-0,044	-0,048	-0,044	-0,048
<i>HML</i>	-0,022	0,034	0,041	-0,006	0,041	-0,006
N	348	348	348	348	348	348
R^2	0,033	-0,014	0,016	-0,007	0,016	-0,007
Painel C: testes para retorno acumulado de t+1 até t+3 na formulação Amostra total						
<i>ASG</i>	0,029	-0,030	-0,007	0,015	-0,007	0,015
<i>ASL</i>	-0,006	-0,022	-0,001	-0,011	-0,001	-0,011
<i>IFRS</i>	0,031*	-0,006	0,028*	0,028	0,028*	0,028
<i>ASG * IFRS</i>	-0,082***	-0,018	-0,014	-0,032*	-0,014	-0,032*
<i>ASL * IFRS</i>	0,015	0,009	-0,017	0,009	-0,017	0,009
<i>MKT</i>	0,250***	0,067	0,003	0,028	0,003	0,028
<i>SMB</i>	0,095	0,038	-0,035	0,129	-0,035	0,129
<i>HML</i>	-0,030	0,027	0,140*	-0,060	0,140*	-0,060
N	855	855	855	855	855	855
R^2	0,043	0,019	0,002	0,002	0,002	0,002

Nota: $Ret_{Long-Short}$ é o retorno ponderado por valor de carteiras *long-short* de firmas sensíveis ao sentimento do investidor, baseadas nas variáveis tamanho, volatilidade, book-to-market e variação de receitas; ASG é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso $Sent^{Global}$ seja positiva e 0, caso contrário; ASL é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso $Sent^{Local}$ seja positiva e 0, caso contrário; IFRS é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; K é matriz de variáveis de controle, contendo os três fatores de Fama e French (1993) (MKT, SMB e HML); \bar{R}^2 representa o R^2 within; LMH carteira Low-High; HML carteira High-Low; LMM carteira Low-Medium; HMM carteira High-Medium; regressões estimadas pelo estimador de efeitos fixos com erros padrões robustos baseados em Driscoll e Kraay (1998); ***, **, * significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

As regressões da Tabela 19 foram estimadas pelo estimador de efeitos fixos para países com erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998)

Em relação ao alto sentimento global, a Tabela 19 aponta para menores retornos subsequentes de três períodos seguindo adoção do padrão IFRS pelos países para algumas carteiras nas três formulações de testes (DiD-Br, DiD-Ch e Amostra total), confirmando-se o efeito negativo do sentimento global em retornos subsequentes apenas em período pós-IFRS, conforme já apontado na Tabela 18 para o nível agregado.

Em relação ao alto sentimento local, constata-se efeito atenuador da adoção do padrão IFRS pelo Brasil em quatro das seis carteiras testadas, com exceção apenas das carteiras Tam^{LMH} e Vol^{HML} , uma vez que ASL se mostrou negativa e significativa e $ASL * IFRS$ se mostrou positiva e significativa nas formulações testadas. Ao se considerar a adoção do padrão IFRS pelo Chile (painel B), o efeito atenuador não se mostra claro, uma vez que os coeficientes para ASL não exibem significância, contudo se constata que ASL se torna preditor *momentum* após adoção do padrão IFRS por aquele país nas carteiras de firmas voláteis e baseadas no tamanho.

Na sequência, na Tabela 20, apresentam-se os resultados dos testes no nível firma e com retorno de $t + 1$ até $t + 6$ das carteiras formadas segundo características de firmas sensíveis ao sentimento. Novamente, as regressões foram estimadas pelo estimador de efeitos fixos para países com erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998).

Em relação ao alto sentimento global, o padrão negativo de $ASG * IFRS$ se repete nos testes com algumas carteiras de firmas, ao se considerar adoção do padrão IFRS pelo Chile, e adoção do padrão por todos os países, ao se considerar amostra total, conforme painéis B e C da Tabela 20.

Ressalte-se que o painel B da Tabela 20 também aponta evidências na direção de atenuação dos efeitos do alto sentimento global nos retornos subsequentes da carteira Vol^{HML} após adoção do padrão IFRS pelo Chile.

Sobre o alto sentimento local, constata-se efeito atenuador da adoção do padrão IFRS pelo Brasil e pelo Chile nos retornos subsequentes de duas do total de seis carteiras tanto no painel A quanto no painel B da Tabela 20.

Tabela 20 – Alto sentimento global e local, retorno de $t + 1$ até $t + 6$ de carteiras de firmas sensíveis ao sentimento e adoção do padrão IFRS
$$Ret_{Long-Short,c,k+1} = \beta_{0c} + \beta_1 ASG_k + \beta_2 ASL_{c,k} + \beta_3 IFRS + \beta_4 ASG_k * IFRS + \beta_5 ASL_{c,k} * IFRS + \beta_6' \kappa + \mu_{c,k+1}$$

	Carteiras Long-Short de firmas sensíveis ao sentimento					
	Tam^{LMH}	Vol^{HML}	BM^{LMM}	$Vrec^{HMM}$	BM^{HMM}	$Vrec^{LMM}$
Painel A: testes para retorno acumulado de t+1 até t+6 na formulação DiD-Br						
<i>ASG</i>	0,011**	-0,015**	0,002	0,002	0,002	0,002
<i>ASL</i>	0,003	-0,006	-0,005	-0,012***	-0,005	-0,012***
<i>IFRS</i>	0,000	-0,009	0,009	-0,009	0,009	-0,009
<i>ASG * IFRS</i>	-0,002	0,013	-0,001	-0,011	-0,001	-0,011
<i>ASL * IFRS</i>	0,004	0,011	0,007	0,018**	0,007	0,018**
<i>MKT</i>	0,055***	0,011	-0,051**	0,012	-0,051**	0,012
<i>SMB</i>	0,086**	0,016	-0,021	0,012	-0,021	0,012
<i>HML</i>	-0,000	0,017	0,018	-0,010	0,018	-0,010
N	336	336	336	336	336	336
R^2	0,025	0,027	0,015	0,008	0,015	0,008
Painel B: testes para retorno acumulado de t+1 até t+6 na formulação DiD-Ch						
<i>ASG</i>	0,013***	-0,011*	-0,000	0,001	-0,000	0,001
<i>ASL</i>	0,003	-0,002	-0,004	-0,010**	-0,004	-0,010**
<i>IFRS</i>	0,009	-0,022***	0,010*	0,003	0,010*	0,003
<i>ASG * IFRS</i>	-0,030***	0,016***	0,003	-0,023***	0,003	-0,023***
<i>ASL * IFRS</i>	0,015	0,012	-0,003	0,021***	-0,003	0,021***
<i>MKT</i>	0,055**	0,008	-0,043**	0,027	-0,043**	0,027
<i>SMB</i>	0,033	0,004	-0,009	-0,002	-0,009	-0,002
<i>HML</i>	-0,011	0,021	0,012	-0,014	0,012	-0,014
N	336	336	336	336	336	336
R^2	0,026	0,004	-0,005	0,011	-0,005	0,011
Painel C: testes para retorno acumulado de t+1 até t+6 na formulação Amostra total						
<i>ASG</i>	0,070**	-0,071**	-0,002	0,026	-0,002	0,026
<i>ASL</i>	-0,008	-0,034	0,018	-0,045**	0,018	-0,045**
<i>IFRS</i>	0,061**	-0,026	0,050*	0,036*	0,050*	0,036*
<i>ASG * IFRS</i>	-0,154***	-0,012	-0,006	-0,055**	-0,006	-0,055**
<i>ASL * IFRS</i>	0,010	0,023	-0,037	0,034	-0,037	0,034
<i>MKT</i>	0,277***	-0,006	-0,046	-0,012	-0,046	-0,012
<i>SMB</i>	0,190	0,158	-0,016	0,096	-0,016	0,096
<i>HML</i>	0,045	0,128	0,178	-0,083	0,178	-0,083
N	840	840	840	840	840	840
R^2	0,041	0,041	0,000	0,012	0,000	0,012

Nota: $Ret_{Long-Short}$ é o retorno ponderado por valor de carteiras *long-short* de firmas sensíveis ao sentimento do investidor, baseadas nas variáveis tamanho, volatilidade, book-to-market e variação de receitas; *ASG* é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso $Sent^{Global}$ seja positiva e 0, caso contrário; *ASL* é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso $Sent^{Local}$ seja positiva e 0, caso contrário; *IFRS* é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; K é matriz de variáveis de controle, contendo os três fatores de Fama e French (1993) (*MKT*, *SMB* e *HML*); $N = 356$ para todas as regressões; \bar{R}^2 representa o R^2 within; LMH carteira Low-High; HML carteira High-Low; LMM carteira Low-Medium; HMM carteira High-Medium; regressões estimadas pelo estimador de efeitos fixos com erros padrões robustos baseados em Driscoll e Kraay (1998); ***, **, * significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Considerando-se os testes adicionais no nível firma, constata-se que os achados, no geral,

são qualitativamente similares aos já reportados para a Tabela 6 e permanecem a sugerir não rejeição de H_2 , no sentido de que as evidências apontam para menores retornos subsequentes de carteiras em alto sentimento global seguindo adoção do padrão IFRS pelos países, embora os testes adicionais também sinalizem possível atenuação daqueles efeitos ao se examinar carteira de firmas voláteis no Chile.

Ademais, o conjunto de evidências adicionais se alinham àquelas reportadas para a Tabela 6 quanto ao efeito atenuador da adoção do padrão IFRS na relação entre alto sentimento local e retornos subsequentes de carteiras, alinhando-se ao argumento de que a adoção do padrão pelos países se refletiu em redução do *mispicing* em torno do sentimento local, ao se considerar o nível firma.

Portanto, as evidências apontadas nas Tabelas 18, 19 e 20 não sugerem que as inferências levantadas com base nas Tabelas 5 e 6 sejam sensíveis ao horizonte temporal de retorno considerado e continuam a fornecer indícios na direção de não rejeição tanto de H_1 quanto de H_2 .

4.5.2 Mensuração alternativa para o índice P/E

As evidências apontadas no exame de H_3 e H_4 , conforme Tabelas 10 e 11, não sinalizaram quaisquer indícios na direção de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no índice P/E no nível agregado de mercado ou de que atenua os efeitos do sentimento local no índice P/E no nível firma.

Considerando-se que esses resultados podem se mostrar sensíveis à mensuração aplicada ao índice P/E , na qual se considerou o lucro acumulado de 12 meses em janelas móveis (quatro trimestres) seguindo Rahman e Shamsuddin (2019), procedeu-se a execução de testes adicionais com medida considerando-se, como denominador do índice P/E , o último lucro reportado para o exercício social, conforme já aplicado em outras pesquisas (MINARDI *et al.*, 2019).

Os testes para o nível agregado são apresentados na Tabela 21. As regressões foram estimadas com configurações similares aos modelos estimados na Tabela 10, quais sejam, utilizando-se o estimador IV com efeitos fixos para os países e 2ª defasagem de P/E como instrumento no primeiro estágio.

Pela Tabela 21, constata-se coeficientes $ASG * IFRS$ positivos e significantes na abordagem DiD-Ch, inclusive, na abordagem de testes com tendências distintas entre grupos (DiD-Ch(td)), sugerindo que adoção do padrão IFRS, pelo Chile, se refletiu em maior índice P/E em

períodos de alto sentimento global. Ademais, dado que o coeficiente *ASG* não se mostrou significativo em nenhuma das duas formulações envolvendo testes com o Chile (DiD-Ch e DiD-Ch(td)), os achados sugerem que o efeito contágio se mostrou significativo apenas após adoção do padrão IFRS pelo Chile. Em relação ao alto sentimento local (*ASL*), a Tabela 21 não fornece evidências robustas de impacto significativo quer seja em período pré-IFRS, quer seja em período pós-IFRS.

Tabela 21 – Alto sentimento global e local, *price-earnings* agregado (mensuração alternativa) e adoção do padrão IFRS

$$\ln(P/E_{c,k}) = \gamma_0 + \gamma_1 ASG_k + \gamma_2 ASL_{c,k} + \gamma_3 IFRS + \gamma_4 ASG_k * IFRS + \gamma_5 ASL_{c,k} * IFRS + \gamma_6 \ln(P/E_{c,k-1}) + \gamma_7 \mathbf{H} + \varphi_{c,k}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
$\ln(P/E_{c,k-1})$	0,803***	0,798***	0,772***	0,749***	0,866***
<i>ASG</i>	-0,007	0,000	-0,025	-0,026	0,001
<i>ASL</i>	-0,013	-0,012	-0,013	-0,016	-0,018
<i>IFRS</i>	-0,046	0,048	-0,013	-0,052	0,004
<i>ASG * IFRS</i>	-0,011	-0,011	0,032*	0,034*	-0,002
<i>ASL * IFRS</i>	0,039	0,041	-0,040*	-0,038	0,020
<i>DPR</i>	0,012	0,013	0,007	0,008	-0,000
<i>CPI</i>	-0,003*	-0,003*	-0,002	-0,002	-0,003**
<i>VTJCP</i>	-0,011	0,018	-0,043	-0,099	0,058
<i>VOL</i>	-0,011***	-0,015***	-0,053***	-0,056***	-0,009***
<i>t * PIFRS</i>		0,003***		-0,001	
Dummy mês	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
$\gamma_1 + \gamma_4$	-0,018	-0,011	0,007	0,008	-0,001
$\gamma_2 + \gamma_5$	0,026	0,029	-0,053	-0,054	0,002
N	376	376	376	376	890
Teste F (1º estágio)	671,63***	680,05***	696,55***	694,06***	2.468,53***
Teste Wu-Hausman	0,822	0,398	1,356	1,301	1,073
\bar{R}^2	0,712	0,716	0,707	0,706	0,774

Nota: $\ln(P/E)$ é o log natural do índice *price-earnings* agregado de cada país; *ASG* é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso $Sent^{Global}$ seja positiva e 0, caso contrário; *ASL* é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso $Sent^{Local}$ seja positiva e 0, caso contrário; *IFRS* é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; \mathbf{H} é matriz de variáveis de controle, contendo as variáveis índice payout (*DPR*), crescimento da produção industrial (*CPI*), variação da taxa de juros de curto prazo (*VTJCP*) e volatilidade do mercado (*VOL*); $t * PIFRS$ é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador IV com efeitos fixos para os países com erros padrões robustos baseados em Driscoll e Kraay (1998); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%
Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Os resultados da Tabela 21, portanto, fornecem indícios na direção do efeito contágio do sentimento global no índice *P/E* apenas em período pós-adoção do padrão IFRS pelo Chile, consistente com o argumento de propagação dos efeitos adversos do sentimento global seguindo

adoção do padrão IFRS e, portanto, alinhando-se à H_3 .

Esses achados se diferenciam das evidências relatadas na Tabela 10, uma vez que não se constatou qualquer efeito significativo do alto sentimento global no índice P/E seguindo adoção do padrão IFRS nas análises da Tabela 10, e sugerem que as evidências em torno dos testes, no nível agregado, se mostram sensíveis à forma de mensuração do índice P/E .

Na sequência, na Tabela 22, apresentam-se os testes adicionais no nível firma. As regressões foram processadas com configurações similares àquelas reportadas para as regressões da Tabela 11, quais sejam, estimações processadas por Sys-GMM em dois passos com correção para amostras finitas, sendo a variável P/E tratada como endógena nas estimações, sendo utilizado a partir do seu segundo *lag* como instrumento (limitando-se ao máximo de quantidade de empresas nos testes) nas estimações, com exceção dos testes envolvendo o Brasil, em que, além dos *lags* da variável P/E , também foram tratadas com endógenas as variáveis g e CAP .

Pela Tabela 22, no geral, não se constatam coeficientes ASG ou $ASG * IFRS$ significantes nos testes formulados, com exceção do coeficiente ASG apenas nos testes com abordagem DiD-Ch, o que é consistente com o argumento de menor força do sentimento global nos testes envolvendo o nível firma (BAKER *et al.*, 2012).

Por outro lado, o alto sentimento local se mostrou significativo nas abordagens DiD-Br e DiD-Br(td) tanto em período pré-IFRS quanto no período pós-IFRS. Ademais, os sinais dos coeficientes ASL e $ASL * IFRS$ (positivo e negativo, respectivamente) sugerem efeito atenuador da adoção do padrão IFRS pelo Brasil na relação entre sentimento local e índice P/E e, portanto, fornecem suporte à H_4 . Embora esses achados forneçam suporte ao argumento de que adoção do padrão IFRS possa ter contribuído para atenuar os efeitos adversos do sentimento local no índice P/E , cabe destacar que as estimações DiD-Br e DiD-Br(td) apresentaram *Hansen Test* significantes, o que lança dúvidas sobre a exogeneidade dos instrumentos utilizados, ainda que os testes AR(2) tenham se mostrados não significantes; diante desse cenário, as inferências em torno das estimações DiD-Br e DiD-Br(td) demandam cuidado.

Esses achados se diferenciam das evidências relatadas na Tabela 11, uma vez que não se constatou qualquer efeito significativo do alto sentimento local no índice P/E seguindo adoção do padrão IFRS nas análises da Tabela 11, e sugerem que as evidências em torno dos testes, no nível firma, similar aos testes no nível agregado, também se mostram sensíveis à forma de mensuração do índice P/E .

Tabela 22 – Alto sentimento global e local, price-earnings firma (mensuração alternativa) e adoção do padrão IFRS

$$\ln(P/E_{i,c,j}) = \tau_0 + \tau_1 ASG_j + \tau_2 ASL_{c,j} + \tau_3 IFRS + \tau_4 ASG_j * IFRS + \tau_5 ASL_{c,j} * IFRS + \tau_6 \ln(P/E_{i,c,j-1}) + \tau_7 \mathbf{N} + v_{i,c,j}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
$\ln(P/E_{i,c,j-1})$	0,829***	0,839***	0,836***	0,836***	0,822***
<i>ASG</i>	-0,015	-0,036	-0,037*	-0,031	-0,024
<i>ASL</i>	0,034**	0,037**	0,025	0,029	0,026
<i>IFRS</i>	0,073	0,019	0,063	0,195	0,053**
<i>ASG * IFRS</i>	-0,066	-0,055	-0,115	-0,134	-0,005
<i>ASL * IFRS</i>	-0,097***	-0,105***	0,022	-0,036	-0,015
<i>DPR</i>	-0,012*	-0,011	-0,013***	-0,013***	-0,015
<i>g</i>	-0,004	-0,004	0,000	0,000	-0,000
<i>Rf</i>	-4,956	-2,323	-0,395	-0,269	-2,470
<i>ERET</i>	0,733***	0,746***	0,725***	0,721***	0,855***
<i>CAP</i>	0,046	0,035	0,027**	0,032**	0,024***
<i>D/A</i>	0,040	0,092	0,210*	0,220*	0,167***
<i>t * PIFRS</i>		-0,006		0,011	
Dummy setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy trimestre	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
$\tau_1 + \tau_4$	-0,081	-0,091	-0,152	-0,165	-0,029
$\tau_2 + \tau_5$	-0,063	-0,068	0,047	-0,007	0,011
<i>N</i>	5.032	5.032	2.909	2.909	8.649
Firmas	218	218	131	131	174
Instrumentos	136	138	76	78	116
<i>AR1</i>	-8,855***	-8,969***	-5,944***	-5,991***	-9,548***
<i>AR2</i>	1,030	1,008	0,488	0,455	0,483
Hansen test	149,76***	149,83***	74,33**	73,26**	118,35**
Wald test	114.743***	153.084***	103.057***	113.982***	214.224***

Nota: $\ln(P/E)$ é o log natural do índice *price-earnings* de cada firma; *ASG* é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso $Sent^{Global}$ seja positiva e 0, caso contrário; *ASL* é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso $Sent^{Local}$ seja positiva e 0, caso contrário; *IFRS* é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; *N* é matriz de variáveis de controle, contendo as variáveis índice payout (*DPR*), crescimento dos lucros (*g*), taxa de juros básica da economia de cada país (*Rf*), retorno em excesso da firma (*ERET*), valor de mercado da firma (*CAP*) e razão entre as dívidas totais e o ativo total (*D/A*); *t * PIFRS* é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br e DiD-Ch referem-se aos modelos estimados na abordagem DiD considerando-se apenas Brasil e Chile como adotantes IFRS, respectivamente; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões processadas por Sys-GMM em dois passos com correção para amostras finitas de Windmeijer (2005); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Vale se destacar que Rahman e Shamsuddin (2019) também sinalizaram que seus resultados se mostraram sensíveis à medida alternativa para o índice *P/E*, sendo tal medida mensurada utilizando-se o lucro previsto por analistas como denominador do referido índice, destacando-se a difícil aplicação desta medida no contexto dos países examinados nesta tese devido a res-

trita disponibilidade desses dados para as firmas desses países. Nesse contexto, Rahman e Shamsuddin (2019) argumentam que seja provável que os lucros previstos por analistas sejam superestimados, o que induz viés no índice *P/E* calculado e nos resultados alcançados pela pesquisa. Essa argumentação também pode explicar as diferenças nos resultados encontrados nesta tese, uma vez que lucros calculados a partir de informações trimestrais podem conter viés de superestimação, uma vez que essas informações não refletem efeitos que apenas se observam no reporte anual (ajustes contábeis que reduzem o lucro, por exemplo).

Pelo conjunto de testes adicionais realizados, fica constatado que as evidências, tanto no nível agregado quanto no nível firma, mostram-se sensíveis à configuração de mensuração do índice *P/E*. Embora as evidências nos testes adicionais apontem indícios para não rejeição de H_3 e H_4 , entende-se que as diferentes evidências nos testes ao se considerar distintas medidas para o índice *P/E* não forneçam suporte robusto às referidas hipóteses levantadas, sugerindo, portanto, rejeitá-las.

4.5.3 Mensuração alternativa para a medida *Value Relevance*

As evidências apontadas no exame de H_5 e H_6 , conforme Tabelas 14, 15, 16 e 17, não sinalizaram indícios na direção de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no *value relevance* da informação contábil no nível agregado de mercado ou de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil no nível firma.

Considerando-se que esses resultados podem se mostrar sensíveis à mensuração aplicada à medida *VR*, a qual considerou janelas móveis dos últimos 12 trimestres e mínimo de seis trimestres nessas janelas, procedeu-se testes adicionais com medida também considerando janelas móveis dos últimos 12 trimestres, contudo mínimo de quatro trimestres nessas janelas, conforme abordagem empregada em Chue *et al.* (2019).

Os testes para o nível agregado são apresentados na Tabela 23. As regressões foram estimadas com configurações similares aos modelos estimados na Tabela 14, quais sejam, utilizando-se estimador IV com efeitos fixos para as firmas e 2ª defasagem de *VR* como instrumento no primeiro estágio, em que os erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998).

Pela tabela 23, constatam-se coeficientes $ASG * IFRS$ positivos e significantes nas abordagens DiD-Ch e DiD-Ch(td), sugerindo aumento do *value relevance* agregada em alto sentimento

global seguindo adoção do padrão IFRS pelo Chile. Ademais, ainda nas abordagens DiD-Ch e DiD-Ch(td), também se constatou coeficientes $ASL * IFRS$ negativos e significantes, sugerindo redução do *value relevance* agregada em alto sentimento local seguindo adoção do padrão IFRS pelo Chile.

Tabela 23 – Alto sentimento global e local, *value relevance* agregado (mensuração alternativa) e adoção do padrão IFRS

$$VR_{w,j} = \theta_{0w} + \theta_1 ASG_j + \theta_2 ASL_{c,j} + \theta_3 IFRS + \theta_4 ASG_j * IFRS + \theta_5 ASL_{c,j} * IFRS + \theta_6 t_w + \theta_7 VR_{w,j-1} + \xi_{w,j}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
VR_{j-1}	0,590***	0,583***	0,376***	0,376*	0,720***
ASG	-0,381***	-0,381	-0,327**	-0,327	-0,322
ASL	0,198	0,204	0,301***	0,301	0,037
$IFRS$	-0,087	-2,249***	-0,898***	-0,893	0,283
$ASG * IFRS$	0,470**	-0,021	3,644***	3,646***	0,200
$ASL * IFRS$	0,243	0,502	-2,335***	-2,334***	-0,142
t	0,007	0,007	0,006	0,006	-0,004
$t * PIFRS$		0,141		-0,000	
Dummy trimestre	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
$\theta_1 + \theta_4$	0,089	-0,402	3,317	3,319	-0,122
$\theta_2 + \theta_5$	0,441	0,706	-2,034	-2,033	-0,105
N	68	68	68	68	225
\bar{R}^2	0,278	0,268	0,486	0,477	0,543

Nota: $VR_{w,j}$ é medida de *value relevance* combinada para o país/firma w no trimestre j , a qual assume valores baseados em $VR_{c,j}^{Agregada}$ para testes no nível agregado; ASG é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso a média de $Sent^{Global}$ seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; ASL é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso a média de $Sent^{Local}$ seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; $IFRS$ é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; t é medida de tendência linear em cada país para o período completo em análise; $t * PIFRS$ é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador IV com efeitos fixos para os países com erros padrões robustos baseados em Driscoll e Kraay (1998); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Esses achados se diferenciam das evidências relatadas na Tabela 14, uma vez que não se constatou qualquer efeito significativo do alto sentimento global no *value relevance* agregada seguindo adoção do padrão IFRS nas análises da Tabela 14, e sugerem que as evidências em torno dos testes, no nível agregado, se mostram sensíveis à forma de mensuração do *value relevance* agregada. De outra parte, essas evidências continuam a fornecer indícios na direção da rejeição do argumento de aumento da propagação dos efeitos adversos do sentimento global

seguindo adoção do padrão IFRS e, portanto, rejeição de H_5 .

Na Tabela 24, por sua vez, apresentam-se os testes no nível firma. As regressões foram estimadas com configurações similares aos modelos estimados na Tabela 15, quais sejam, utilizando-se estimador IV com efeitos fixos para as firmas e 2ª defasagem de VR como instrumento no primeiro estágio, em que os erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998).

Tabela 24 – Alto sentimento global e local, value relevance no nível firma (mensuração alternativa) e adoção do padrão IFRS

$$VR_{w,j} = \theta_{0w} + \theta_1 ASG_j + \theta_2 ASL_{c,j} + \theta_3 IFRS + \theta_4 ASG_j * IFRS + \theta_5 ASL_{c,j} * IFRS + \theta_6 t_w + \theta_7 VR_{w,j-1} + \xi_{w,j}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
VR_{j-1}	0,601***	0,601***	0,565***	0,565***	0,691
ASG	0,023	0,025	-0,028	-0,028	-0,020
ASL	0,161***	0,163***	0,068	0,069	0,125**
$IFRS$	-0,146	-0,302	-0,456***	-1,123***	0,201**
$ASG * IFRS$	0,169	0,127	0,179	-0,113	0,014
$ASL * IFRS$	0,402***	0,419***	-0,150	-0,222	-0,117
t	0,010	0,009	0,018	0,018	-0,001
$t * PIFRS$		0,012		0,059***	
Dummy trimestre	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
$\theta_1 + \theta_4$	0,192	0,152	0,151	-0,141	-0,006
$\theta_2 + \theta_5$	0,563	0,582	-0,082	-0,153	0,008
N	4.820	4.820	2.729	2.729	11.128
\bar{R}^2	0,521	0,521	0,434	0,435	0,605

Nota: $VR_{w,j}$ é medida de value relevance combinada para o país/firma w no trimestre j , a qual assume valores baseados em $VR_{c,j}^{Firma}$ para testes no nível firma; ASG é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso a média de $Sent^{Global}$ seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; ASL é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso a média de $Sent^{Local}$ seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; $IFRS$ é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; t é medida de tendência linear em cada país para o período completo em análise; $t * PIFRS$ é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador IV com efeitos fixos para os países com erros padrões robustos baseados em Driscoll e Kraay (1998); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Pela Tabela 24, não se constata efeitos significantes ao se considerar o alto sentimento global. Por outro lado, ao se considerar o alto sentimento local, constata-se coeficientes ASL e $ASL * IFRS$ positivos e significantes nas abordagens DiD-Br e DiD-Br(td), sugerindo aumento do *value relevance* em alto sentimento local após adoção do padrão IFRS pelo Brasil, embora

tal achado não sinalize efeito atenuador da adoção do padrão, uma vez que o coeficiente *ASL* se mostrou positivo e significativo. Ressalta-se que esses achados são similares aos resultados reportados na Tabela 15.

Os achados da Tabela 24 são similares às evidências relatadas na Tabela 15, mantendo-se significativa a inferência em torno do aumento do *value relevance* em alto sentimento local e seguindo adoção do padrão IFRS pelo Brasil, sem, contudo, haver sinalização de atenuação dos efeitos do sentimento local após adoção do padrão IFRS pelo Brasil, mantendo-se, portanto, a rejeição de H_6 .

Pelo conjunto de testes adicionais realizados, fica constatado que as evidências, ao menos no nível agregado, mostram-se sensíveis à configuração de mensuração da medida de *value relevance*. Embora tal fato, as evidências adicionais das Tabelas 23 e 24 são similares aos resultados das Tabelas 14 e 15 ao se considerar o exame de H_5 e H_6 , uma vez que as configurações de testes adicionais continuam a apontar para rejeição das referidas hipóteses.

4.5.4 Medidas alternativas para os sentimentos global e local

As evidências levantadas e examinadas em torno das hipóteses pesquisadas, até aqui, levaram em consideração a medida para alto sentimento global derivada da série de sentimento do investidor do mercado norte americano (BAKER; WURGLER, 2006), bem como a medida para alto sentimento local mensurada segundo a abordagem de Baker *et al.* (2012).

Considerando-se que os achados podem se apresentar sensíveis a essas medidas, procedeu-se execução de testes adicionais para cada uma das seis hipóteses com medidas alternativas para sentimento local e global, construídas conforme detalhado no Apêndice D desta Tese. A justificativa para esses testes reside em se buscar evidências adicionais, além daquelas já apontadas ao se considerar o sentimento do investidor do mercado norte americano como *proxy* para o sentimento global, bem como ao se considerar a abordagem de Baker *et al.* (2012) para estimação do sentimento total e local dos países da amostra deste estudo. Para tanto, os sentimentos local e global derivam da abordagem de Yang e Zhou (2015), na qual se utiliza índices amplos de mercado para se estimar as medidas de sentimento (o detalhamento da estimação é apresentado no Apêndice D).

Primeiro, as Tabelas 25 e 26 apresentam os resultados dos testes adicionais no nível agregado e firma, respectivamente, em torno das hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global nos retornos subsequentes de ativos

no nível agregado de mercado (H_1) e de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local nos retornos subsequentes de ativos no nível firma (H_2). As estimações foram processadas com configurações similares aos resultados das Tabelas 5 e 6, quais sejam, utilizando-se estimador de efeitos fixos para países com erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998).

Tabela 25 – Alto sentimento global e local (medidas alternativas), retorno de mercado e adoção do padrão IFRS

$$Ret_{MKT,c,k+1} = \alpha_{0c} + \alpha_1 ASG_k + \alpha_2 ASL_{c,k} + \alpha_3 IFRS + \alpha_4 ASG_k * IFRS + \alpha_5 ASL_{c,k} * IFRS + \alpha_6' Z + \psi_{c,k+1}$$

	DiD-Br	DiD-Ch	Amostra total
<i>ASG</i>	-0,005	-0,008	-0,008
<i>ASL</i>	0,012	0,012	0,010*
<i>IFRS</i>	-0,000	0,015	-0,016
<i>ASG * IFRS</i>	-0,007	-0,008	0,011
<i>ASL * IFRS</i>	-0,075*	-0,014	-0,013
ΔICN	0,312	0,634**	0,201
ΔCPI	0,004**	0,003***	0,003***
ΔIDE	-0,011	-0,036	-0,060
P/E_{MKT}	0,001	0,001	0,000
$\alpha_1 + \alpha_4$	-0,012	-0,016	0,003
$\alpha_2 + \alpha_5$	-0,063	-0,002	-0,003
N	356	356	865
\bar{R}^2	0,032	0,044	0,036

Nota: Ret_{MKT} é o retorno ponderado por valor da carteira de mercado; *ASG* é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso SentGlobal seja positiva e 0, caso contrário; *ASL* é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso SentLocal seja positiva e 0, caso contrário; *IFRS* é a medida de adoção IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; *Z* é matriz de variáveis de controle, contendo as variáveis indicador para ciclos dos negócios (ICN), crescimento da produção industrial (CPI), fluxo líquido de investimento direto estrangeiro (IDE) e índice P/E agregado (P/E_{MKT}); \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador de efeitos fixos com erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998); ***, **, * significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Pela Tabela 25, não se constata evidências de que a adoção do padrão IFRS tenha aumentado a propagação do efeito negativo do sentimento global nos retornos subsequentes de mercado ou mesmo atenuado os efeitos negativos do sentimento local naqueles retornos. Diferentemente dos achados apontados na Tabela 5, nenhum dos coeficientes $ASG * IFRS$ se mostrou negativo e significativo.

Vale se destacar que as evidências apontadas, na Tabela 5, na direção do aumento do

efeito contágio do sentimento global nos retornos subsequentes seguindo adoção do padrão IFRS pelo Brasil e ao considerar a amostra total dos países apenas se revela ao se considerar janelas de retornos subsequentes de seis períodos, conforme testes adicionais realizados (não reportados na Tabela 25), o que sugere que a relação entre sentimento global, mensurado segundo índices amplos, e retornos subsequentes condicionados ao evento adoção do padrão IFRS se mostra sensível ao horizonte de retorno considerado, conforme já apontado por Han e Li (2017) para o mercado chinês.

Portanto, os achados sinalizam que o sentimento global, estimado para um conjunto representativo de países do globo, apenas exhibe relação com retornos subsequentes de mercado em maiores janelas de tempo, diferentemente dos testes com o sentimento do mercado norte americano como sentimento global, o qual exhibe aquela relação mesmo em curtas janelas de tempo. Nessa linha, as evidências continuam a fornecer indícios alinhados à H_1 , contudo tal inferência depende do horizonte de retorno considerado.

Na sequência, a Tabela 26 apresenta os resultados dos testes no nível firma, considerando-se as três formulações de testes segregadas em cada um dos painéis. De acordo com a Tabela 26, não se constata evidências na direção de que a adoção do padrão tenha atenuado os efeitos do alto sentimento local nos retornos subsequentes de carteiras de firmas, conforme já apontado na Tabela 6. Diferentemente dos achados apontados na Tabela 6, nenhum dos coeficientes $ASL * IFRS$ se mostrou positivo e significativo. Vale se ressaltar que essas diferenças se mantêm mesmo ao se considerar maiores janelas de retornos subsequentes, conforme testes adicionais realizados (não reportados na Tabela 26).

Considerando-se os resultados dos testes no nível firma, constata-se que os achados, no geral, diferem daqueles já reportados para as Tabelas 6, os quais apontaram na direção do efeito atenuador da adoção do padrão IFRS no efeito adverso do sentimento local nos retornos subsequentes de ativos no nível firma.

Tomando-se os testes adicionais nos níveis agregado e firma, constata-se que os achados em torno de H_1 e H_2 se mostram sensíveis às medidas de sentimento do investidor testadas. Uma possível explicação para as diferenças residiria na argumentação baseada no fluxo de capital entre países como mecanismo de propagação dos efeitos do sentimento global, conforme relatado por Baker *et al.* (2012).

Tabela 26 – Alto sentimento global e local (medidas alternativas), retorno de carteiras de firmas sensíveis ao sentimento e adoção do padrão IFRS

$$Ret_{Long-Short,c,k+1} = \beta_{0c} + \beta_1 ASG_k + \beta_2 ASL_{c,k} + \beta_3 IFRS + \beta_4 ASG_k * IFRS + \beta_5 ASL_{c,k} * IFRS + \beta_6' \kappa + \mu_{c,k+1}$$

	Tam^{LMH}	Vol^{HML}	BM^{LMM}	$Vrec^{HMM}$	BM^{HMM}	$Vrec^{LMM}$
Painel A: DiD-Br						
<i>ASG</i>	0,014**	0,004	-0,008*	-0,003	0,010	0,007
<i>ASL</i>	0,001	0,007	-0,000	-0,004	-0,009	-0,005
<i>ASG * IFRS</i>	-0,071***	-0,004	-0,007	-0,035*	-0,007	-0,027
<i>ASL * IFRS</i>	0,034	0,009	-0,006	-0,012	-0,008	-0,045
<i>MKT</i>	0,150***	0,039	-0,070***	0,071	0,051*	0,088
<i>SMB</i>	0,000	0,000	0,000	0,000*	-0,000	0,000
<i>HML</i>	0,000	-0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
$\beta_1 + \beta_4$	-0,057	0,000	-0,015	-0,038	0,003	-0,020
$\beta_2 + \beta_5$	0,035	0,016	-0,006	-0,016	-0,017	-0,050
N	356	356	356	356	356	356
\bar{R}^2	0,057	-0,002	0,009	-0,014	-0,017	-0,017
Painel B: DiD-Ch						
<i>ASG</i>	0,012*	0,011	-0,009*	-0,003	0,013	0,005
<i>ASL</i>	0,003	0,007	-0,002	-0,005	-0,008	-0,003
<i>ASG * IFRS</i>	0,028	0,045*	-0,025	0,004	-0,016	-0,065***
<i>ASL * IFRS</i>	-0,000	-0,007	-0,006	-0,033**	0,004	-0,026
<i>MKT</i>	0,143***	0,071**	-0,077**	0,060	0,081**	0,129***
<i>SMB</i>	-0,000	-0,000	0,000	-0,000	-0,000	0,001
<i>HML</i>	-0,000	-0,000	0,000	0,000***	0,000	0,000
$\beta_1 + \beta_4$	0,040	0,056	-0,034	0,001	-0,003	-0,060
$\beta_2 + \beta_5$	0,003	0,000	-0,008	-0,038	-0,004	-0,029
N	356	356	356	356	356	356
\bar{R}^2	0,025	0,005	0,008	-0,014	-0,009	-0,013
Painel C: Amostra total						
<i>ASG</i>	0,015**	0,003	-0,005	0,007	0,006	0,008
<i>ASL</i>	-0,004	0,009	-0,002	-0,010	-0,010	-0,003
<i>ASG * IFRS</i>	-0,016	-0,002	0,006	-0,012	-0,012	-0,010
<i>ASL * IFRS</i>	0,004	-0,004	-0,003	0,005	0,010	-0,007
<i>MKT</i>	0,179***	0,061	-0,034	0,006	0,070**	0,082***
<i>SMB</i>	0,070	0,094	-0,007	-0,060	0,014	0,036
<i>HML</i>	0,026	0,002	0,036	-0,013	0,120***	-0,053
$\beta_1 + \beta_4$	-0,001	0,001	0,001	-0,005	-0,006	-0,002
$\beta_2 + \beta_5$	0,000	0,005	-0,005	-0,005	0,000	-0,010
N	865	865	865	865	865	865
\bar{R}^2	0,037	-0,005	-0,009	-0,002	0,014	0,004

Nota: $Ret_{Long-Short}$ é o retorno ponderado por valor de carteiras *long-short* de firmas sensíveis ao sentimento do investidor, baseadas nas variáveis tamanho, volatilidade, book-to-market e variação de receitas; *ASG* é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso $Sent^{Global}$ seja positiva e 0, caso contrário; *ASL* é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso $Sent^{Local}$ seja positiva e 0, caso contrário; *IFRS* é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; κ é matriz de variáveis de controle, contendo os três fatores de Fama e French (1993) (*MKT*, *SMB* e *HML*); \bar{R}^2 representa o R^2 within; *LMH* carteira Low-High; *HML* carteira High-Low; *LMM* carteira Low-Medium; *HMM* carteira High-Medium; regressões estimadas pelo estimador de efeitos fixos com erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998); ***, **, * significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Neste caso, é mais provável que os efeitos do sentimento global, refletido no sentimento do investidor do mercado norte americano, constitua-se em mecanismo mais relevante de propagação do efeito contágio quando comparado à medida de sentimento global refletida no sentimento do investidor de diversos países do globo, uma vez que a relação entre o mercado norte americano e países da América Latina via fluxo de capitais é provável ser mais diretamente identificável e explícita. Além disso, é provável que o sentimento local dos países da amostra, quando estimado por meio de seus índices amplos, forneça uma medida menos robusta para testes no nível firma quando comparada à abordagem de Baker *et al.* (2012), uma vez que índices amplos possuem suas metodologias de formação e podem não considerar firmas com características sensíveis ao sentimento do investidor.

Na sequência, as Tabelas 27 e 28 apresentam os resultados dos testes adicionais no nível agregado e firma, respectivamente, em torno das hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no índice *P/E* no nível agregado de mercado (H_3) e de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no índice *P/E* no nível firma (H_4), considerando-se as medidas alternativas para o sentimento global e local, estimadas segundo a abordagem de Yang e Zhou (2015). As estimações foram processadas com configurações similares aos resultados das Tabelas 10 e 11, quais sejam, utilizando-se o estimador IV com efeitos fixos para os países e Sys-GMM em dois passos com correção para amostras finitas, respectivamente.

Pela Tabela 27, não se constata evidências na direção de aumento da propagação dos efeitos do sentimento global no índice *P/E* agregado seguindo adoção do padrão IFRS, uma vez que os coeficientes $ASG * IFRS$ não se mostraram positivos e significantes, o que é consistente com os achados apontados na Tabela 10. Ademais, essas inferências permanecem mesmo ao se considerar o índice *P/E* tendo como denominador o lucro líquido reportado no último exercício social (medida alternativa para o índice *P/E*), conforme testes adicionais realizados (não reportados na Tabela 27).

Nesse sentido, no nível agregado, as inferências permanecem alinhadas àquelas já reportadas para a Tabela 10, na direção de que a adoção do padrão IFRS não se constituiu em mecanismo de propagação dos efeitos adversos do sentimento global no índice *P/E* agregado, portando continuam a sugerir rejeição de H_3 .

Em seguida, a Tabela 28 apresenta os resultados para as estimações no nível firma. De acordo com a Tabela 28, não se constata evidências na direção de efeito atenuador da adoção do

padrão IFRS nos efeitos do sentimento local no índice P/E , uma vez que nenhum dos coeficientes $ASL * IFRS$ se mostraram significantes, sendo tais achados similares aos resultados apontados na Tabela 11.

Tabela 27 – Alto sentimento global e local (medidas alternativas), *price-earnings* agregado e adoção do padrão IFRS

$$\ln(P/E_{c,k}) = \gamma_0 + \gamma_1 ASG_k + \gamma_2 ASL_{c,k} + \gamma_3 IFRS + \gamma_4 ASG_k * IFRS + \gamma_5 ASL_{c,k} * IFRS + \gamma_6 \ln(P/E_{c,k-1}) + \gamma_7' \mathbf{H} + \varphi_{c,k}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
$\ln(P/E_{c,k-1})$	0,832***	0,830***	0,864***	0,862***	0,902***
<i>ASG</i>	-0,023	-0,010	-0,000	-0,001	-0,007
<i>ASL</i>	-0,013	-0,012	-0,014	-0,013	-0,016
<i>IFRS</i>	-0,041	0,118	-0,015	-0,074	-0,031*
<i>ASG * IFRS</i>	0,000	-0,010	-0,046	-0,045	0,019
<i>ASL * IFRS</i>	0,047	0,047*	-0,051	-0,051	0,029*
<i>DPR</i>	0,050**	0,049**	0,035**	0,035***	0,025
<i>CPI</i>	-0,001	-0,000	0,000	0,000	-0,001
<i>VTJCP</i>	0,277	0,282	0,206	0,105	0,236
<i>VOL</i>	-0,008***	-0,016***	-0,045***	-0,045***	-0,007**
$t * PIFRS$		0,004**		-0,002	
Dummy país	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy mes	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
$\gamma_1 + \gamma_4$	-0,023	-0,02	-0,046	-0,046	0,012
$\gamma_2 + \gamma_5$	0,034	0,035	-0,065	-0,064	0,013
N	376	376	376	376	890
Teste F (1° estágio)	1.546,481***	1.603,539***	1.701,758***	1.696,547***	5.406,291***
Teste Wu-Hausman	6,748***	3,733*	2,134	1,876	9,754***
\bar{R}^2	0,846	0,853	0,900	0,900	0,887

Nota: $\ln(P/E)$ é o log natural do índice *price-earnings* agregado de cada país; *ASG* é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso $Sent^{Global}$ seja positiva e 0, caso contrário; *ASL* é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso $Sent^{Local}$ seja positiva e 0, caso contrário; *IFRS* é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; *H* é matriz de variáveis de controle, contendo as variáveis índice payout (*DPR*), crescimento da produção industrial (*CPI*), variação da taxa de juros de curto prazo (*VTJCP*) e volatilidade do mercado (*VOL*); $t * PIFRS$ é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões processadas via estimador IV com efeitos fixos para os países com erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%
Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Ademais, essas inferências permanecem mesmo ao se considerar o índice P/E tendo como denominador o lucro líquido reportado no último exercício social (medida alternativa para o índice P/E), conforme testes adicionais realizados (não reportados na Tabela 28).

Nesse sentido, no nível firma, as inferências permanecem alinhadas àquelas já reportadas para a Tabela 11, na direção de que a adoção do padrão IFRS não se constituiu em mecanismo

atenuador dos efeitos adversos do sentimento local no índice P/E agregado e, portanto, continuam a sugerir rejeição de H_4 .

Tabela 28 – Alto sentimento global e local (medidas alternativas), *price-earnings* firma e adoção do padrão IFRS

$$\ln(P/E_{i,c,j}) = \tau_{0i} + \tau_1 ASG_j + \tau_2 ASL_{c,j} + \tau_3 IFRS + \tau_4 ASG_j * IFRS + \tau_5 ASL_{c,j} * IFRS + \tau_6 \ln(P/E_{i,c,j-1}) + \tau_7' N + v_{i,c,j}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
$\ln(P/E_{i,c,j-1})$	0,814***	0,862***	0,840***	0,849***	0,964***
<i>ASG</i>	-0,001	-0,004	0,008	0,005	-0,029***
<i>ASL</i>	-0,030*	-0,026*	-0,004	-0,001	-0,015
<i>IFRS</i>	-0,025	-0,045	0,095	0,000	0,024*
<i>ASG * IFRS</i>	-0,026	-0,033	-0,037	-0,058	0,001
<i>ASL * IFRS</i>	0,024	0,030	0,013	0,020	0,018
<i>DPR</i>	0,029	0,039*	0,042	0,039	0,041***
<i>g</i>	0,040***	0,034***	-0,008	-0,009	-0,036***
<i>Rf</i>	-0,788	-1,418	1,925	2,870	2,444*
<i>ERET</i>	0,664***	0,698***	0,735***	0,724***	0,845***
<i>CAP</i>	0,109*	0,048	0,069	0,075	0,021
<i>D/A</i>	-0,338	-0,093	0,094	0,093	0,056
<i>t * PIFRS</i>		-0,004		-0,011	
Dummy país	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
$\tau_1 + \tau_4$	-0,027	-0,037	-0,029	-0,053	-0,028
$\tau_2 + \tau_5$	-0,006	0,004	0,009	0,019	0,003
N	2.989	2.989	1.561	1.561	4.213
Firmas	146	146	77	77	87
Instrumentos	134	136	76	78	114
AR1	-4,352***	-4,173***	-2,511**	-2,478**	-4,965***
AR2	1,798*	1,719*	-0,668	-0,750	1,896*
Hansen test	118,150	115,823	50,497	51,339	67,608
Wald test	47.717***	277.261***	190.659	158.898***	2.575.615***

Nota: $\ln(P/E)$ é o log natural do índice *price-earnings* de cada firma; *ASG* é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso $Sent^{Global}$ seja positiva e 0, caso contrário; *ASL* é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso $Sent^{Local}$ seja positiva e 0, caso contrário; *IFRS* é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; *N* é matriz de variáveis de controle, contendo as variáveis índice payout (*DPR*), crescimento dos lucros (*g*), taxa de juros básica da economia de cada país (*Rf*), retorno em excesso da firma (*ERET*), valor de mercado da firma (*CAP*) e razão entre as dívidas totais e o ativo total (*D/A*); *t * PIFRS* é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br e DiD-Ch referem-se aos modelos estimados na abordagem DiD considerando-se apenas Brasil e Chile como adotantes IFRS, respectivamente; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões processadas via Sys-GMM em dois passos com correção para amostras finitas; * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Tomando-se, portanto, os testes adicionais nos níveis agregado e firma, constata-se que os

achados em torno de H_3 e H_4 não se mostram sensíveis às medidas de sentimento do investidor utilizadas nos testes, dado que as evidências adicionais também confirmaram não haver nem efeito na direção de aumento da propagação dos efeitos do sentimento global no índice P/E seguindo adoção do padrão IFRS pelos países, nem efeito atenuador dos efeitos do sentimento local no índice P/E . Nessa linha, as evidências adicionais levantadas continuam a sugerir rejeição de H_3 e H_4 .

Por fim, as Tabelas 29 e 30 apresentam os resultados dos testes adicionais no nível agregado e firma, respectivamente, em torno das hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no *value relevance* da informação contábil no nível agregado de mercado (H_5) e de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil no nível firma (H_6), considerando-se as medidas alternativas para o sentimento global e local, estimadas segundo a abordagem de Yang e Zhou (2015).

As regressões foram estimadas com configurações similares aos modelos estimados nas Tabelas 14 e 15, quais sejam, utilizando-se estimador IV com efeitos fixos para as firmas e 2ª defasagem de VR como instrumento no primeiro estágio, em que os erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998).

Pela Tabela 29, não se constata evidências na direção de aumento da propagação dos efeitos do sentimento global no *value relevance* agregada seguindo adoção do padrão IFRS, uma vez que os coeficientes $ASG * IFRS$ não se mostraram negativos e significantes, o que é consistente com os achados apontados na Tabela 14. Ademais, essas inferências permanecem mesmo ao se considerar mensuração alternativa para a medida de *value relevance* agregada (mesma abordagem de mensuração utilizada na seção 4.5.3), conforme testes adicionais realizados (não reportados na Tabela 29).

Nesse sentido, no nível agregado, as inferências permanecem alinhadas àquelas já reportadas para a Tabela 14, na direção de que a adoção do padrão IFRS não se constituiu em mecanismo de propagação dos efeitos adversos do sentimento global no *value relevance* da informação contábil e, portanto, continuam a sugerir rejeição de H_5 .

Tabela 29 – Alto sentimento global e local (medidas alternativas), *value relevance* agregado e adoção do padrão IFRS
$$VR_{w,j} = \theta_{0w} + \theta_1 ASG_j + \theta_2 ASL_{c,j} + \theta_3 IFRS + \theta_4 ASG_j * IFRS + \theta_5 ASL_{c,j} * IFRS + \theta_6 t_w + \theta_7 VR_{w,j-1} + \xi_{w,j}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
VR_{j-1}	0,522***	0,524	0,548***	0,532***	0,723***
ASG	0,098	0,099	0,049	0,044	0,125
ASL	-0,081	-0,083	-0,152	-0,134	-0,119
$IFRS$	0,244	0,415	-0,928***	-1,815***	0,207
$ASG * IFRS$	0,015	-0,002	0,437	0,358	-0,073
$ASL * IFRS$	0,428*	0,437*	0,525	0,547	0,099
t	0,013	0,013	0,018	0,011	0,000
$t * PIFRS$		-0,011		0,070*	
Dummy trimestre	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
$\theta_1 + \theta_4$	0,113	0,097	0,486	0,402	0,052
$\theta_2 + \theta_5$	0,347	0,354	0,373	0,413	-0,02
N	68	68	68	68	225
\bar{R}^2	0,254	0,240	0,272	0,270	0,570

Nota: $VR_{w,j}$ é medida de *value relevance* combinada para o país/firma w no trimestre j , a qual assume valores baseados em $VR_{c,j}^{Agregada}$ para testes no nível agregado; ASG é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso a média de $Sent^{Global}$ seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; ASL é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso a média de $Sent^{Local}$ seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; $IFRS$ é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; t é medida de tendência linear em cada país para o período completo em análise; $t * PIFRS$ é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador IV com efeitos fixos para os países e erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Em seguida, a Tabela 30 apresenta os resultados para as estimações no nível firma. Conforme a Tabela 30, não se constata evidências na direção de efeito atenuador da adoção do padrão IFRS nos efeitos do sentimento local no *value relevance*, uma vez que nenhum dos coeficientes $ASL * IFRS$ se mostraram significantes, sendo tais achados similares aos resultados apontados na Tabela 15. Ademais, essas inferências permanecem mesmo ao se considerar mensuração alternativa para a medida de *value relevance* (mesma abordagem de mensuração utilizada na seção 4.5.3), conforme testes adicionais realizados (não reportados na Tabela 30).

Adicionalmente, considerando-se o *value relevance* associado aos diferentes componentes da informação contábil (*LPA* e *VPA*), também foram processados estimções similares às estimções apresentadas nas Tabelas 16 e 17, utilizando-se, de outra parte, as medidas alternativas para o sentimento global e local. Os achados, de outra parte, não sinalizaram qualquer indício

na direção de possível efeito atenuador da adoção do padrão IFRS nos efeitos do sentimento local no *value relevance* dos diferentes componentes da informação contábil, conforme os testes adicionais processados (não reportados).

Tabela 30 – Alto sentimento global e local (medidas alternativas), *value relevance* no nível firma e adoção do padrão IFRS

$$VR_{w,j} = \theta_{0w} + \theta_1 ASG_j + \theta_2 ASL_{c,j} + \theta_3 IFRS + \theta_4 ASG_j * IFRS + \theta_5 ASL_{c,j} * IFRS + \theta_6 t_w + \theta_7 VR_{w,j-1} + \xi_{w,j}$$

	DiD-Br	DiD-Br(td)	DiD-Ch	DiD-Ch(td)	Amostra total
VR_{j-1}	0,607***	0,610***	0,576***	0,573***	0,693***
ASG	-0,006	-0,008	-0,045	-0,046	0,039
ASL	0,103	0,099	0,062	0,064	0,046
$IFRS$	0,177	0,404*	-0,217	-1,086***	0,181**
$ASG * IFRS$	0,199*	0,179	0,056	-0,001	-0,029
$ASL * IFRS$	0,341***	0,359***	-0,274	-0,238	-0,040
t	0,007	0,009	0,018	0,016	-0,001
$t * PIFRS$		-0,017		0,066***	
Dummy trimestre	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
$\theta_1 + \theta_4$	0,193	0,171	0,011	-0,047	0,01
$\theta_2 + \theta_5$	0,444	0,458	-0,212	-0,174	0,006
N	4.447	4.447	2.575	2.575	10.316
\bar{R}^2	0,534	0,535	0,466	0,466	0,609

Nota: $VR_{w,j}$ é medida de *value relevance* combinada para o país/firma w no trimestre j , a qual assume valores baseados em $VR_{c,j}^{Firma}$ para testes no nível firma; ASG é indicador para alto sentimento global, a qual assume 1 caso a média de $Sent^{Global}$ seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; ASL é indicador para alto sentimento local, a qual assume 1 caso a média de $Sent^{Local}$ seja positiva no trimestre e 0, caso contrário; $IFRS$ é a medida de adoção do padrão IFRS pelos países, em que, na abordagem DiD, considera adoção no Brasil e Chile, ao passo que, na abordagem de testes com amostra total, considera a adoção em cada país; t é medida de tendência linear em cada país para o período completo em análise; $t * PIFRS$ é medida para tendência linear distinta no período pré-IFRS no grupo adotante IFRS; DiD-Br(td) e DiD-Ch(td) referem-se aos modelos estimados similares à DiD-Br e DiD-Ch, contudo adicionando-se aos modelos variável com tendência linear distinta para o grupo adotante IFRS em período pré-IFRS; \bar{R}^2 representa o R^2 within; regressões estimadas pelo estimador IV com efeitos fixos para os países e erros padrões calculados segundo a matriz de covariância proposta por Driscoll e Kraay (1998); * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%; *** significância ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

No nível firma, portanto, as inferências permanecem alinhadas àquelas já reportadas para a Tabela 15, na direção de que a adoção do padrão IFRS não se constituiu em mecanismo atenuador dos efeitos adversos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil e, portanto, continuam a sugerir rejeição de H_6 .

Tomando-se, portanto, os testes adicionais nos níveis agregado e firma, constata-se que os achados em torno de H_5 e H_6 não se mostram sensíveis às medidas de sentimento do investidor utilizadas nos testes, dado que as evidências adicionais também confirmaram não haver nem

efeito na direção de aumento da propagação dos efeitos do sentimento global no *value relevance* da informação contábil seguindo adoção do padrão IFRS pelos países, nem efeito atenuador dos efeitos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil. Nessa linha, as evidências adicionais levantadas continuam a sugerir rejeição das hipóteses H_5 e H_6 .

5 CONCLUSÃO

O objetivo da presente pesquisa foi examinar se a adoção do padrão IFRS modera a relação entre o sentimento do investidor (local e global) e os preços de ativos em mercados emergentes no período 2004-2018, sob os argumentos de duas possíveis vias para mercados emergentes seguindo adoção do padrão IFRS: (i) atenuação dos efeitos do sentimento local nos preços de ativos, considerando-se a melhora da qualidade da informação contábil no nível firma oriunda da adoção do padrão; (ii) aumento da propagação dos efeitos do sentimento global nos preços de ativos, considerando-se que o sentimento de outros mercados pode ter se propagado para mercados emergentes como reflexo do aumento de fluxo de capital estrangeiro e maior integração entre mercados provenientes da adoção do padrão IFRS. Nessa linha, estabeleceu-se a tese de que a adoção do padrão IFRS por mercados emergentes representa mecanismo capaz tanto de atenuar os efeitos do sentimento local quanto de aumentar a propagação dos efeitos do sentimento global nos preços de ativos.

Foram considerados três aspectos da precificação de ativos: os retornos de ativos, a medida de *valuation* índice *P/E* e o *value relevance* da informação contábil e, assim, procedeu-se à coleta de evidências em torno da tese levantada segundo três agendas de pesquisa.

Na primeira agenda, examinou-se se a adoção do padrão IFRS modera a relação entre o sentimento do investidor (local e global) e os retornos subsequentes de ativos. Os retornos subsequentes de ativos foram mensurados por retornos ponderados por valor de carteiras de mercado e de firmas baseadas nas características tamanho, volatilidade, crescimento baseado em *book-to-market*, crescimento baseado em *variação de receitas*, dificuldades baseadas em *book-to-market* e dificuldades baseadas em *variação de receitas*, considerando-se um período à frente. A adoção do padrão IFRS foi mensurada, considerando-se o evento adoção obrigatória pelos países da amostra (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru) e formulação tradicional da literatura contábil, na qual se utiliza de variável *dummy* para indicar corte temporal pré e pós-IFRS pelos países.

Tendo em vista os diferentes períodos de adoção do padrão IFRS pelos países da amostra, procedeu-se execução dos testes segundo duas abordagens: (i) considerando-se apenas Brasil e Chile, por terem adotado obrigatoriamente o padrão antes dos demais países (Argentina, México e Peru), permitindo o uso da abordagem DiD; (ii) considerando-se a adoção individual por cada país, refletindo-se nos testes conjuntos dos países. Em relação aos atributos relativos ao sentimento do investidor, utilizou-se a série do sentimento do investidor norte americano de

Baker e Wurgler (2006) como *proxy* para o sentimento global, ao passo que o sentimento local foi estimado para cada país da amostra por meio da abordagem de Baker *et al.* (2012). Ademais, estimou-se medidas alternativas para o sentimento global e local a partir de índices amplos, conforme abordagem de Yang e Zhou (2015), sendo tais medidas utilizadas em testes adicionais.

Os testes em torno da primeira agenda sinalizaram que, no nível agregado, a adoção do padrão IFRS pelos países aumentou a propagação dos efeitos adversos do sentimento global nos retornos subsequentes, consistente com o argumento de efeito contágio se apresentando apenas no período pós-IFRS. Ademais, os testes também apontaram evidências na direção de efeito atenuador da adoção do padrão IFRS nos efeitos negativos do sentimento local nos retornos subsequentes de firmas. Esses achados se mostraram robustos a diferentes horizontes de retorno considerados, contudo se mostraram sensíveis às medidas de sentimento global e local consideradas. Considerando-se as evidências levantadas, portanto, não se pode rejeitar as hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global nos retornos subsequentes de ativos no nível agregado de mercado (H_1) e de que a adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local nos retornos subsequentes de ativos no nível firma (H_2). Vale destacar que essas inferências se mostraram dependentes das especificações aplicadas, o que pode se refletir em prováveis diferenças ao se considerar outras especificações.

Já na segunda agenda, examinou-se se a adoção do padrão IFRS modera a relação entre o sentimento do investidor (local e global) e o índice *P/E*. O índice *P/E* foi mensurado tanto pelo índice *P/E* do mercado de cada país quanto pelo índice *P/E* de cada firma, ao passo que a adoção do padrão IFRS e as medidas de sentimento global e local foram mensuradas da mesma forma como descrito na primeira agenda. Os testes em torno dessa agenda, no nível agregado, não apontaram evidências na direção de que a adoção do padrão IFRS por mercados emergentes tenha aumentado a propagação dos efeitos adversos do sentimento global no índice *P/E*, ressaltando-se, inclusive, que há poucos indícios na direção de que o sentimento global impacta adversamente o índice *P/E* mesmo antes da adoção do padrão IFRS pelos países no nível agregado. Ademais, os testes não apontaram indícios na direção de efeito atenuador da adoção do padrão IFRS nos efeitos negativos do sentimento local no índice *P/E*, mas revelaram indícios de menores *P/E* em alto sentimento local seguindo adoção do padrão IFRS pelos países da amostra.

Esses achados se mantiveram mesmo diante de medidas alternativas para o sentimento global e local, contudo mostraram-se sensíveis à forma de mensuração do índice *P/E*, cujos testes adicionais exibiram indícios tanto na direção de aumento da propagação dos efeitos adversos

do sentimento global quanto na direção de atenuação dos efeitos adversos do sentimento local no índice *P/E*. As evidências levantadas não se mostraram robustas e conclusivas e, portanto, sugerem rejeitar as hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no índice *P/E* no nível agregado de mercado (H_3) e de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no índice *P/E* no nível firma (H_4).

Por fim, na terceira agenda, examinou-se se a adoção do padrão IFRS modera a relação entre o sentimento do investidor (local e global) e o *value relevance* da informação contábil. O *value relevance* foi mensurado tanto no nível agregado quanto no nível firma, a partir do modelo Ohlson (1995) e da abordagem de Chue *et al.* (2019), ao passo que a adoção do padrão IFRS e as medidas de sentimento global e local foram mensuradas da mesma forma como descrito na primeira agenda. Os testes em torno dessa agenda, no nível agregado, não apontaram evidências na direção de aumento da propagação dos efeitos adversos do alto sentimento global no *value relevance* da informação contábil seguindo adoção do padrão IFRS pelos países da amostra, mas apontaram na direção de atenuação daqueles efeitos adversos seguindo adoção do padrão IFRS pelos países, ao se considerar os diferentes componentes da informação contábil. Ademais, no nível firma, os testes também apontaram evidências na direção de efeito atenuador da adoção do padrão IFRS nos efeitos negativos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil. Esses achados se mantiveram mesmo diante de mensuração alternativa para as medidas de *value relevance* e de medidas alternativas para o sentimento global e local.

As evidências levantadas, portanto, sugerem rejeitar as hipóteses de que a adoção do padrão IFRS aumenta a propagação dos efeitos do sentimento global no *value relevance* da informação contábil no nível agregado de mercado (H_5) e de que adoção do padrão IFRS atenua os efeitos do sentimento local no *value relevance* da informação contábil no nível firma (H_6).

Os achados em torno das três agendas pesquisadas, portanto, sinalizam que o impacto da adoção do padrão IFRS por mercados emergentes não se mostra uniforme e robusto ao se considerar as diferentes relações entre os componentes do sentimento do investidor (global e local) e atributos relacionados aos preços de ativos (retornos subsequentes, índice *price-earnings* e *value relevance* da informação contábil), destacando-se o caráter mais conclusivo das evidências na direção da capacidade da adoção do padrão IFRS tanto de atenuar os efeitos do sentimento local nos retornos subsequentes quanto de aumentar a propagação dos efeitos do sentimento global naqueles retornos. Nessa linha, não se pode afirmar conclusivamente que a adoção do padrão IFRS por mercados emergentes se reflita em atenuar (propagar) os efeitos do sentimento

local (global) quer seja em desviar o índice *price-earnings* de seus fundamentos, quer seja em reduzir a associação da informação contábil com os preços de ativos.

O conjunto de evidências, portanto, não permite rejeitar a tese de que a adoção do padrão IFRS por mercados emergentes representa mecanismo capaz tanto de atenuar os efeitos do sentimento local quanto de aumentar a propagação dos efeitos do sentimento global nos preços de ativos. Ressalta-se que o suporte para a tese apenas constatado em torno da interação dos componentes do sentimento do investidor (global e local) e o retorno subsequente de ativos, destacando-se que a investigação em torno da interação daqueles componentes do sentimento do investidor com o índice *P/E* e o *value relevance* da informação contábil não forneceu sinalização conclusiva dos efeitos da adoção do padrão IFRS pelos países considerados na amostra.

Ademais, confirmam-se os argumentos em torno do efeito atenuador da adoção do padrão IFRS no nível firma, sob os argumentos de Cornell *et al.* (2017), na direção da capacidade da qualidade informacional em atenuar os efeitos do sentimento do investidor, bem como em torno da propagação dos efeitos adversos do sentimento global nos preços de ativos seguindo adoção do padrão IFRS pelos países, ao se considerar o nível agregado, sob os argumentos de Baker *et al.* (2012), na direção de propagação do efeito contágio seguindo incremento de fluxo de capital estrangeiro e de integração entre mercados provenientes da adoção do padrão.

A pesquisa demonstra potencial de fornecer contribuições tanto teóricas quanto práticas. Em relação ao aspecto teórico, destaca-se como contribuições teóricas o levantamento de evidências tanto na direção dos efeitos benéficos quanto na direção de possíveis efeitos adversos da adoção do padrão IFRS, preenchendo-se relevante lacuna de pesquisa, uma vez que os argumentos em torno da adoção do padrão IFRS por países têm sido direcionados apenas pelos benefícios produzidos (LOURENÇO; Castelo Branco, 2015). Ademais, ainda no aspecto teórico, a pesquisa fornece evidências de que a adoção do padrão IFRS por países emergentes parece se refletir como mecanismo indireto do efeito contágio do sentimento global.

Ainda no aspecto teórico, a pesquisa avança na literatura em torno dos efeitos de diferentes fontes de sentimento (global e local) nos retornos subsequentes de ativos (BAKER *et al.*, 2012; DASH; MAITRA, 2019; HAN; LI, 2017; CONCETTO; RAVAZZOLO, 2019; PEREZ-LISTON *et al.*, 2018; REHMAN; APERGIS, 2020; WU *et al.*, 2017), no índice *P/E* (JITMANEEROJ, 2017; RAHMAN; SHAMSUDDIN, 2019) e no *value relevance* da informação contábil (HE *et al.*, 2020), adicionando-se o evento adoção do padrão IFRS por países emergentes como possível atributo diferenciador dessas relações.

No aspecto prático, destaca-se a relevância dos achados para agentes do mercado de capitais, uma vez que se confirmou impacto econômico adverso aos agentes de mercado de capitais oriundo do sentimento global e seguindo adoção do padrão IFRS pelos países, especificamente nos retornos subsequentes de ativos. A esse respeito, investidores e reguladores são agentes que devem levar em consideração a maior sensibilidade dos mercados examinados aos efeitos adversos do sentimento contagioso. Ademais, os achados também apontaram para redução do *mispicing* em torno do sentimento local seguindo adoção do padrão IFRS, o que também se mostra relevante para aqueles agentes dos mercados de capitais.

Ademais, as evidências também contribuem para investidores, no sentido de demonstrarem que diferentes abordagens de mensuração do índice *P/E* podem sinalizar diferentes associações tanto com o sentimento global quanto com o sentimento local, o que pode impactar na decisão de alocação de recursos desses agentes. Além disso, as evidências não sinalizaram qualquer indício de que alto sentimento global ou local implique redução do *value relevance* seguindo adoção do IFRS pelos países, indicando para investidores que essas fontes de sentimento não parecem contribuir para que investidores elevem seus níveis de preocupação em relação a “outras informações” além daquelas emitidas pelos sistemas de contabilidade das firmas. Vale se destacar que, a esse respeito, os achados apontam indícios de incremento do *value relevance* da informação contábil em períodos de alto sentimento global e local seguindo adoção do IFRS pelos países.

Destaca-se, ainda, como contribuição prática a construção de índices para o sentimento global e local a partir de índices amplos, seguindo a abordagem de Yang e Zhou (2015). Considerando-se que esses índices são construídos por meio de dados acessados abertamente na *web* e que a pesquisa permite o fácil acesso ao *script* de construção dos índices, espera-se que tal contribuição seja relevante para pesquisadores, no sentido de amplamente utilizarem em pesquisas relacionadas ao sentimento do investidor.

Por fim, destacam-se algumas limitações da pesquisa e sugestões para futuras direções de pesquisa. Primeiro, a pesquisa considera apenas três dimensões do atributo preços de ativos (retornos subsequentes, índice *P/E* e *value relevance* da informação contábil), o que restringe os achados apontados a essas dimensões e fornece motivação para futuras pesquisas examinarem outros aspectos relacionados aos preços de ativos, como, por exemplo, a interação das fontes de sentimento examinadas e os atributos fatores de precificação e sincronicidade dos preços condicionada ao evento adoção do padrão IFRS.

Segundo, a investigação considera apenas países emergentes da América Latina em função de compartilharem características, o que também restringe os achados apenas a esse bloco de países e fornece motivação para futuras investigações examinarem outros países que forneçam mais insights em torno da relação pesquisada. Ademais, as restrições em torno de dados disponíveis para todos aqueles países se refletem em adaptações para algumas variáveis da pesquisa que diferem das abordagens originais desenvolvidas na literatura, como, por exemplo, o sentimento total estimado para cada país, o que limita a comparabilidade desta pesquisa com outras pesquisas similares. Ainda no contexto dos países considerados na pesquisa, também se destaca como limitação o fato dos países usados como contrafactuais terem iniciado a convergência ao padrão IFRS no período de exame das diferenças entre grupos no estimador DiD, o que pode se refletir em possível fonte de contaminação.

Terceiro, a pesquisa se concentrou em torno do alto sentimento global e local apenas, razão pela qual se utilizou *dummies* indicadoras daqueles estados, no sentido de captar evidências na direção do estado de sentimento capaz de desviar preços de seus valores fundamentais e se refletir em reversão negativa para os agentes, o que também se constitui em limitação da pesquisa. Nessa direção, futuras pesquisas poderiam considerar outras especificações para as variáveis relacionadas às fontes de sentimento, como, por exemplo, as mudanças de estado das fontes de sentimento em interação com os demais atributos desta investigação.

Finalmente, foram utilizadas duas abordagens de mensuração para o sentimento global e local, contudo, dado que não há medida definitiva para o atributo sentimento do investidor até o presente momento, é possível que novas vertentes e indicadores sejam construídos e forneçam mais *insights* nas relações examinadas nesta pesquisa. Por fim, destaca-se, ainda, o caráter não aleatório para composição da amostra, restringindo os resultados encontrados ao período e às empresas analisadas.

REFERÊNCIAS

- AMIHUD, Y.; HURVICH, C. M.; WANG, Y. Multiple-predictor regressions: Hypothesis testing. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 1, p. 413–434, 2009. ISSN 08939454.
- ANGRIST, J. D.; PISCHKE, J.-S. **Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion**. Princeton: Princeton University Press, 2008.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Investor sentiment and the cross-section of stock returns. **Journal of Finance**, v. 61, n. 4, p. 1645–1680, 2006. ISSN 00221082.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Investor sentiment in the stock market. **Journal of Economic Perspectives**, v. 21, n. 2, p. 129–151, 2007. ISSN 08953309.
- BAKER, M.; WURGLER, J.; YUAN, Y. Global, local, and contagious investor sentiment. **Journal of Financial Economics**, Elsevier, v. 104, n. 2, p. 272–287, 2012. ISSN 0304405X.
- BARBERIS, N.; THALER, R. A survey of behavioral finance. In: CONSTANTINIDES, G.; HARRIS, M.; STULZ, R. (Ed.). **Handbook of the Economics of Finance**. [S. l.]: Elsevier B.V., 2003. v. 1, cap. Chapter 18, p. 1053–1128. ISBN 9781400829125.
- BARTH, M. E.; ISRAELI, D. Disentangling mandatory IFRS reporting and changes in enforcement. **Journal of Accounting and Economics**, v. 56, n. 2-3, p. 178–188, dec 2013. ISSN 01654101. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0165410113000669>.
- BARTH, M. E.; LI, K.; MCCLURE, C. G. Evolution in Value Relevance of Accounting Information. 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2933197>.
- BEKAERT, G.; HARVEY, C. R. Research in emerging markets finance: Looking to the future. **Emerging Markets Review**, v. 3, n. 4, p. 429–448, 2002. ISSN 15660141.
- BELSLEY, D. A.; KUH, E.; WELSCH, R. E. Regression diagnostics: Identifying influential data and sources of collinearity. **Wiley Series in Probability and Mathematical Statistics**, 1980.
- CHEEMA, M. A.; MAN, Y.; SZULCZYK, K. R. Does Investor Sentiment Predict the Near-Term Returns of the Chinese Stock Market? **International Review of Finance**, v. 20, n. 1, p. 225–233, 2020. ISSN 14682443.
- CHEN, C.; LEE, E.; LOBO, G. J.; ZHU, J. Who Benefits From IFRS Convergence in China? **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, v. 34, n. 1, p. 99–124, 2019. ISSN 21604061.
- CHO, M.; KIM, S.; KIM, Y.; LEE, B. B. H.; LEE, W. J. IFRS adoption and stock misvaluation: Implication to Korea discount. **Research in International Business and Finance**, Elsevier B.V., v. 58, n. November 2020, p. 101494, 2021. ISSN 02755319. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101494>.
- CHUE, T. K.; GUL, F. A.; MIAN, G. M. Aggregate investor sentiment and stock return synchronicity. **Journal of Banking and Finance**, v. 108, 2019. ISSN 03784266.
- CLARKSON, P.; HANNA, J. D.; RICHARDSON, G. D.; THOMPSON, R. The impact of IFRS adoption on the value relevance of book value and earnings. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, Elsevier Ltd, v. 7, n. 1, p. 1–17, 2011. ISSN 18155669. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcae.2011.03.001>.

COLLINS, D. W.; PINCUS, M.; XIE, H. Equity Valuation The of and of Negative Book Value Earnings : Role Equity. **Accounting Review**, v. 74, n. 1, p. 29–61, 1999.

CONCETTO, C. L.; RAVAZZOLO, F. Optimism in Financial Markets: Stock Market Returns and Investor Sentiments. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 12, n. 2, p. 85, 2019. ISSN 1911-8074.

CORNELL, B.; LANDSMAN, W. R.; STUBBEN, S. R. Accounting Information, Investor Sentiment, and Market Pricing. **Journal of Law, Finance, and Accounting**, v. 2, n. 2, p. 325–345, 2017. ISSN 2380-5013.

DASH, S. R.; MAITRA, D. The relationship between emerging and developed market sentiment: A wavelet-based time-frequency analysis. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, Elsevier B.V., v. 22, p. 135–150, 2019. ISSN 22146369. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2019.02.006>.

DASKE, H.; HAIL, L.; LEUZ, C.; VERDI, R. Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, p. 1085–1142, 2008. ISSN 00218456.

DHALIWAL, D.; HE, W.; LI, Y.; PEREIRA, R. Accounting Standards Harmonization and Financial Integration. **Contemporary Accounting Research**, v. 36, n. 4, p. 2437–2466, 2019. ISSN 19113846.

DÍAZ-MARTÍNEZ, M.; FRAGNIÈRE, E. Short Selling and the Problem of Market Maturity in Latin America. In: GREGORIOU, G. N. (Ed.). **Handbook of Short Selling**. Elsevier Inc., 2012. p. 353–364. ISBN 9780123877246. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/B978-0-12-387724-6.00024-6>.

DRISCOLL, J. C.; KRAAY, A. C. Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. **Review of Economics and Statistics**, v. 80, n. 4, p. 549–559, 1998. ISSN 00346535.

ELBAKRY, A. E.; NWACHUKWU, J. C.; ABDU, H. A.; ELSHANDIDY, T. Comparative evidence on the value relevance of IFRS-based accounting information in Germany and the UK. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, Elsevier Inc., v. 28, p. 10–30, 2017. ISSN 10619518. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2016.12.002>.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of Financial Economics**, 1993. ISSN 0304405X.

FIGLIOLI, B.; LEMES, S.; LIMA, F. G. In search for good news: The relationship between accounting information, bounded rationality and hard-to-value stocks. **Emerging Markets Review**, Elsevier, v. 44, n. August, p. 100719, 2020. ISSN 18736173. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100719>.

GARCÍA, M. d. P. R.; ALEJANDRO, K. A. C.; SÁENZ, A. B. M.; SÁNCHEZ, H. H. G. Does an IFRS adoption increase value relevance and earnings timeliness in Latin America? **Emerging Markets Review**, Elsevier B.V., v. 30, p. 155–168, 2017. ISSN 18736173. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2016.11.001>.

GEORGE, E. T.; LI, X.; SHIVAKUMAR, L. A review of the IFRS adoption literature. **Review of Accounting Studies**, v. 21, n. 3, p. 898–1004, 2016. ISSN 13806653.

GOLUBEVA, O. Maximising international returns: Impact of IFRS on foreign direct investments. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, Elsevier Ltd, v. 16, n. 2, p. 100200, 2020. ISSN 18155669. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100200>.

GORDON, L. A.; LOEB, M. P.; ZHU, W. The impact of IFRS adoption on foreign direct investment. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 31, n. 4, p. 374–398, 2012. ISSN 02784254.

GREENE, W. **Econometric analysis**. 7th ed.. ed. [S. l.]: Pearson, 2011.

GRIFFIN, P. A.; HONG, H. A.; KALCHEVA, I.; KIM, J. Shorting activity and stock return predictability: Evidence from a mandatory disclosure shock. **Financial Management**, v. 51, n. 1, p. 27–71, 2022. ISSN 0046-3892.

HAN, X.; LI, Y. Can investor sentiment be a momentum time-series predictor? Evidence from China. **Journal of Empirical Finance**, Elsevier, v. 42, n. 71571197, p. 212–239, 2017. ISSN 09275398. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2017.04.001>.

HE, W.; HONG, K. H.; WU, E. Does Investor Sentiment Affect the Value Relevance of Accounting Information? **Abacus**, v. 56, n. 4, p. 535–560, 2020. ISSN 14676281.

HWANG, I. T.; HUR, K. S.; KANG, S. M. Does the IFRS effect continue? An international comparison. **Sustainability (Switzerland)**, v. 10, n. 12, 2018. ISSN 20711050.

JITMANEEROJ, B. Does investor sentiment affect price-earnings ratios? **Studies in Economics and Finance**, v. 34, n. 2, p. 183–193, 2017. ISSN 10867376.

JOOS, P. P.; LEUNG, E. Investor perceptions of potential IFRS adoption in the United States. **Accounting Review**, v. 88, n. 2, p. 577–609, 2013. ISSN 00014826.

KITCHENHAM, B.; BRERETON, P. A systematic review of systematic review process research in software engineering. **Information and Software Technology**, Elsevier B.V., v. 55, n. 12, p. 2049–2075, 2013. ISSN 09505849. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.infsof.2013.07.010>.

KOUKI, A. IFRS and value relevance : A comparison approach before and after IFRS conversion in the European countries. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 19, n. 1, p. 60–80, 2018. ISSN 09675426.

LI, Y.; LI, W. Firm-specific investor sentiment for the Chinese stock market. **Economic Modelling**, Elsevier Ltd, v. 97, n. February, p. 231–246, 2021. ISSN 02649993. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.01.006>.

LO, K.; LYS, T. The Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, Limitations, and Empirical Applications. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 15, n. 3, p. 337–367, jul 2000. ISSN 0148-558X. Disponível em: <http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0148558X0001500311>.

LONG, J. B.; SHLEIFER, A.; SUMMERS, L. H.; WALDMANN, R. J. Noise trader risk in financial markets. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 4, p. 703–738, 1990.

LOURENÇO, I. M. E. C.; Castelo Branco, M. E. M. D. A. D. Main consequences of IFRS adoption: Analysis of existing literature and suggestions for further research. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 26, n. 68, p. 126–139, 2015. ISSN 1808057X.

MAHENTHIRAN, S.; GJERDE, T.; SILVA, B. Stock market contagion during the global financial crises: Evidence from the chilean stock market. **International Journal of Financial Studies**, v. 8, n. 2, p. 1–22, 2020. ISSN 22277072.

MATHUR, S.; RASTOGI, A. Investor sentiment and asset returns: The case of Indian stock market. **Afro-Asian Journal of Finance and Accounting**, v. 8, n. 1, p. 48–64, 2018. ISSN 17516455.

MESHARAM, V. V.; ARORA, J. Accounting constructs and economic consequences of IFRS adoption in India. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, Elsevier Inc., v. 45, p. 100427, 2021. ISSN 10619518. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2021.100427>.

MINARDI, A. M. A. F.; BORTOLUZZO, A. B.; ROSATELLI, P.; RIBEIRO, P. F. Market conditions and the exit rate of private equity investments in an emerging economy. **BAR - Brazilian Administration Review**, v. 16, n. 2, p. 1–25, 2019. ISSN 18077692.

MONTOYA, J. C.; MORALES, A. C. Impacto de los estándares internacionales de información financiera en la calidad contable canadiense. **Espacios**, v. 38, n. 52, 2017. ISSN 07981015.

MOURA, A. A. F. de; ALTUWAIJRI, A.; GUPTA, J. Did mandatory IFRS adoption affect the cost of capital in Latin American countries? **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 38, 2020. ISSN 10619518.

MOURA, A. A. F. de; GUPTA, J. Mandatory adoption of IFRS in Latin America: A boon or a bias. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 60, p. 111–133, 2019. ISSN 10424431.

NEWAY, W. K.; WEST, K. D. A Simple, Positive SemiDefinite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. **Econometrica**, v. 55, p. 703–708, 1987.

NIJAM, H. M.; JAHFER, A. Ifrs adoption and value relevance of accounting information: Evidence from a developing country. **Global Business Review**, v. 19, n. 6, p. 1416–1435, 2018. ISSN 09730664.

OHLSON, J. A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 661–687, 1995.

PEREZ-LISTON, D.; HUERTA-SANCHEZ, D.; GUTIERREZ, J. Do Domestic Sentiment and the Spillover of US Investor Sentiment Impact Mexican Stock Market Returns? **Journal of Emerging Market Finance**, v. 17, n. 2_suppl, p. S185–S212, 2018. ISSN 09730710.

PRATHER-KINSEY, J. J.; TANYI, P. N. The market reaction to SEC IFRS-related announcements: The case of american depository receipt (ADR) firms in the U.S. **Accounting Horizons**, v. 28, n. 3, p. 579–603, 2015. ISSN 15587975.

RAHMAN, M. L.; SHAMSUDDIN, A. Investor sentiment and the price-earnings ratio in the G7 stock markets. **Pacific Basin Finance Journal**, Elsevier, v. 55, n. November 2018, p. 46–62, 2019. ISSN 0927538X. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.03.003>.

REHMAN, M. U.; APERGIS, N. Do global sentiment shocks spillover towards emerging and frontier markets? **Journal of Economic Studies**, v. 47, n. 3, p. 433–465, 2020. ISSN 01443585.

- REIS, P. M. N.; PINHO, C. A new European investor sentiment index (EURsent) and its return and volatility predictability. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, Elsevier B.V., v. 27, p. 100373, 2020. ISSN 22146369. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100373>.
- REIS, P. M. N.; PINHO, C. A Reappraisal of the Causal Relationship between Sentiment Proxies and Stock Returns. **Journal of Behavioral Finance**, Routledge, v. 0, n. 0, p. 1–23, 2020. ISSN 15427579. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/15427560.2020.1792910>.
- ROCA, F. The influence of mandatory adoption of IFRS in Argentina on value relevance of accounting information. **Journal of Applied Economics**, Routledge, v. 24, n. 1, p. 154–172, 2021. ISSN 16676726. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/15140326.2021.1900695>.
- ROODMAN, D. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. **Stata Journal**, v. 9, n. 1, p. 86–136, 2009. ISSN 1536867X.
- SEIF, M.; DOCHERTY, P.; SHAMSUDDIN, A. Seasonal anomalies in advanced emerging stock markets. **Quarterly Review of Economics and Finance**, Board of Trustees of the University of Illinois, v. 66, n. March 2014, p. 169–181, 2017. ISSN 10629769. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.02.009>.
- SEOK, S. I.; CHO, H.; RYU, D. Firm-specific investor sentiment and daily stock returns. **North American Journal of Economics and Finance**, Elsevier, v. 50, n. September 2018, p. 100857, 2019. ISSN 10629408. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.10.005>.
- SHI, J.; AUSLOOS, M.; ZHU, T. If global or local investor sentiments are prone to developing an impact on stock returns, is there an industry effect? **International Journal of Finance and Economics**, n. July, p. 1–12, 2020. ISSN 10991158.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. The limits of arbitrage. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 1, p. 35–55, 1997. ISSN 00221082.
- SRIVASTAVA, A.; MUHARAM, H. Value relevance of accounting information during IFRS convergence period: comparative evidence between India and Indonesia. **Accounting Research Journal**, 2021. ISSN 10309616.
- SUWARDI, E. The evolution in the value relevance of accounting measures in Indonesia. **Gadjah Mada International Journal of Business**, v. 22, n. 1, p. 49–73, 2020. ISSN 23387238.
- WANG, W.; SU, C.; DUXBURY, D. Investor sentiment and stock returns: Global evidence. **Journal of Empirical Finance**, Elsevier Ltd, v. 63, n. June, p. 365–391, 2021. ISSN 09275398. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2021.07.010>.
- WINDMEIJER, F. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. **Journal of Econometrics**, v. 126, n. 1, p. 25–51, may 2005. ISSN 03044076. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0304407604000387>.
- WING, C.; SIMON, K.; BELLO-GOMEZ, R. A. Designing Difference in Difference Studies: Best Practices for Public Health Policy Research. **Annual Review of Public Health**, v. 39, p. 453–469, 2018. ISSN 15452093.

WU, Q.; HAO, Y.; LU, J. Investor sentiment, idiosyncratic risk, and mispricing of American Depository Receipt. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, Elsevier B.V., v. 51, p. 1–14, 2017. ISSN 10424431. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.09.026>.

YANG, C.; ZHOU, L. Investor trading behavior, investor sentiment and asset prices. **North American Journal of Economics and Finance**, Elsevier Inc., v. 34, p. 42–62, 2015. ISSN 10629408.

ZHANG, P.; ZHANG, L.; MENG, Z.; WANG, T. Dynamic Spillover Effects of Investor Sentiment and Return between China and the United States. **Discrete Dynamics in Nature and Society**, v. 2021, 2021. ISSN 1607887X.

ZHOU, G. Measuring investor sentiment. **Annual Review of Financial Economics**, v. 10, n. July, p. 239–259, 2018. ISSN 19411375.

ZI-LONG, L.; SU-SHENG, W.; MING-ZHU, H. International investor sentiment and stock returns: Evidence from China. **Investment Analysts Journal**, Taylor & Francis, v. 50, n. 1, p. 60–76, 2021. ISSN 20770227. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/10293523.2021.1876968>.

APÊNDICE A – PROTOCOLO DE REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA (RSL)

O protocolo de revisão da literatura para identificação das lacunas, estabelecimento do problema de pesquisa e objetivos percorreu, segundo Kitchenham e Brereton (2013), os seguintes estágios: (1) busca e seleção manual; (2) processo de seleção; (3) busca e seleção final.

O 1º estágio, busca e seleção manual, foi executado por meio do Portal de Periódicos CAPES/MEC, o qual possibilitou acesso às bases Scopus, WoS e Scielo, as quais representam as bases prioritárias dessa investigação. Nesse estágio, realizou-se busca de pesquisas em torno da relação entre sentimento do investidor e preços de ativos. Para tanto, considerou-se publicações (artigos de periódicos) nos últimos cinco anos (2017 – nov/2022) e utilizou-se a seguinte sintaxe de busca nas bases prioritárias (títulos, resumos e palavras-chave representam os campos de busca): (sentiment AND price) OR (sentiment AND return). Essa etapa retornou um total de 2.873 documentos. Abaixo se detalham as strings de busca para cada uma das bases prioritárias:

Quadro 3 – *Strings* de busca por base prioritária e relação de busca

Base	Relação de busca	
	Sentimento x Preços	IFRS x Preços
Scopus	(TITLE-ABS-KEY (sentiment AND price)) OR (TITLE-ABS-KEY (sentiment AND return))	(TITLE-ABS-KEY (ifrs AND price)) OR (TITLE-ABS-KEY (ifrs AND return))
WoS	TI=(sentiment AND price) OR TI=(sentiment AND return) OR AB=(sentiment AND price) OR AB=(sentiment AND return) OR AK=(sentiment AND price) OR AK=(sentiment AND return)	TI=(ifrs AND price) OR TI=(ifrs AND return) OR AB=(ifrs AND price) OR AB=(ifrs AND return) OR AK=(ifrs AND price) OR AK=(ifrs AND return)
Scielo	(sentiment AND price) OR (sentiment AND return) (sentimento AND preços) OR (sentimento AND retorno)	(ifrs AND price) OR (ifrs AND return) (ifrs AND preço) OR (ifrs AND retorno)

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Na sequência, após compilação dos arquivos em planilha eletrônica, realizou-se exclusões por meio de aplicação de filtro nos títulos, palavras-chave, resumos e leitura desses últimos.

Primeiro, aplicou-se os seguintes filtros nos títulos, palavras-chave e resumo:

- a) *mispricing* OR *future return*;
- b) *price-earnings* OR *earnings-price* OR *price-to-earnings* OR *earnings-to-price*;
- c) *value relevance* OR *accounting information* OR *market reaction*;

- d) *global sentiment OR global investor sentiment OR contagio OR spill OR total investor sentiment OR local investor sentiment*;
- e) *ifrs OR accounting standards*.

Após as exclusões de artigos que não apresentaram os termos anteriores, restaram 207 artigos; destes, após leitura dos seus resumos, realizou-se exclusão de 108 artigos, restando um total de 29 artigos para leitura completa.

Ressalte-se que, até esse estágio, foram encontrados apenas um artigo que atendesse ao termo de filtro relacionado ao padrão IFRS. Considerando-se essa limitação, aprofundou-se busca de artigos em torno da relação entre adoção do padrão IFRS e preços de ativos. Para tanto, considerou-se publicações (artigos de periódicos) nos últimos cinco anos (2017 – nov/2022) e utilizou-se a seguinte sintaxe de busca nas bases prioritárias: (IFRS AND price) OR (IFRS AND return). Essa etapa retornou um total de 187 documentos.

Novamente, após compilação dos arquivos em planilha eletrônica, realizou-se exclusões por meio de aplicação de filtro nos títulos e palavras-chave e de leitura dos resumos. Primeiro, aplicou-se os seguintes filtros nos títulos e palavras-chave:

- f) *mispricing OR future return*;
- g) *price-earnings OR earnings-price OR price-to-earnings OR earnings-to-price*;
- h) *value relevance OR accounting information OR market reaction*;
- i) *global sentiment OR global investor sentiment OR contagio OR spill OR total investor sentiment OR local investor sentiment*.

Após as exclusões de artigos que não apresentaram os termos anteriores, restaram 56 artigos; destes, após leitura dos seus resumos, realizou-se exclusão de 37 artigos, restando um total de 19 artigos para leitura completa.

Ressalte-se que, ainda nesta etapa, considerando-se a relevância de se captar estudos em torno do efeito da adoção do padrão IFRS no fluxo de capital estrangeiro, tal efeito relevante para relação entre IFRS e sentimento global, procedeu-se busca de estudos no total de documentos (187) reportados na pesquisa relacionando IFRS e preços. Nessa direção, aplicou-se filtro nos títulos e palavras-chave dos artigos, buscando-se os termos *fdi*, *foreign direct investment* e *integration*; tal pesquisa retornou 2 artigos, os quais permaneceram relevantes mesmo após consultar seus resumos.

Assim, consideradas as etapas até aqui, restaram 49 artigos para execução de leitura completa e análise de possíveis exclusões críticas (2º estágio). Após leitura e exame dos textos

completos, efetuou-se exclusão de 14 artigos, o que totalizou amostra final de 35 artigos em língua inglesa. Os critérios de exclusão estão abaixo relacionados:

- 1) Não considerar qualquer das relações refletidas nos objetivos específicos;
- 2) Não considerar qualquer das relações argumentadas nesta pesquisa, quais sejam: sentimento e preços; sentimento, preços e informação contábil; IFRS e informação contábil; IFRS e fluxo de capital estrangeiro;
- 3) Apresentar resultados não conclusivos ou não robustos.

Ressalte-se que também se efetuou busca de trabalhos na base Scielo com termos de busca explicitamente em português, no sentido de captar estudos não localizados pelos termos aplicados anteriormente. Assim, efetuou-se busca, considerando-se últimos 5 anos, com as seguintes sintaxes: (sentimento do investidor) AND (preços); (IFRS) AND (preços). Essa busca reportou um total de 10 artigos, os quais foram desconsiderados para amostra final a partir da análise de seus títulos, resumos e palavras-chave.

Por fim, no 3º estágio, aplicou-se a técnica *backward snowballing*, a qual consiste em se examinar as referências dos artigos selecionados no 2º estágio e selecionar possíveis artigos relevantes não adicionados nas etapas anteriores (KITCHENHAM; BRERETON, 2013). Nesta etapa, procedeu-se à adição de 13 artigos classificados como relevantes e alinhados aos objetivos desta pesquisa, totalizando-se, portanto, 48 artigos na amostra final.

A Tabela 31 resume a quantidade de artigos segundo os termos de busca e os estágios da RSL.

Ressalte-se que não foram encontrados estudos tratando diretamente do objeto proposto nesta investigação, qual seja, o de buscar evidências em torno dos possíveis efeitos da adoção do padrão IFRS nos preços de ativos em mercados emergentes, inclusive, estendendo as buscas nas plataformas scholar.google.com e papers.ssrn.com (até período nov/2022), o que fornece justificativa plausível para execução desta pesquisa.

Por fim, destaca-se que se realizou leitura integral dos estudos selecionados e o produto final da RSL pode ser visualizado na seção 2 (Revisão da literatura e desenvolvimento das hipóteses) da tese.

Tabela 31 – Quantidade de artigos selecionados por termo de busca e estágios

Termos de busca e filtros	Estágio 1	Estágio 2	Estágio 3
investor sentiment AND price	207	29	29^a
mispricing OR future return	66	10	6
price-earnings OR earnings-price OR price-to-earnings OR earnings-to-price	9	2	2
value relevance OR accounting information OR market reaction	22	3	1
global sentiment OR global investor sentiment OR contágio OR spill OR total investor sentiment OR local investor sentiment	109	13	12 ^b
ifrs OR accounting standards	1	1	1
IFRS AND price	62	20	19
mispricing OR future return	5	3	2
price-earnings OR earnings-price OR price-to-earnings OR earnings-to-price	1	0	0
value relevance OR accounting information OR market reaction	49	14	10 ^c
global sentiment OR global investor sentiment OR contágio OR spill OR total investor sentiment OR local investor sentiment	1	1	1
fdi OR Foreign direct investment OR integration	6	2	6 ^d
Total	269	49	48

Nota: ^a Foram adicionados 5 artigos clássicos oriundos da técnica snowballing (BAKER; WURGLER, 2006; BAKER; WURGLER, 2007; BARBERIS; THALER, 2003; LONG *et al.*, 1990; SHLEIFER; VISHNY, 1997), bem como dois artigos mais recente (AMIHUD *et al.*, 2009; ZHOU, 2018) diretamente na sintaxe investor sentiment AND price, uma vez que os mesmos abordam efeitos do sentimento do investidor nos preços de ativos. ^b adicionou-se artigo de Baker *et al.* (2012) via técnica snowballing. ^c adicionou-se artigo de García *et al.* (2017) via técnica snowballing. ^d Foram adicionados 4 artigos (GEORGE *et al.*, 2016; GORDON *et al.*, 2012; JOOS; LEUNG, 2013; PRATHER-KINSEY; TANYI, 2015) via técnica snowballing.
 Fonte: elaborado pelo autor (2023).

**APÊNDICE B – DERIVAÇÃO DE MODELO EMPÍRICO PARA VALUE RELEVANCE
A PARTIR DO MODELO OHLSON (1995)**

Ohlson (1995) define o preço da ação de uma firma em função do seu patrimônio líquido final e de seus lucros anormais no fim do período t , conforme expresso em AB1:

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t \quad (\text{AB1})$$

Em que:

P_t = preço da ação da firma i no tempo t ;

y_t = valor patrimonial da ação no tempo t ;

$\alpha_1 = \omega / (R_f - \omega) \geq 0$, em que ω é parâmetro de persistência da série de lucros anormais (x_t^a) e R_f representa taxa livre de risco;

$\alpha_2 = R_f / (R_f - \omega)(R_f - \gamma) > 0$, em que ω é parâmetro de persistência da série de lucros anormais (x_t^a) e R_f representa taxa livre de risco mais um e γ representa parâmetro de persistência da série do atributo outras informações relevantes (v_t);

x_t^a = lucros por ação da firma i no tempo t ;

v_t = termo de erro da regressão.

Tal modelo tem sido expresso empiricamente por pesquisadores (BARTH *et al.*, 2021; KOUKI, 2018; ROCA, 2021) na forma de AB2:

$$P = \delta_0 + \delta_1 x_t + \delta_2 y_t + \varepsilon_t \quad (\text{AB2})$$

Em que:

x_t = lucro por ação corrente;

P_t e y_t definidas conforme anteriormente.

A inclusão do intercepto permite efeitos médios não nulos nos preços oriundos das outras informações omitidas, as quais também se tornam parte do termo de erro (COLLINS *et al.*, 1999). Collins *et al.* (1999) destacam, ainda, que, conforme a abordagem de Ohlson (1995), o atributo outras informações relevantes (v_t), conforme expresso em AB1, podem ser caracterizados como eventos relevantes refletindo valor que ainda não tem impacto nas demonstrações financeiras, o que se reflete na assunção de que v_t é independente de x_t e y_t . Se essa assunção for válida,

então omitir v_t na especificação empírica dada na Equação AB1 não afetará a consistência dos estimadores δ_1 e δ_2 (COLLINS *et al.*, 1999).

Ademais, embora o modelo expresso em AB1 utilize x_t^a em sua formulação, vale se ressaltar que tal variável é definida pela diferença entre os lucros correntes e o crescimento de y_{t-1} tido como normal, conforme a seguinte proposição de Ohlson (1995):

$$x_t^a = x_t - (R_f - 1)y_{t-1} \quad (\text{AB3})$$

Em que x_t é o lucro por ação corrente, y_{t-1} é o valor patrimonial da ação em $t - 1$ e x_t^a e R_f definidas conforme anteriormente; tal formulação, portanto, justifica a inclusão de x_t na Equação AB2. Em relação ao segundo termo da equação de lucros anormais, embora não explicitamente incluído em AB2, pode-se esperar que seus efeitos estejam refletidos na variável y_t (BARTH *et al.*, 2021).

A Equação AB2 é aquela utilizada na Equação 9 do texto.

APÊNDICE C – COMENTÁRIOS/SUGESTÕES DA BANCA DE QUALIFICAÇÃO E AS DECISÕES TOMADAS

Quadro 4 – Comentários/sugestões da banca de qualificação e as decisões tomadas

	Comentário/Sugestão	Decisão
	Prof. Lucas Barros	
1	Confiança x excesso de confiança. Há um salto abrupto de um para o outro (p. 5)	Ajustado, conforme 3º parágrafo da página 17
2	Efeito positivo x negativo do IFRS no sentimento (p. 6). São hipóteses concorrentes. Ligar as duas coisas em um só fenômeno. O que prevalece mais: a sincronização ou mais fundamento? Deixar claro essas correntes e levar o posicionamento para a questão empírica	Ajustado, conforme página 5 e demais locais do texto (objetivos, hipóteses etc.)
3	Adoção IFRS ou adoção do IFRS (p. 7)	Ajustado ao longo do texto
4	Cuidado com a linguagem causal (p. 7)	Ajustado ao longo do texto
5	Chamar o sentimento de BW (americano) de global é questionável (p. 7). Poderia chamar de sentimento do mercado americano e não global, necessariamente (talvez, estimar o sentimento global, a partir dos países)	A denominação segue a literatura em Sentimento, com suporte em Han e Lin (2017)
6	Aumentar países na amostra (p. 7). Talvez, explorar diferenças institucionais entre os países. Usar mais países, aumenta interesse, bem como poder estatístico (fortalece o diff-in-diff)	Optou-se por continuar apenas com países da América latina no escopo da Tese, considerando-se tal possibilidade para futuras agendas
7	Será que dá para separar? A redução do efeito do sentimento, inclusive global, poderia reduzir sua correlação com os indicadores de mercado dos países adotantes. Parece mais uma questão de relação líquida, resultante. Pode ser que a referida correlação aumente apesar dos efeitos anti sentimento do IFRS, é uma questão empírica relevante (p. 11)	Ajustado ao longo do texto
8	Dúvida sobre o texto “Por exemplo, previne o investidor não sofisticado sobre a alocação de recursos em ativos mais suscetíveis ao sentimento global, uma vez que investidores podem se beneficiar (prejudicar) dos sinais derivados daquela relação, na busca de retornos anormais no curto prazo” (p. 12)	Ajustado, conforme 2º parágrafo da página 23
9	Falta integrar H1 com efeito positivo (p. 27)	Ajustado, conforme seção 2.3
10	Sentimento global pode ser estimado por ACP internacional (p. 30)	Ajustado, procedeu-se a construção de índice de sentimento global
11	Uso de controle para investidores estrangeiros em alguma medida (p. 32)	Ajustado, conforme modelo expresso na seção 3.3.1

12	Como variáveis de controle poderia pensar em dummies de tempo (trimestrais) (p. 34)	Ajustado e aplicado efeitos fixos de tempo segundo as abordagens de testes
13	Refletir sobre o uso do termo “tratamento” na variável IFRS (p. 34)	Ajustado para “adotantes” ao longo do texto
14	Sentimento total é medido em cada país? (p. 34)	Ajustado para tornar explícito que o sentimento total será estimado para cada país da amostra, conforme 4º parágrafo da página 34
15	Revisar subscritos de tempo nos modelos; deixar clara a periodicidades dos dados dos modelos (p. 35)	Ajustado, conforme alterações na seção 3.2 da Tese
16	Eq 6: O modelo não teria poucas observações? Período amostral não é curto demais? (p. 38)	Ajustado para uso de informações trimestrais
17	Na RSL, talvez, há perdas de trabalhos não publicados, principalmente os working papers. Sugestão seria fazer um complemento com o google e SSRN (p. 53)	Ajustado, conforme Apêndice A
18	Rever último parágrafo da última página (p. 57)	Ajustado, conforme Apêndice B
19	Testes nível agregado value relevance: verificar possibilidade de dados trimestrais	Ajustado para uso de informações trimestrais
Prof. Marcelo Macedo		
20	Melhorar o título; especificar sentimento, preço	Ajustado
21	Tese está over; entrar mais nos detalhes e discutir mais value relevance	Considerou-se o tamanho da tese adequado, uma vez que foi possível fornecer insights sobre três diferentes atributos relacionados aos preços de ativos e sua interação com as fontes de sentimento e a adoção do padrão IFRS. A respeito de maior discussão em torno do value relevance, ressalta-se que a tese avançou na direção de fornecer evidências sobre os efeitos da interação das medidas de sentimento e adoção do padrão IFRS no value relevance tanto no nível agregado quanto no nível firma, além de também fornecer evidências na direção das diferentes heurísticas adotadas pelos agentes ao se considerar os componentes do lucro e sua interação com as medidas de sentimento e a adoção do padrão IFRS

22	<p>Controle de investimento estrangeiro; se por exemplo, em um determinado país, a adoção das IFRS não se traduzirem em maior fluxo de capital estrangeiro, nesse ambiente sua tese não se aplica, pois a ampliação do efeito contágio não existiria. O que você acha disso? Nesse sentido, pensei na necessidade disso ser controlado de alguma maneira (p. 6)</p>	<p>Adicionou-se variável IDE (FDI) nos modelos ao se considerar retornos subsequentes, de forma a se controlar minimamente os efeitos, com suporte em Baker, Wurgler e Yuan (2012). Vale se ressaltar que as evidências têm confirmado tanto aumento de IDE quanto maior integração seguindo adoção IFRS, conforme Gordon, Loeb e Zhu (2012) e Dhaliwal et al. (2019)</p>
23	<p>No trecho “Embora se reconheça as limitações em torno das análises apresentadas na Figura 1”, Fiquei na dúvida se esta análise, a partir da figura 1, ajuda ou atrapalha seus argumentos. Talvez haja problemas na forma de obtenção da variável $R_m - R_f$, visto que o R_f é constante ao longo de todos os meses de um determinado ano. Tb pensei em ser necessário considerar o risco país nessa análise. Também pensei em você ter problemas com esses mercados em períodos mais remotos/antigos. Talvez reduzir o período anterior às IFRS seja uma possibilidade (p. 8)</p>	<p>Ajustado o período anterior à adoção IFRS, iniciando-se de 2004. Em relação ao risco país, espera-se que os efeitos das variáveis refletindo fundamentos de cada país captem aquele risco</p>
24	<p>No trecho “constata-se que, no geral, as séries de retorno de mercado tendem a se associar negativamente ao sentimento global em ambos os períodos relacionados à adoção integral do padrão IFRS”, não sei se concordo com isso, pois em 3 dos 5 países a correlação é não significativa após a adoção das IFRS (p. 8)</p>	<p>Trecho excluído, dado que se referia a análise exploratória na fase inicial do projeto</p>
25	<p>No trecho “espera-se que tal evento ocorra mais fortemente nesses mercados seguindo adoção do padrão IFRS”, Por que desconsiderar o efeito da melhoria da qualidade das informações contábeis? Eu iria para um efeito combinado. Se o contágio for mais forte vai reforçar o efeito, mas se a qualidade for mais forte vai mitigar o efeito. E por fim, pode ser que o efeito qualidade anule o efeito contágio, mas sem reverter o sinal (p. 27)</p>	<p>Ajustado ao longo do texto</p>
26	<p>No trecho “espera-se que a adoção do padrão IFRS por países emergentes da América Latina tenha tornado o índice P/E mais sensível ao sentimento global”, mesmo que falei no comentário anterior: por que você está ignorando o efeito da adoção das IFRS no aumento da qualidade das informações contábeis? (p. 27)</p>	<p>Ajustado ao longo do texto</p>
27	<p>No trecho “espera-se que esse efeito se propague em mercados emergentes via sentimento global e adoção do padrão IFRS por esses países”, idem do que falei para H1 e H2 (p. 28)</p>	<p>Ajustado ao longo do texto</p>

28	Não seria melhor fazer com mais países emergentes (que não fossem apenas na América Latina) para poder explorar melhor a questão de diferentes “modelos” de adoção das IFRS? (p. 30)	Optou-se por realizar os testes apenas com países da América latina no escopo da Tese, considerando-se tal condição uma limitação da tese e, portanto, refletindo-se em oportunidade para futuras agendas
29	Na Equação 5, qual preço (de quando)? Você tem alguma preocupação com a liquidez das ações (ou índice de presença em bolsa) (qualidade dos ativos)? (p. 37)	Ajustado, conforme 1º parágrafo da página 45
30	Sobre <i>Sent^{Local}</i> , você não acha que se o efeito contágio pelas IFRS existir, isso também não vai afetar o sentimento local? Mais ainda, a adoção das IFRS também não deveria ter algum efeito no sentimento local, por conta da melhoria da qualidade das informações contábeis? (p. 41)	Ajustado, conforme expresso na argumentação e nos modelos da seção 3.3
31	Tobit na regressão com R2: examinar se a variável não se concentra nos extremos (p. 42)	Variável não se concentra nos extremos, portanto não demanda uso do TOBIT
32	Discussão dos efeitos positivos e negativos da adoção do IFRS, principalmente do value relevance	Ajustado, conforme expresso na argumentação ao longo do texto
33	Separar os efeitos qualidade x contágio? A discussão tem que ser centrada nisso	Ajustado, conforme expresso na argumentação ao longo do texto
34	Repensar figura do desenho de tese	Ajustado, conforme Figura 1
35	Refletir sobre países da amostra (Colômbia?)	Ajustado, conforme texto ajustado na subseção 3.1
36	Destacar <i>Sent^{Local}</i> nas regressões	Ajustado, conforme equações 2, 5, 6, 7, 8, 13 e 14
37	Modelo value relevance: refletir sobre informações trimestrais e efeitos contábeis apenas captados no ano (impairment, por exemplo)	Foram realizados testes com informações trimestrais e anuais, ao menos, no nível firma e considerando-se os diferentes componentes da informação contábil
Prof. Cássio Bessaria		
38	Incluir período no objetivo	Ajustado, conforme texto na subseção 1.2
39	Melhorar redação dos objetivos específicos	Ajustado, conforme texto na subseção 1.2

40	<p>Como a adoção de um padrão ou regra internacional afeta o sentimento global? Aumenta previsibilidade? Como funcionava a relação antes da adoção e qual a expectativa após a adoção?</p> <p>Esse ponto fica confuso, quando você diz que a adoção do IFRS aumentou o fluxo financeiro e na sequência diz que a adoção do padrão IFRS por países emergentes poderia se refletir em intensificação dos efeitos adversos do sentimento global. Minha expectativa era outra (suavização dos efeitos adversos e aumento da previsibilidade)</p>	Ajustado, conforme expresso na argumentação ao longo do texto
41	Quanto a figura 2, talvez seja interessante separar os efeitos com o IFRS e sem IFRS	Ajustado, conforme Figura 1
42	Você pretende avaliar ou modelar o risco? Esses mercados ficam mais voláteis?	<p>Já há pesquisa nessa linha (artigo publicado no EBFIN 2021). Ademais, as evidências de que o sentimento global se constitui em preditor contrário de retornos subsequentes de mercado após período de adoção do padrão IFRS, fornecem indícios de que a adoção do padrão pode ter contribuído para maior volatilidade desses mercados, similar aos argumentos de Baker, Wurgler e Yuan (2012). A despeito desse fato, tal sugestão se constitui em limitação da tese, conforme argumentado na seção Conclusão, em que se sugere, como futuras agendas, o exame de outros atributos relacionados aos preços de ativos</p>
43	<p>Quem será sua variável de sentimento? Não é possível calcular? A commodity petróleo ainda movimenta o mundo, poderia utilizar os relatórios da OPEP para pensar em algo ou fazer análise de redes sociais (o problema é retroceder) ou ponderar o índice de volatilidade global com outras variáveis... enfim, apenas uma sugestão. O mesmo é verdade para o sentimento local</p>	Ajustado, procedeu-se a construção de índice de sentimento global
44	Pág. 30: como se deu a escolha dos países?	Os quatro primeiros parágrafos da subseção 3.1 apresentam argumentação nessa direção (p. 30)
45	Pág 32, equação 2: IFRS_Tratamento é uma dummy? Ainda nessa equação, você pretende projetar o retorno?	Questões esclarecidas na arguição da qualificação

46	Quais são as variáveis de controle?	Apenas para Equação 3 (projeto de qualificação) não constavam controles pertinentes, sendo tal questão ajustada, conforme ajuste da referida Equação e demais modelos
47	Pág. 35, equação 3: como você garante a independência entre o sentimento global e o sentimento local?	Questão esclarecida na arguição da qualificação: dado que sentimento local é representado pelos resíduos de uma regressão do sentimento total no sentimento global, por construção, sentimento local e global são independentes
48	Pág. 36, equação 4: não há interação entre IFRS e o sentimento local?	Ajustado, conforme texto ajustado nas Equações 2, 5, 6, 7, 8, 13 e 14
49	É importante ressaltar os instrumentos que serão utilizados	Instrumentos reportados nos procedimentos metodológicos e nas análises dos resultados
50	Pág. 38: Eu não entendi a expressão 6, tendo em vista que o R^2 é determinado por um conjunto de variáveis e, logo após, ele passa a ser explicado por um conjunto de outras variáveis	Nessa modalidade de testes, busca-se captar se o sentimento global afeta o value relevance conjunto das variáveis contábeis, por essa razão se utiliza o coeficiente de determinação como variável explicativa
51	Pág. 39: A equação 7 é análoga a expressão 6? Se sim, como se deu a passagem?	Não, a Equação 7 (atual Equação 14) é estimada no nível firma e considera o value relevance de cada atributo contábil, ao passo que a Equação 6 (atual Equação 13) é estimada no nível país e considera o value relevance conjunto das variáveis contábeis

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

APÊNDICE D – ÍNDICES DE SENTIMENTO GLOBAL E SENTIMENTO LOCAL ESTIMADOS VIA ÍNDICES AMPLOS DE MERCADOS

Considerando-se que não há medida definitiva para o sentimento do investidor até o presente o momento e, portanto, tal direção de pesquisa continua aberta ao debate em finanças (ZHOU, 2018), buscou-se, nesta pesquisa, o desenvolvimento de medidas alternativas para o sentimento total, global e local ao se considerar diferentes países. A esse respeito, Baker *et al.* (2012) destacam a dificuldade de disponibilidade de *proxies* internacionais de sentimento e, por conseguinte, a restrição da empregabilidade dessas *proxies* em pesquisas multi-países.

No contexto dessa dificuldade de disponibilidade de dados, Yang e Zhou (2015) desenvolveram abordagem de construção de índice de sentimento do investidor que permite contornar tal dificuldade. A abordagem se baseia em quatro *proxies* para sentimento (índice de força relativa – *RSI*, índice de linha psicológica – *PSY*, volume de negociação – *VOL* e *turnover* ajustado – *ATR*) extraídas de índice amplo do mercado da China (*Shanghai Composite Index*), tal índice como *proxy* para carteira de mercado desse país. Destaca-se que Yang e Zhou (2015) apontaram evidências significantes para impacto do índice de sentimento construído no excesso de retorno de diferentes formulações de carteiras.

Yang e Zhou (2015) apontam a utilidade da abordagem de construção do índice para futuras agendas de pesquisa em torno da precificação de ativos. Vale destacar a facilidade de acesso as séries de preços de índices amplos de mercados de diversos países em diversos meios, inclusive, em portais que permitem acesso gratuito (*yahoo!finance*, por exemplo), o que viabiliza a construção de índices de sentimento para diversos países. Ademais, combinando-se as abordagens de Yang e Zhou (2015) e Baker *et al.* (2012), torna-se possível a construção de índices de sentimento global e local, o que fornece abordagem adicional para estimação dessas fontes de sentimento. Baseando-se nessas motivações, executou-se os passos a seguir detalhados para construção dos índices de sentimento global e local dos países da amostra desta investigação.

Primeiro, estima-se o sentimento total dos países a partir de seus índices amplos seguindo a abordagem de Yang e Zhou (2015). Para tal, utiliza-se três *proxies* calculadas a partir das cotações das séries de índices, quais sejam, o índice de força relativa – *RSI*, índice de linha psicológica – *PLY* e a proporção de altas em relação às baixas (*AD*). Ressalte-se que a *proxy AD* substitui as medidas volume de negociação – *VOL* e *turnover* ajustado – *ATR* aplicadas em Yang e Zhou (2015), uma vez que as séries de índices acessadas apresentam baixa qualidade

(*gaps*) ou não possibilitam o cálculo dessas medidas no período analisado. A seguir detalha-se a fundamentação e o cálculo daquelas três medidas.

Índice de força relativa (RSI): indicador de mercado popular que aponta se o mercado está vendido em excesso (*oversold*) ou comprado em excesso (*overbought*) (YANG; ZHOU, 2015). O *RSI* é calculado como segue em AD1:

$$RSI_t = 100 \times RS_t / (1 + RS_t) \quad (AD1)$$

$$RS_t = \frac{\sum_{t=1}^T \max(P_t - P_{t-1}, 0)}{\sum_{t=1}^T \max(P_{t-1} - P_t, 0)} \quad (AD2)$$

Em que P_t é o preço de fechamento do ativo no dia t , P_{t-1} é o preço de fechamento do ativo no dia $t - 1$ e T é o total de dias negociados no mês. O mercado está comprado em excesso com *RSI* de 80, ao passo que está vendido em excesso com *RSI* de 20 (YANG; ZHOU, 2015).

Índice de linha psicológica (PSY): o índice capta o número de movimentos de alta em dado período, bem como reversões de curto prazo nos preços e estabilidade psicológica de investidores (SEOK *et al.*, 2019). O *PSY* é calculado como segue em AD3:

$$PSY_t = \frac{T^u}{T} \times 100 \quad (AD3)$$

Em que T^u é o número de dias quando o preço de fechamento do ativo no tempo t é maior que seu preço de fechamento no tempo $t - 1$, e T é a quantidade de dias negociados no mês. O mercado está comprado em excesso com *PSY* de 75, ao passo que está vendido em excesso com *PSY* de 25 (YANG; ZHOU, 2015).

Proporção de altas e baixas (AD): o indicador capta a razão entre a quantidade de dias em que o preço do ativo no dia t é maior que seu preço no dia $t - 1$ e a quantidade de dias em que o preço do ativo no dia t é menor que seu preço no dia $t - 1$ em uma janela mensal. O indicador *AD* é calculado como segue em AD4:

$$AD_t = \frac{T^a}{T^d} \quad (\text{AD4})$$

Em que T^a é o número de dias quando o preço de fechamento do ativo no tempo t é maior que seu preço de fechamento no tempo $t - 1$, e T^d é o número de dias quando o preço de fechamento do ativo no tempo t é menor que seu preço de fechamento no tempo $t - 1$, considerando-se uma janela mensal. Quanto maior esse indicador, maior o sentimento (ou mercado *bullish*) (JITMANEEROJ, 2017).

As três *proxies* de sentimento são calculadas para estimar o sentimento total dos cinco países da América Latina considerados nesta pesquisa, quais sejam, Argentina, Brasil, Chile, México e Peru, considerando-se seus principais índices amplos de mercado, que são os seguintes: Argentina: Merval; Brasil: Ibovespa; Chile: IPSA; México: IPC; Peru: SPBLPGPT. Além disso, as referidas *proxies* também são calculadas para dez índices amplos das bolsas representativas das dez maiores capitalizações no ano de 2019, segundo o *World Federation of Exchange* (WFE), quais sejam: Estados Unidos da América: índices NYSE e NASDAQ; Japão: Nikkei 225; China: índices Hang Seng, Shanghai e Shenzhen; França: Euronext 100; Reino Unido: FTSE 100; Canadá: S&PTSX; e Índia: S&P BSE Sensex.

Quadro 5 – Detalhamento de índices amplos de mercado

País	Bolsa ¹	Índice	Código para coleta ²
Argentina	Bolsa y Mercados Argentinos	Merval	^MERV
Brasil	B3 - Brasil Bolsa Balcão	Ibovespa	^BVSP
Canadá	TMX Group	S&PTSX	^GSPTSE
Chile	Bolsa de Comercio de Santiago	IPSA	^IPSA
China	Shanghai Stock Exchange	Índice Shanghai	000001.SS
	Hong Kong Exchanges and Clearing	Índice Hang Seng	^HSI
	Shenzhen Stock Exchange	Índice Shenzhen	399001.SZ
Estado Unidos da América	NYSE	Índice NYSE	^NYA
	Nasdaq - US	Índice NASDAQ	^IXIC
França	Euronext	Euronext 100	^N100
Índia	National Stock Exchange of India	BSE Sensex	^BSESN
Japão	Japan Exchange Group	Nikkei 225	^N225
México	Bolsa Mexicana de Valores	IPC	SPCLXIGPA.SN
Reino Unido	LSE Group	FTSE100	^FTSE
Peru	Bolsa de Valores de Lima	SPBLPGPT	^SPBLPGPT

Nota: ¹ Informações extraídas do *World Federation of Exchange* (WFE). ² Informações extraídas do portal *yahoo!finance*.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Ressalta-se que a capitalização daquelas bolsas de valores representa cerca de 76% da

capitalização total no ano de 2019, conforme *World Federation of Exchange* (WFE), apontando para certa representatividade dessas bolsas em torno do globo. Todas as séries foram coletadas via *package quantmod* no software R, utilizando-se a base de dados do portal *yahoo!finance* e considerando o período jan/2004 até dez/2019. O Quadro 5 sumariza as informações acima.

A Tabela 32 apresenta a média e o desvio padrão das medidas calculadas para cada *proxy* de sentimento. Destaca-se o índice NASDAQ exibindo as três maiores médias para RSI, PSY e AD dentre os demais índices, o que aponta para o mercado americano exibindo tendência de mercado *bullish* (ou alto sentimento) no período examinado.

Tabela 32 – Descrição das *proxies* para o sentimento total

Índice	RSI		PSY		AD	
	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão
Merval	54,80	16,00	53,90	11,60	1,34	0,73
Ibovespa	53,20	13,00	52,20	10,00	1,20	0,54
S&PTX	54,10	12,00	54,50	9,32	1,32	0,63
IPSA	54,10	16,10	52,10	12,60	1,26	0,72
Shanghai	52,00	15,30	53,40	12,40	1,34	0,82
Hang Seng	53,10	13,80	52,60	10,70	1,24	0,62
Shenzhen	51,80	14,80	51,70	11,70	1,23	0,70
NYSE	54,50	12,30	54,20	9,37	1,28	0,52
NASDAQ	55,50	13,50	55,10	11,50	1,40	0,71
Euronext 100	53,90	12,40	53,30	10,30	1,27	0,59
BSE Sensex	55,00	15,10	53,30	12,10	1,32	0,73
Nikkei 225	53,50	13,20	52,50	10,30	1,27	0,92
IPC	53,90	13,50	53,40	10,60	1,27	0,56
FTSE100	53,00	11,70	52,30	9,77	1,20	0,51
SPBLPGPT	54,20	18,30	53,20	13,50	1,39	1,05

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Considerando-se que cada *proxy* é provável incluir componente de sentimento, estimou-se uma análise de componentes principais (ACP) para extrair a componente comum das *proxies* para cada índice (YANG; ZHOU, 2015), o que resulta em índices de sentimento total para cada país. Todas as *proxies* foram ortogonalizadas pelo retorno de mercado em excesso, de forma a se extrair a dependência das *proxies* dessa medida fundamental, similarmente ao aplicado por Yang e Zhou (2015), regredindo-se cada *proxy* de sentimento no retorno em excesso de mercado – diferença entre o retorno mensal do índice amplo e a taxa livre de risco (T-bill de 1 mês disponível no sítio do prof. Kenneth R. French, no seguinte link: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/index.html>). Considerando-se a literatura em torno da relação das três *proxies* com o sentimento do investidor, espera-se que as cargas dessas variáveis se apresentem positivas no procedimento de ACP (JITMANEEROJ, 2017; YANG;

ZHOU, 2015). A Tabela 33 detalha as informações das ACP estimadas para cada país.

Tabela 33 – Estimações de índices de sentimento total

Índice	Cargas			% Variância explicada pela 1ª componente
	RSI	PSY	AD	
Merval	0,504	0,619	0,602	75,86
Ibovespa	0,392	0,643	0,657	69,70
S&PTX	0,490	0,619	0,614	74,44
IPSA	0,476	0,629	0,614	73,83
Shanghai	0,424	0,658	0,622	66,71
Hang Seng	0,429	0,635	0,642	71,29
Shenzhen	0,414	0,665	0,622	67,45
NYSE	0,466	0,625	0,626	75,40
NASDAQ	0,484	0,619	0,619	77,52
Euronext 100	0,463	0,617	0,636	74,74
BSE Sensex	0,518	0,604	0,605	80,49
Nikkei 225	0,502	0,607	0,615	71,20
IPC	0,415	0,643	0,643	72,71
FTSE100	0,404	0,642	0,651	71,88
SPBLPGPT	0,543	0,610	0,577	76,20

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Conforme Tabela 33, constata-se que todas as cargas se apresentaram positivas, conforme a expectativa teórica, indicando que as três *proxies* aumentam o sentimento em torno dos índices amplos de mercado. Vale destacar que as estimações exibem elevados percentuais de variância explicada pela primeira componente, o que indica que um fator captura grande parte da variação comum; para efeitos de comparação, Yang e Zhou (2015) apontaram 54,78% de variação explicada pela primeira componente em suas análises para o índice Shanghai, ao passo que, considerando-se a abordagem aqui construída, alcança-se 66,71% de variação explicada pela primeira componente para aquele índice.

Estimados os índices de sentimento total para os índices amplos, o passo seguinte consistiu em estimar o índice de sentimento global. Para tanto, utilizou-se a abordagem de Baker *et al.* (2012), na qual se estima uma ACP com os índices de sentimento total representativos dos países, sendo a primeira componente principal da ACP, a medida que reflete o índice de sentimento global. A escolha dos índices de sentimento total para formação do índice global levou em consideração a representatividade da bolsa a qual o índice representa na capitalização global de mercado no ano de 2019, elegendo-se, portanto, as dez maiores bolsas mundiais nesse critério e com índices amplos disponíveis (representatividade de cerca de 76% da capitalização total no ano de 2019). Assim, os índices selecionados foram os seguintes: NYSE, NASDAQ, Nikkei 225, Hang Seng, Shanghai, Shenzhen, Euronext 100, FTSE 100, S&PTX e S&P BSE

Sensex.

O índice resultado do procedimento de ACP é expresso em AD5:

$$\begin{aligned}
 Sent_t^{Global} = & 0,437NYSE + 0,381NASDAQ + 0,216NIKKEI225 \\
 & + 0,282HANG_{SENG} + 0,021SHANGHAI + 0,023SHENZHEN \\
 & + 0,368EURONEXT100 + 0,349FTSE100 + 0,425S\&PTX \\
 & + 0,314S\&PBSE_{SENSEX}
 \end{aligned}
 \tag{AD5}$$

Todas as cargas são positivas, indicando que o sentimento total derivado dos índices amplos contribui positivamente para o sentimento global. Ressalta-se que os índices Shanghai e Shenzhen exibem cargas muito próximo de zero, sinalizando pouca contribuição ao índice construído. Vale destacar que, nesse contexto, Han e Li (2017) já apontaram argumentos em torno da fraqueza de relação do sentimento do mercado chinês com o sentimento global, dada as restrições de investimentos naquele mercado. Por outro lado, o índice NYSE apresentou a maior carga (0,437), confirmando a relevância do mercado norte americano em direcionar o sentimento global, conforme já destacado em Baker *et al.* (2012).

Convém destacar que os índices de sentimento total, com exceção dos índices Shanghai e Shenzhen, exibem correlação positiva e significativa com o índice de sentimento global resultante da ACP. Ressalta-se, ainda, que a primeira componente explica 27,90% da variação comum, indicando que o primeiro componente captura a maior parte da variação comum dentre os dez componentes.

Embora não haja teste explícito sobre a qualidade ou adequabilidade de índices construídos de sentimento, Baker e Wurgler (2007) apontam a capacidade da medida de sentimento em prever retornos como um dos testes mais fortes no contexto de exame dos efeitos do sentimento.

Nessa linha, realizou-se um teste simples comparativo entre a medida construída de sentimento global nesta seção (denominada $Sent^{Global}$) e a medida do sentimento do investidor norte americano (denominada $Sent^{BW}$) estimada por Baker e Wurgler (2006) (disponível no sítio do prof. Jeffrey Wurgler no seguinte link: <https://pages.stern.nyu.edu/~jwurgler/>), no que tange a prever retornos subsequentes (um mês a frente) da carteira de mercado construída por Fama e French (1993) para o mercado norte americano (disponível no sítio do prof. Kenneth R. French, no seguinte link: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/index.html>),

considerando-se o período jan/2004 até dez/2018. A Tabela 34 aponta os resultados das estimativas:

Tabela 34 – Retornos de mercado e medidas de sentimento global

	Variável dependente: $Ret_{MKT,t+1}$			
	Coefficiente	t	Coefficiente	t
$Sent^{Global}$	-0,006*	-1,853		
$Sent^{BW}$			-0,004	-1,401
Intercepto	0,007**	2,218	0,007**	2,209
N	180		180	
Estatística F	3,435*		1,962	
R^2 ajustado	0,013		0,005	

Nota: * significância ao nível de 10%; ** significância ao nível de 5%

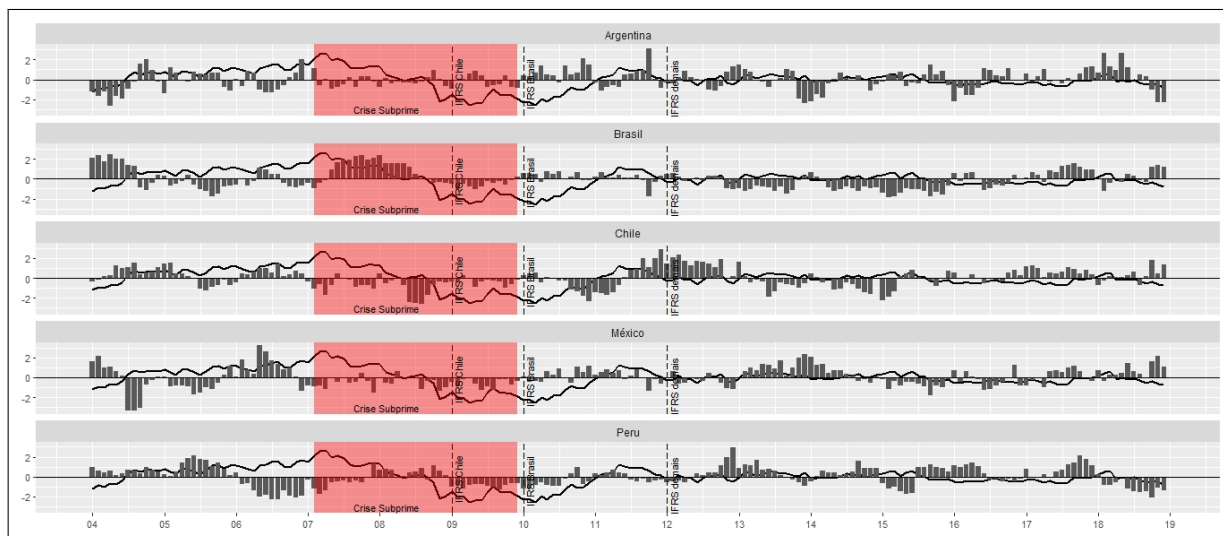
Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Não foram constatados indícios de problemas em torno de heterocedasticidade e autocorrelação nas duas estimativas, conforme os testes aplicados (Breusch-Pagan e Breusch-Godfrey). Conforme Tabela 34, apenas o índice $Sent^{Global}$ prediz menores retornos de mercado subsequentes de maneira significativa. Vale ressaltar que apenas o modelo considerando $Sent^{Global}$ apresenta estatística F significativa e mais que o dobro do coeficiente de determinação apresentado pelo modelo tendo como preditor $Sent^{BW}$. Os resultados da Tabela 34, portanto, fornecem evidências de que a medida construída $Sent^{BW}$ alcança sua expectativa teórica, qual seja, quando o sentimento é alto, retornos subsequentes de mercado são menores.

Por fim, para se chegar ao sentimento local dos cinco países da amostra desta pesquisa (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru), regrediu-se o sentimento total estimado anteriormente para cada um desses países na medida de sentimento global construída e em cada um dos sentimentos totais dos demais países, de forma a se estimar um sentimento local livre tanto do sentimento global quanto do sentimento dos demais países da América Latina. Por exemplo, para se estimar o sentimento local do Brasil, regride-se o sentimento total estimado para o índice Ibovespa no índice de sentimento global construído e nos sentimentos totais estimados para os índices Merval, IPSA, IPC e SPBLPGPT; tal procedimento se repete para cada um dos quatro países restantes.

A figura 7 apresenta as séries dos sentimentos locais e global.

Figura 7 – Sentimento global e sentimento local em países da América Latina, janeiro de 2004 até dezembro de 2018.



Nota: A linha sólida destacada em preto representa o sentimento global, ao passo que as barras na cor cinza representam o sentimento local de cada país. As séries são padronizadas no período de análise. O eixo horizontal representa os meses, destacando-se os anos no gráfico.

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Pela Figura 7, é possível observar que, no geral, as séries de sentimento local tendem a acompanhar a tendência do sentimento global no evento originado pela crise do *subprime*, tal evento de proporções mundiais. Vale ressaltar que o sentimento global exibe leve tendência de alta no período que reflete adoção obrigatória do padrão IFRS pelos países Brasil e Chile, o que permite se examinar se o impacto do alto sentimento global é diferente entre os países ao se condicionar também a adoção obrigatória do padrão IFRS. Ressalta-se, ainda no contexto do evento adoção IFRS por Brasil e Chile, que ambos os países exibem períodos tanto de alto quanto de baixo sentimento local naquele evento, o que também permite exame de diferenças entre os países no que tange aos efeitos do sentimento local nos preços segundo o evento adoção do padrão IFRS.