UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE E CONTROLADORIA

**AVALIAÇÃO DA UTILIZAÇÃO E PRECIFICAÇÃO DE MODELOS CONTÁBEIS E
DE ANALISTAS NO MERCADO BRASILEIRO**

Aziz Xavier Beiruth

Orientador: Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima

Versão Corrigida

(versão original disponível na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

SÃO PAULO

2012

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Edgard Bruno Cornacchione Jr.
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Luis Eduardo Afonso
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

AZIZ XAVIER BEIRUTH

**AVALIAÇÃO DA UTILIZAÇÃO E PRECIFICAÇÃO DE MODELOS CONTÁBEIS E
DE ANALISTAS NO MERCADO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima

Versão Corrigida

SÃO PAULO

2012

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Beiruth, Aziz Xavier

Avaliação da utilização e precificação de modelos contábeis e de analistas no mercado brasileiro / Aziz Xavier Beiruth. – São Paulo, 2012. 85 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2012.

Orientador: Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima.

1. Contabilidade financeira 2. Mercado de capitais 3. Finanças 4. Analistas de mercado I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 657.48

**A minha família, pelo apoio,
incentivo e alegria.**

Agradeço à minha família, pelo apoio incondicional, e momentos de alegria e distração proporcionados quando mais precisava.

Aos professores José Elias Feres de Almeida e Fernando Caio Galdi pelos comentários enriquecedores na banca de qualificação e demais professores da FEA-USP pelo conhecimento transmitido. Ao Professor Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima pelo apoio e ensinamento durante toda essa jornada.

Aos funcionários da FEA-USP: Cristina, Rodolfo, Janaína e Evandro por todo auxílio prestado neste período. Aos meus amigos de curso que me ajudaram em todas as horas: Alexandre Gonzales, Alex Mussoi, Carlos Henrique, Cristiano Prudêncio, Felipe Viana, Fábio Calhau e Esmael Machado pelos momentos de estudo, alegria e descontração. E, em especial, aos amigos Ana Paula Capuano da Cruz, Anderson Feitosa, Rafael Sasso, Renata Takamatsu e Vinicius Lima pelos comentários e auxílios prestados durante o decorrer desta jornada.

A todos aqueles que de alguma forma contribuíram para a conquista deste sonho, meu Muito Obrigado!

**“I’m confident finance will assumed too much
continue to be a great ride into the indefinite future.”**

Eugene Fama

RESUMO

A presente pesquisa foi desenvolvida com o objetivo de avaliar o grau de acurácia dos modelos de avaliação baseado em informações contábeis e do preço-alvo indicado pelos analistas de mercado, quando comparados ao valor real da ação. Somado a este objetivo, o estudo busca verificar, via aplicação de questionário, a importância dos modelos de apuração contábeis e da contabilidade sob a ótica dos acadêmicos e dos analistas de mercado que atuam no Brasil. Para chegar às conclusões do trabalho, foram utilizadas abordagens qualitativas, através do envio de questionários a acadêmicos e analistas de mercado, e uma análise quantitativa que, por meio de testes estatísticos, buscou verificar qual dos resultados, dentre o indicado pelo Modelo de apuração contábil Ohlson-Juettner (OJ) e o fornecido pelos analistas de mercado, ficou mais próximo ao valor real da ação. Para a análise qualitativa, a amostra do estudo compreendeu alunos dos cursos de graduação e pós-graduação das áreas correlatas às finanças, e analistas de mercado que cobrem as empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Na parte quantitativa, a amostra continha as empresas listadas no Índice Brasil (IBrX), com o banco de dados formado por informações financeiras no período de 2004 a 2011. Os resultados da pesquisa qualitativa indicaram conformidade entre os dois questionários de que os modelos de avaliação baseados em informações contábeis poderiam ser mais utilizados pelo mercado financeiro, assim como as áreas do conhecimento mais importantes para a formação do preço da ação são a administração, contabilidade e economia. Os testes estatísticos mostraram uma maior similaridade entre o valor da ação e o modelo de precificação contábil OJ quando comparado ao preço-alvo indicado pelos analistas de mercado, o que corrobora a opinião dos respondentes dos questionários de que os modelos de avaliação baseados em informações contábeis poderiam ser mais utilizados no mercado de capitais.

Palavras-chave: Modelos de Apuração Contábeis, Analistas de Mercado, Ohlson-Juettner, Mercado de Capitais.

ABSTRACT

This research was developed to evaluate the degree of accuracy of accounting based valuation models and target price indicated by market analysts as compared to the actual value of the action. Added to this goal by questionnaire to verify the importance of accounting pricing models and accounting from the perspective of academics and analysts who work in Brazil. To reach the conclusions of the study, we used qualitative approaches, by sending questionnaires to academics and market analysts and quantitative analysis, which by statistical tests aimed to verify which of the results from the accounting based valuation model Ohlson-Juettner (OJ) or the results provided by market analysts was closer to the actual value of the action. The study sample for the qualitative part consisted of undergraduate students and graduate of the areas related to finance and market analysts covering Brazilian companies listed on the Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). In the quantitative part of the sample contained in Índice Brasil (IbrX) listed companies, the database consists of financial information for the period 2004 to 2011. The results of qualitative research indicated consistency between the two questionnaires that accounting based valuation models could be mostly used by financial markets as well as areas of knowledge most important for the formation of the share price are the administration, accounting and economics. Statistical tests showed a greater similarity between the stock price and accounting OJ pricing model when compared to the target price indicated by market analysts, which corroborates the opinion of the respondents that the accounting models could be used more in the capital markets.

Keywords: Pricing Financial Models, Market Analysts, Ohlson-Juettner, Capital Markets.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS	2
LISTA DE TABELAS	3
LISTA DE GRÁFICOS	4
1 INTRODUÇÃO	5
1.1 Problema de pesquisa	10
1.2 Objetivos.....	11
1.3 Formulação das hipóteses de pesquisa	12
1.4 Justificativas do estudo	12
1.5 Estrutura do trabalho	14
2 PLATAFORMA TEÓRICA	16
2.1 Contabilidade e mercado de capitais	16
2.2 Analistas de mercado e a precificação de ativos	18
2.3 Finanças comportamentais e a decisão do investidor	25
2.4 A expansão da BM&FBOVESPA como justificativa de Estudo	28
2.5 Modelo de Ohlson-Juettner	30
3 PROCEDER METODOLÓGICO	32
3.1 Análise qualitativa: aplicação de questionário	32
3.1.1 Pré-teste.....	34
3.2 Análise quantitativa: aplicação de modelos de precificação	35
3.2.1 Amostra utilizada	35
4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	37
4.1 Questionários	37
4.1.1 Opinião dos acadêmicos	37
4.1.2 Opinião dos analistas de mercado	42
4.1.3 Conclusões a respeito dos questionários	46
4.2 Estudo quantitativo comparativo	49
4.2.1 Metodologia de Cálculo do Modelo OJ	50
4.2.2 Testes estatísticos para a comparação das amostras com o Valor Real da Ação	50
4.2.3 Resultados Modelo OJ	52
4.2.4 Resultados de analistas de mercado	53
4.2.5 Aplicação do Teste de Sinais com Postos de Wilcoxon	53
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	55
REFERÊNCIAS	58
APÊNDICES	68

LISTA DE ABREVIATURAS

APIMEC:	Associação Nacional dos Analistas e Profissionais de Investimento de Mercado de Capitais
BM&F:	Bolsa de Mercadorias & Futuros
BM&FBOVESPA:	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
BOVESPA:	Bolsa de Valores de São Paulo
CAPES:	Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior
CAPM:	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CPC:	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM:	Comissão de Valores Mobiliários
DCF:	Fluxo de Caixa Descontado
DDM:	<i>Dividend Discounted Model</i>
FASB:	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
FCD:	Fluxo de Caixa Descontado
FEA-USP:	Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo
FIPECAFI:	Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
GAAP:	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
IBRI:	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
IBrX:	Índice Brasil
IFRS:	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IPCA:	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPO:	<i>Initial Public Offering</i>
OJ:	<i>Ohlson-Juettner</i>
PIB:	Produto Interno Bruto
RI:	Relação com Investidores
RIV:	<i>Residual Income Valuation</i>
WACC:	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Formação dos respondentes por nível de escolaridade	38
Tabela 2 - Opinião dos acadêmicos sobre a importância das áreas do conhecimento	40
Tabela 3 - Opinião dos analistas sobre a importância das áreas do conhecimento na precificação de ativos	45
Tabela 4 – Estatística descritiva da amostra.....	49
Tabela 5 - Resultado dos testes de normalidade para as amostras	51
Tabela 6 - Resultado do teste dos sinais para o Modelo OJ x Valor da Ação.....	52
Tabela 7 - Resultado do teste dos sinais para o Resultado Analistas x Valor da Ação.....	53
Tabela 8 - Resultados do Teste de Sinais com Postos de Wilcoxon	54

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Valorização IBOVESPA (2000 a 2011)	29
Gráfico 2 - Formação dos respondentes - Questionário para Acadêmicos	38
Gráfico 3 - Grau de relevância dos modelos contábeis para se precificar uma ação	39
Gráfico 4 - Ferramentas mais importantes para a precificação de ativos.....	41
Gráfico 5 - Formação acadêmica dos analistas de mercado.....	43
Gráfico 6 - Modelos utilizados pelos analistas de mercado	44
Gráfico 7 - Modelos de precificação contábeis poderiam ser mais utilizados pelo mercado ..	45
Gráfico 8 - Relevância dos modelos contábeis para se precificar uma ação (analistas x acadêmicos)	47
Gráfico 9 - Modelos de precificação contábeis poderiam ser mais utilizados pelo mercado (analistas x acadêmicos)	47
Gráfico 10 - Modelos mais importantes para se precificar ativos (analistas x acadêmicos)....	48

1 INTRODUÇÃO

A busca por comprar determinado item por um preço abaixo de seu valor de mercado acaba por criar mecanismos que captem as informações de que este item está subavaliado e, com isso, se possa auferir um lucro com sua posterior venda. Este é o objetivo básico de se realizar apreçamento de ações e outros ativos financeiros, atividade esta realizada pelos analistas de mercado. E, como destacam Ball, Robin e Sadka (2008), todas as atividades econômicas, relatórios financeiros e atividades semelhantes são custosas e de certo modo limitadas.

Com isso, a utilização dos recursos e mecanismos para possuir a melhor ferramenta de análise de ativos possível é buscada pela maioria das frentes de estudo que têm como tópico de pesquisa o apreçamento de ativos financeiros. Ferramentas mais robustas realizam análises mais positivas e maior confiabilidade do resultado gerado, aproximando-se do valor justo do ativo que é a informação requerida pelo mercado como um todo. Estes pontos levam a contabilidade e demais ciências a estudar o apreçamento de ativos.

O processo de avaliação de ativos surge como uma alternativa crucial aos investidores para apoiá-los em suas decisões de investimento, visto que contorna a assimetria de informação. Este conceito é definido por Healy e Palepu (1993) como a diferença de informações existente entre agentes sobre informações financeiras ou econômicas de determinada empresa, existente entre os participantes do mercado.

A importância destas avaliações dá uma maior relevância aos profissionais que realizam esta tarefa, conforme cita Martinez (2007a, p. 6): “A emergência das atividades de pesquisas e análises financeiras no Brasil é a evidência *prima facie* da importância crescente das atividades dos analistas.”

A assimetria existente entre os participantes do mercado é quebrada pelos analistas de mercado conforme afirmam Dalmácio *et al.* (2010, p. 4):

Diante do fato de que os investidores não têm muita certeza da capacidade de geração de retornos dos investimentos (realizados ou a realizar), pois nem todas as informações estão disponíveis antes da sua aplicação, os investidores tendem a recorrer às previsões e recomendações dos analistas de investimento do mercado, como forma de diminuir a assimetria informacional existente.

Com isso, a informação fica mais transparente para os investidores em geral, pois os analistas conseguem transformar as informações divulgadas sobre determinada empresa em projeções de resultado para ela, o que acaba por dar maior confiabilidade sobre a situação econômico-financeira das empresas que são listadas para transações nas bolsas de valores e consequentemente gera mais negócios.

Entretanto, alguns pesquisadores destacam outro fator interessante que vai de encontro à lógica da quebra de assimetria de informações. Hugon e Muslu (2010) enfatizam o incentivo que os analistas possuem para dar maior destaque às notícias positivas da companhia e minimizar notícias de impacto negativo, acabando por gerar previsões ineficientes e não conservadoras. A ideia de previsões ineficientes, dado este maior apelo a boas notícias, também ocorre de acordo com Easterwood e Nutt (1999).

A necessidade de uma avaliação de ativos robusta destaca a importância da contabilidade no processo decisório de compra e venda de ativos pois, como destaca Penman (2010, p. 1), “Previsão financeira, determinação do risco e *valuation* são questões centrais da contabilidade”¹. O *Financial Accounting Standards Board* (FASB, 1978) também ressalta a importância das informações contábeis no fornecimento de informações para investidores, credores e analistas avaliarem o fluxo de caixa e demais demonstrações que possuem o objetivo de precificar determinada empresa ou negócio.

No Brasil, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC, 2008) define o objetivo das demonstrações contábeis como fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o desempenho e as mudanças na posição financeira da entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários em suas avaliações e tomadas de decisão econômica.

As mais diversas formas de avaliação de investimentos estão presentes em toda a economia mundial, com grandes empresas e analistas trabalhando diária e incessantemente na busca de uma projeção mais precisa sobre o preço de determinado ativo de certa empresa. E, recentemente, esse mercado global passou a ter um interesse maior nos ativos pertencentes à economia brasileira.

¹ “*Financial forecasting, risk determination and valuation are a matter of accounting.*”

Importantes fatores levaram a economia brasileira a ocupar maior destaque internacional, e consequentemente ao maior aporte de recursos estrangeiros, como a elevação do Brasil à categoria de investimento, pela agência de classificação de risco Standard & Poor's em 2008. Este fato elevou a classificação do Brasil frente a outras economias e fez o país subir um patamar, visto que o retirou do nível de economias especulativas para o nível não especulativo, o que é mais um fator de percepção de baixo risco da economia brasileira em relação ao mercado global. A melhora da economia também elevou o interesse da população brasileira no mercado de capitais, como forma de investimento.

O maior potencial de recursos, tanto interno quanto externo, fez com que empresas que estavam fora deste mercado buscassem uma abertura de capital, assim como investidores que não participavam de negociações no mercado acionário brasileiro procurassem uma maior gama de informações sobre este mercado em crescimento, o que ocasionou o crescimento deste mercado.

O crescimento do mercado acionário no Brasil também foi impulsionado pela criação, por parte da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, o que trouxe mais segurança aos investidores no momento de analisar qual o melhor investimento a se realizar, pois, como ressalta Lima (2005, p. 31):

Governança Corporativa é a criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas são tomadas no melhor interesse dos investidores, de forma a maximizar a probabilidade de os fornecedores de recursos obterem para si o retorno sobre seus investimentos.

O desenvolvimento da governança corporativa iniciado em 2002 foi importante na angariação de novos investidores como argumentam Garcia, Sato e Caselani (2004), que analisaram a relação entre maiores níveis de transparência das empresas e a criação de valor para os acionistas, com aumento do interesse de investidores institucionais e da liquidez da empresa, e chegaram a uma correlação positiva entre os fatores.

Em linha com os argumentos apresentados, é perceptível o desenvolvimento do mercado de capitais e sua importância para o desenvolvimento e aprimoramento do mercado financeiro do Brasil, como destaca Martinez (2001).

Com isso, as empresas brasileiras listadas no segmento BOVESPA passaram a ter uma atenção maior por parte dos investidores, tanto brasileiros quanto estrangeiros. Este fato ocasionou um crescimento no número de relatórios de precificação de empresas por analistas de mercado e empresas especializadas neste tipo de serviço, o que acaba por ajudar no fortalecimento do setor no país.

De acordo com Copeland (2000), a avaliação de empresas se tornou muito importante no mercado de ações de países como o Brasil, já que o crescimento do setor e o maior interesse estrangeiro geram maior liquidez e, desta forma, é cada vez mais relevante a parcela de investidores que buscam investir no mercado brasileiro.

O aumento do interesse no mercado de capitais e, conseqüentemente, maior quantidade de informação disponível também refletiu num maior interesse acadêmico, o que gerou maior quantidade de artigos e pesquisas voltadas à correlação entre a informação contábil e o mercado de capitais, e ao crescimento e desenvolvimento deste setor no Brasil.

Com o objetivo de propiciar aos investidores maior rentabilidade do capital investido, por intermédio de uma avaliação mais precisa, os analistas utilizam diversos modelos de precificação de ativos, em conjunto, para angariar um maior índice de acertos nas previsões. Estes modelos estão em constante desenvolvimento e novos modelos surgem de pesquisadores de diversos ramos do estudo das finanças como das áreas de economia, administração, engenharia, matemática e contabilidade, por exemplo.

A contabilidade tem como função básica fornecer informações necessárias a seus usuários para a tomada de decisões e, com o passar do tempo, essas necessidades foram se modificando e seus dados passaram a se adaptar ao interesse crescente por fornecedores, potenciais clientes e investidores, sendo estes últimos os mais interessados nos modelos de precificação de ativos que a contabilidade poderia fornecer.

Esta Ciência mostrou grande evolução no desenvolvimento de modelos, buscando uma maior precisão na precificação de ativos com base nos indicadores contábeis e suas projeções, o que fez com que a contabilidade se desenvolvesse e deixasse de ser apenas um instrumento para valoração interna da empresa, com o objetivo de fornecer aos administradores um panorama

atual da empresa e passasse a ser uma ferramenta que os usuários externos utilizam para verificar o retorno de um possível investimento na companhia.

Entretanto, ao se estudar as análises e projeções que as empresas de *valuation* e analistas realizam no mercado brasileiro, foi percebida a utilização de diversos modelos das demais áreas que realizam estudos em finanças nestas análises, porém uma grande escassez de modelos de precificação contábeis por analistas.

Para buscar entender o porquê desta pouca utilização dos modelos de precificação contábeis, frente aos demais por parte dos analistas, como já destacado em outros estudos como os de Abarbanell e Bushee (1997), Wieland (2006) e Almeida *et al.* (2009), e verificar se este baixo índice de utilização dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis se aplica ao mercado brasileiro, este estudo se divide em duas frentes de pesquisa.

A primeira é de natureza qualitativa e busca, por meio da aplicação de questionários, a duas categorias distintas de pesquisados, analistas de mercado e estudantes de graduação e pós-graduação, respostas sobre o nível de utilização dos modelos de precificação nas análises e importância atribuída aos modelos.

A segunda frente é quantitativa e visa comparar os modelos de precificação contábeis com os modelos mais utilizados pelos analistas de mercado, tendo como parâmetro as empresas que compõem o mercado acionário brasileiro, e qual deles se aproxima mais do preço das ações destas empresas em determinado período.

Com isso, também, pode ser verificado se os analistas possuem modelos de análises mais robustos em relação aos modelos de avaliação baseados em informações contábeis ou se eles devem passar a incorporar os modelos de avaliação baseados em informações contábeis para avaliar de maneira mais precisa o mercado acionário.

Para realizar esta comparação entre os diferentes modelos de precificação, são utilizadas projeções de preços de ações de diversas empresas listadas na BOVESPA por analistas e as projeções dos preços destas mesmas empresas tendo como base os modelos de precificação contábeis.

Com isso, poder-se-á comparar o resultado obtido pelos diferentes modelos e avaliar qual das duas frentes chegou a um resultado mais próximo do valor de mercado da ação para a data da projeção. O período de estudo compreende o intervalo entre 2005 e 2011, pois as projeções feitas por analistas anteriormente eram mais escassas, o que dificulta a comparação com os modelos de precificação contábeis devido ao tamanho reduzido da amostra para a comparação.

Na parte qualitativa do estudo, foram aplicados questionários para analistas de mercado, estudantes de contabilidade, finanças, administração e atuária, e outros profissionais de atuação na área de contabilidade e mercado de capitais. Os contatos foram buscados via Sites de Relação com Investidores (RIs) das empresas Listadas na BOVESPA, empresas especializadas em análises de mercado e via coordenadores de programas de graduação e pós-graduação.

Os questionários serviram de instrumento para entender como os usuários da informação contábil utilizam tais informações, sua relevância para eles e o grau de utilização dos modelos de precificação em comparação às demais formas de se prever o valor de um ativo. Esses achados, somados às questões anteriores, proveram informações sobre a utilização dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis por formação acadêmica e entre alunos de graduação e pós-graduação que, em conjunto com os testes estatísticos, vão ajudar a perceber a situação dos modelos de apuração contábeis no escopo das finanças.

1.1 Problema de pesquisa

A literatura atual em contabilidade tem buscado discutir a evolução dos modelos de precificação contábeis existentes, e o surgimento de novos modelos e sua acurácia, em relação aos modelos anteriores. Entretanto, a discussão com relação aos demais modelos existentes no âmbito das finanças não foi estudada, no Brasil, com o objetivo de comparar a precisão de modelos de avaliação baseados em informações contábeis com os demais modelos em uso atualmente. Como observou Gil (1999), toda pesquisa se dá através de um problema a ser solucionado.

Desta forma, a questão principal que se deseja pesquisar é: Qual a distinção existente na precisão e escolha dos modelos de precificação de ativos no mercado de capitais brasileiro?

A questão busca entender a escolha de analistas e acadêmicos com relação aos modelos de precificação utilizados, que é captada com a aplicação dos questionários, quando comparados a sua precisão que é medida com base nos testes estatísticos.

1.2 Objetivos

O objetivo principal da dissertação é comparar os modelos de precificação contábeis, avaliando sua real utilização pelo mercado de capitais no Brasil. Para viabilizar o estudo, foi dividido em duas frentes de pesquisa. Na primeira, os modelos de precificação de ativos utilizados pelos analistas de mercado foram comparados aos modelos de precificação contábeis, de maneira a verificar se o preço indicado pelos analistas de mercado consegue se aproximar mais dos preços reais dos ativos na BOVESPA, quando comparados aos valores gerados pelos modelos de precificação contábeis.

Em complemento, serão avaliadas as opiniões e relatos de setores de expressão no mercado sobre a imagem dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis para o tomador de decisões na alocação de recursos.

Essas duas abordagens permitem uma análise mais ampla dos modelos, verificando tanto sua real utilização pelo mercado, quanto se os mesmos refletiram os preços dos ativos previstos. O estudo também busca captar se os analistas de mercado estão corretos em utilizar outros modelos como forma de projetar seu preço-alvo para determinado ativo ou se a utilização de modelos de avaliação baseados em informações contábeis aliada às demais ferramentas utilizadas poderia ser mais precisa para a precificação de ativos no mercado brasileiro.

1.3 Formulação das hipóteses de pesquisa

No momento de se precificar um ativo, analistas de mercado utilizam modelos para determinar o valor da ação. Há uma gama de modelos para a valoração dos ativos, dentre os quais se inserem os modelos de avaliação baseados em informações contábeis. Entretanto, o grau de utilização dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis pelo mercado financeiro é menor do que se espera, dada a importância da contabilidade na precificação de ativos. Desta maneira, o problema da pesquisa está pautado em saber o porquê do baixo nível de utilização dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis por parte dos analistas. Seria, o motivo, uma baixa acurácia destes modelos frente aos já utilizados pelos analistas de mercado?

Para testar se essa seria uma das razões para os analistas de mercado preferirem outros modelos, foi feita a comparação estatística entre os resultados obtidos pelos modelos de avaliação baseados em informações contábeis frente aos sugeridos pelos analistas tendo como balizador o valor de mercado do ativo. Assim, a comparação foi realizada através de modelos estatísticos, tendo como base as seguintes hipóteses:

H₁: Os modelos de precificação utilizados pelos analistas conseguem se aproximar mais do valor de mercado dos ativos no segmento BOVESPA do que os modelos de precificação contábeis.

H₂: Os analistas de mercado e acadêmicos preferem utilizar os modelos financeiros em relação aos modelos de avaliação baseados em informações contábeis .

Martins e Theóphilo (2007) sugerem que hipóteses, enquanto proposições afirmativas que pretendem responder preliminarmente à questão de pesquisa são, particularmente, bem-vindas e importantes, e desta forma somam ao estudo em questão.

1.4 Justificativas do estudo

O estudo busca verificar a relevância dos modelos de precificação contábeis quando comparados aos modelos alternativos utilizados pelos analistas do mercado, os quais são mais

amplamente difundidos e acabam por exercer alguma influência nos investidores, ou seja, nas decisões de compra e venda de ativos por parte deste grupo.

A pesquisa desenvolvida por Frankel, Kothari e Weber (2006) mostra a influência dos modelos utilizados pelos analistas de mercado nas decisões dos investidores, indicando que os relatórios gerados por estes analistas são informativos e fornecem aos investidores a decisão sobre em qual empresa ou ativo investir. Assim, nesta dissertação, busca-se verificar esta relevância na informação fornecida pelos modelos de avaliação baseados em informações contábeis.

A procura pela relevância segue tanto o caminho quantitativo, que visa verificar a acurácia dos modelos de precificação contábeis, quanto o caminho qualitativo, que procurou reunir a opinião dos respondentes a respeito das ciências que mais influenciam a precificação de ativos, seu grau de importância e eventual adesão a modelos de precificação, o que é verificado por meio de perguntas e respostas a pessoas ligadas ao mercado de capitais, seja esta participação de maneira acadêmica, no estudo do mercado de capitais e suas vertentes, ou então com a ligação de trabalho com este ramo.

A habilidade de previsão dos analistas também é verificada no estudo, quando se comparam suas previsões com os preços reais do ativo no período de análise; habilidade esta que foi apontada por Iudícibus e Lopes (2004) como uma importante oportunidade de estudo para a pesquisa contábil.

Complementarmente, ressalta-se que a ideia da pesquisa surge em um momento de crescimento do interesse do mercado mundial em relação às empresas listadas na BOVESPA, crescimento este advindo do destaque da economia brasileira no cenário mundial, de uma melhor classificação do país e sua economia nas agências de classificação de riscos, o que, em conjunto, gerou um olhar mais cuidadoso devido ao maior interesse dos investidores estrangeiros e consequentemente uma maior atenção por parte dos analistas, o que fornece uma grande quantidade de dados e projeções que permitem o estabelecimento de comparações com os demonstrativos contábeis existentes e, consequentemente, os modelos de avaliação baseados em informações contábeis que têm como parâmetro base estes demonstrativos.

Com isso, é possível comparar os modelos de precificação contábeis e os utilizados pelos analistas diante de uma maior quantidade de informações existentes nos últimos anos, com a maior cobertura do mercado brasileiro por bancos de investimento estrangeiros e empresas de avaliação de ativos. Assim são gerados resultados mais relevantes nas pesquisas de comparação, visto que há uma maior base de dados e um maior número de empresas sendo cobertas por análises.

Somado aos fatores citados, surge um interesse em pesquisar o grau de utilização de modelos de precificação contábeis, que são recentes quando comparados aos demais modelos, e sua importância para o mercado brasileiro com a participação de setores distintos do mercado. A pesquisa qualitativa pode ajudar a fortalecer os modelos de avaliação baseados em informações contábeis, ao apontar falhas ou limitações de sua utilização para o mercado de capitais no Brasil, o que seria positivo para o aperfeiçoamento dos modelos existentes e para a criação de modelos mais específicos, ou seja, mais voltados para o mercado brasileiro.

1.5 Estrutura do trabalho

O trabalho foi estruturado da seguinte forma:

O capítulo inicial buscou mostrar a contextualização do trabalho no atual cenário econômico, sua justificativa e a maneira como será conduzida a pesquisa, fazendo-se, assim, uma introdução ao assunto, mostrando a importância do estudo e seus principais objetivos.

O segundo capítulo retrata a revisão de literatura. Tem-se a fundamentação dos conceitos abordados na pesquisa, revisão de pesquisas que envolveram o trabalho de analistas, abordagem sobre a relação existente entre a contabilidade e o mercado de capitais, que é fonte de estudo cada vez mais aprofundada pelo meio acadêmico, finanças comportamentais, assunto que, também, impacta as decisões de investimento dos agentes do mercado de capitais, e a expansão da Bolsa de Valores brasileira, que foi um dos fatores primordiais para o acompanhamento das ações listadas no mercado brasileiro pelos analistas.

No terceiro capítulo, apresenta-se a trajetória metodológica desta dissertação, com indicação dos procedimentos utilizados para o seu desenvolvimento.

O quarto capítulo busca mostrar, com base nos métodos utilizados, os resultados encontrados e a resposta da questão de pesquisa proposta com base nos resultados tanto qualitativos quanto quantitativos.

O último capítulo reúne as conclusões que se puderam extrair do estudo e, por fim, têm-se as referências bibliográficas e os apêndices.

2 PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 Contabilidade e mercado de capitais

Estabelecer relações entre a informação contábil e o mercado de capitais já vem sendo tema de pesquisas há certo tempo. Em linhas gerais, pesquisas dessa natureza buscam estabelecer alguma ligação entre o conteúdo informativo das demonstrações contábeis e sua capacidade de prever o valor de derivativos, sejam ações, opções, dentre outros, para determinado período futuro. Entretanto, Kothari (2001) afirma que, apesar de existir uma grande quantidade de pesquisas na literatura contábil internacional que relacione as informações das demonstrações contábeis e o mercado de capitais, ainda existe a necessidade de estudos adicionais nesta área.

Este estudo é desenvolvido sob a égide da teoria positiva da contabilidade, que busca explicar fenômenos com base em hipóteses. A teoria positiva passou a ter um maior espaço nos estudos sobre contabilidade a partir dos trabalhos de Ball e Brown (1968), especialmente aqueles estudos realizados atrelando a contabilidade ao mercado de capitais. Beaver (1968) também teve participação relevante na difusão desta teoria no contexto da contabilidade com um trabalho que relacionava o comportamento do preço das ações e seu volume de negociações em um período antes das publicações contábeis do exercício.

Anteriormente a estes autores, os trabalhos precursores da teoria positiva estudavam a Hipótese do Mercado Eficiente e sua consideração entre os preços dos títulos e as informações disponíveis, nas quais se incluem as demonstrações contábeis. No cenário brasileiro, a relação entre demonstrações contábeis e mercado de capitais foi tratada mais profundamente a partir dos trabalhos de Lopes (2002).

A importância da contabilidade para o mercado de capitais foi comprovada por uma gama de pesquisadores (RAPOSO; GAIO, 2011; MARTINS; LOPES, 2005; LEUZ; VERECCHIA, 2004). Raposo e Gaio (2011) destacam que a boa qualidade das informações contábeis ajuda os investidores a tomar decisões mais acertadas sobre as empresas, dada a maior facilidade no entendimento do valor da firma e sua performance. Diante desse contexto, os autores concluem que os mercados de capitais dependem de informações financeiras confiáveis.

Martins e Lopes (2005) relatam que a utilidade econômica da contabilidade está ligada à sua capacidade de alterar as crenças sobre os fluxos futuros de caixa dos ativos e que, para isso, ela deve guardar estreita relação com a realidade econômica.

Leuz e Verrecchia (2004) mostram que a informação de qualidade melhora a coordenação na relação entre empresas e investidores e, desta forma, reduz o risco informacional e consequentemente o custo de capital.

Assim, a contabilidade evoluiu e passou de apenas uma fornecedora das informações básicas das empresas, como patrimônio líquido, por exemplo, a uma ferramenta de análise de resultados, projeções de lucros e decisões de investimentos, abrindo, assim, um vasto campo para pesquisas na linha de finanças e aumentando consideravelmente o leque de usuários interessados em seus dados e informações. Como destacam Silva e Fávero (2007, p. 1):

As peculiaridades de cada mercado internacional e dos sujeitos mais atuantes nestes exigem da Contabilidade cada vez informações mais específicas e próprias para suas decisões sejam essas decisões de investimentos, de concessão de crédito, de fiscalização ou até mesmo operacionais e estratégicas das próprias empresas, tornando este um campo de estudo bastante vasto para os acadêmicos das Finanças.

Galdi (2008) também ressalta que a utilização de informações contábeis nos modelos de avaliação de empresas se tornou mais relevante, com destaque para o lucro e o patrimônio líquido; além disso, modelos de precificação retratando com maior importância as informações da contabilidade influenciaram tanto a literatura acadêmica contábil quanto a prática dos analistas de mercado de capitais. Esse autor (2008, p. 20) ainda destaca que:

[...] a utilização da análise de demonstrações contábeis como base para a seleção de investimentos em ações, que já era difundida na prática dos analistas de mercado de capitais, passa a ser um tema com embasamento teórico consistente para a realização de pesquisas.

Com essa evolução recém citada, a contabilidade passou a ser observada pelos acadêmicos como uma poderosa ferramenta para a precificação e avaliação de empresas e, desde então, os pesquisadores passaram a desenvolver uma série de modelos que busca relacionar variáveis contábeis presentes nas demonstrações com o valor da empresa no futuro. Essa série de modelos desenvolvidos fez com que a quantidade de modelos de avaliação baseados em informações contábeis, comparativamente aos demais, crescesse de forma vertiginosa,

consolidando, contribuindo substancialmente para o fortalecimento da contabilidade como ciência precificadora do mercado de capitais.

Dentre os modelos desenvolvidos, podem-se citar *Residual Income Valuation* (1995) e *Abnormal Earnings Growth* (2003), ambos de autoria de James Ohlson, como modelos de destaque no cenário contábil, sendo este segundo uma variação do primeiro, que é considerado o precursor dos modelos de contabilidade. Outros pesquisadores buscaram aprimorar os modelos desenvolvidos por Ohlson como, por exemplo, Juettner-Nauroth, em conjunto com o próprio Ohlson (2005).

Desta forma, o aprimoramento dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis foi sendo realizado e sua acurácia pôde começar a ser comparada com modelos desenvolvidos em frentes de estudos que possuem o ramo de avaliação de empresas, como economia, administração e matemática, por exemplo. E esse é o objetivo proposto na dissertação, comparar os modelos de avaliação baseados em informações contábeis com os modelos utilizados pelos analistas de mercado para avaliação de empresas.

2.2 Analistas de mercado e a precificação de ativos

Analistas de mercado é tema de uma série de estudos na linha de finanças. Isso porque as análises por eles realizadas são de extrema importância para participantes do mercado de capitais. Brown *et al.* (1987) reforçam essa importância ao mencionarem que um relatório feito por um analista sobre determinada empresa é a maior contribuição na precificação deste ativo. Adicionalmente, Erickson *et al.* (2011) destacam os analistas como os usuários mais sofisticados das informações contábeis.

Este *status* de formadores de opinião faz com que as companhias abertas “dependam” dos analistas para avaliarem suas empresas com perspectiva de desempenho positiva e, desta forma, alavancar sua liquidez no mercado (KRIGMAN; SHAW; WOMACK, 2001). A liquidez é aumentada pela maior exposição do ativo frente aos investidores, dado que estes utilizam as informações geradas pelos analistas no momento de tomar suas decisões de investimento (MADAN; SOBHANI; BHATIA, 2003).

Bodie e Merton (1998) definem Finanças como o estudo da maneira por meio da qual as pessoas alocam recursos limitados ao longo do tempo, normalmente sem que ninguém conheça os resultados futuros antecipadamente. Esta antecipação de resultados futuros é exatamente o objetivo dos analistas de mercado.

O resultado das análises e de estudos realizados permite dizer que os analistas geram importantes produtos, dentre os quais se destacam previsões de resultados futuros, recomendações de ações e preço-alvo de ativos e ações (GIVOLY *et al.*, 2009).

Analistas de mercado possuem importante papel no funcionamento dos mercados, pois estes escolhem as empresas onde irão buscar dados do setor, aspectos específicos da indústria, analisar demonstrações contábeis e outros fatores do negócio.

Esta análise realizada por profissionais garante eficiência ao mercado, transferindo as informações dos seus detentores para os segmentos menos informados, atuando, de acordo com Hugon e Muslu (2010), como intermediários da informação, uma vez que reúnem e processam informações públicas e privadas a respeito das companhias, proporcionando benefícios aos investidores e, conseqüentemente, aumento na geração de negócios e movimentação da economia.

Somado aos aspectos já citados, Silva (2009) mostra que estudos aplicados às informações produzidas pelos analistas indicam que elas adicionam valor ao mercado de capitais e afetam o preço das ações e cita estudos que chegaram a estes resultados, dentre os quais se destacam os de Givoly e Lakonishok (1979), Lys e Sohn (1990) e Francis e Soffer (1997).

A preferência dos analistas sobre quais empresas estudar e conseqüentemente precificar causa certa divergência entre os estudiosos na academia. Enquanto Alford e Berger (1999) documentam uma relação positiva entre previsibilidade dos lucros e extensão da cobertura dos analistas, Barth *et al.* (2001) relatam que os analistas tendem a preferir empresas com um maior número de ativos intangíveis e conseqüentemente um desempenho mais volátil, enquanto McNichols e O'Brien (1997) defendem que analistas possuem tendência a cobrir empresas sobre as quais tenham visão positiva.

Bhushan (1989) concluiu que analistas preferem analisar empresas maiores e focadas em um único tipo de negócio, já que se trata de uma análise mais simples de ser realizada. Hameed *et al.* (2010) verificaram que o retorno dos ativos acompanhados pelos analistas acabou por impactar os demais ativos, auxiliando o sincronismo do mercado.

O número de analistas que avaliam determinada empresa é uma informação relevante para os investidores, conforme indica o estudo de Jin e Myers (2006). Os autores constataram que um maior número de analistas precificando determinada companhia faz com que o valor previsto seja mais acurado em relação a indústrias com menores coberturas. Outros fatores que impactam na acurácia das previsões são os *disclosures* do método contábil utilizado (HOPE, 2003) e a familiaridade dos analistas com os *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) do país da empresa estudada (BAE; TAN; WALKER, 2008).

No momento em que o analista toma a decisão de buscar informações e estudar determinada empresa, tem como objetivo obter um relatório de precificação das ações dessa companhia, e o mercado, de absorver estas informações e, com isto, ajustar o preço deste ativo com base nos dados fornecidos pelos analistas. Frankel, Kothari e Weber (2006) destacam estes aspectos e a complementaridade entre os relatórios elaborados pelos analistas e as demonstrações contábeis.

Apesar da evolução dos modelos e da tecnologia existente na disseminação de informações, a avaliação do valor da ação de empresas, que é justamente a função dos analistas, é uma atividade com alto grau de dificuldade, como reforça Martinez (2007a, p. 195) ao expor que o exercício da “[...] função de analista é uma atividade árdua e que se torna mais difícil, particularmente num mercado instável como o brasileiro.”

O estudo dos fatores que impactam o preço de determinado ativo é realizado por diferentes ramos do conhecimento, desde a contabilidade, economia e administração até a matemática e a psicologia. Dessa forma, tem-se que o exercício da profissão de analista não é privilégio de contadores, de modo que economistas, administradores, engenheiros, matemáticos e até mesmo outros profissionais têm desempenhado a difícil tarefa de avaliar o valor das ações de empresas dos mais variados segmentos.

A atividade de analisar determinada empresa exige conhecimentos não somente da empresa a ser avaliada, como também do cenário econômico dos países onde essa empresa opera e do setor em que a empresa está inserida, ou seja, necessita da observação de indicadores de conjuntura setorial e macroeconômica. Precificar uma ação exige o estudo das demonstrações contábeis da empresa por período suficiente para que se seja capaz de projetar valores de receitas, despesas, ativos e passivos e com isso projetar as informações necessárias para o valor final do ativo.

A busca por notícias e outras informações que podem alterar o preço do ativo também é uma das estratégias adotadas para se obter mais informações. Nesse sentido, Lima (2005) esclarece que a competição por informações tem dirigido investidores e analistas financeiros a obter informações sobre a empresa através de várias fontes fora dos relatórios da Contabilidade, e mesmo fora da própria companhia como entrevistas com gerentes, superintendentes e RIs.

A coleta de informações sobre as empresas é relevante, assim como informações consistentes de taxas de crescimento e de desconto a serem adotadas no modelo. Ao reunir esse conjunto de informações, o analista amplia assim a possibilidade de chegar ao valor do ativo, que é denominado preço-alvo, e que também representa o valor comparado com o preço atual da ação para a tomada de decisão de compra ou venda.

O conjunto de atividades recém-descrito é denominado análise fundamentalista. O uso dessa nomenclatura se deve ao fato de tal análise ser embasada nos fundamentos da empresa. A especificidade e a dificuldade de realização desse conjunto de atividades acabam tornando-as bastante custosas, de modo que passam a assumir uma dimensão de um conjunto rentável de atividades apenas em mercados e ativos que possuem significativo potencial de volume de negócios. Desse modo, a necessidade de se realizar as etapas da análise fundamentalista é latente, sobretudo devido aos grandes valores envolvidos nos negócios.

O preço de um ativo determinado por um modelo que foi projetado sem a realização das etapas necessárias para a sua correta precificação pode resultar em um valor incorreto e, por consequência, em possível perda de recursos por parte de investidores que confiaram nos valores fornecidos por estes modelos, ou seja, que confiaram nas orientações fornecidas pelos analistas.

Fischer e Stocken (2010) citam que a confiança do investidor nas informações dos analistas é algo perigoso, pois estes se encontram em um ambiente onde seus relatórios são pouco regulados e os incentivos para determinadas opiniões são reais, o que pode gerar prejuízos para os investidores e consequentemente a perda da confiabilidade.

Ljungqvist *et al.* (2007, p. 3) comentam sobre o

[...] *trade-off* existente no cotidiano dos analistas, em que os bancos de investimento e demais setores dos quais estes recebem comissões de corretagem buscam visões mais otimistas com relação às empresas e, desta forma, maiores receitas e investidores exigem visões mais conservadoras e reais sobre onde investir seu dinheiro, sendo que a escolha do caminho a seguir afeta tanto a sua reputação quanto a sua carreira.²

Ainda nesta linha de pensamento, Frankel, Kothari e Weber (2006) ressaltam que os relatórios dos analistas são mais informativos quando as potenciais receitas de corretagem são maiores. A possibilidade de maior recompensa contribui para que os analistas façam um esforço extra na busca por informações, muitas vezes de difícil acesso.

Essas necessidades de informações e de acurácia na previsão de taxas e valores fazem com que prever o valor de determinado ativo em certo horizonte de tempo seja uma tarefa complexa que exige estudo e análise de diversos fatores do passado, presente e futuro que, inclusive, podem ser de ocorrência incerta, como destaca Penman (2010, p. 2): “A precificação de ativos é determinada por recompensas futuras e incertas, com isso *valuation* requer previsão sob condições de incerteza, sendo tanto a previsão quanto a incerteza precificados”³

Assim, a expectativa de ocorrências pouco frequentes e fatores específicos de determinados setores devem ser levados em consideração como, por exemplo, fatores climáticos que podem atrapalhar a safra de determinado produto e, por conseguinte, prejudicar o desempenho econômico de uma empresa que o vende, o que acabaria por acarretar alteração em seu valor de mercado e no preço de cotação na Bolsa de Valores em que esta empresa está listada.

² “[...] we argue that analysts face a trade-off between generating revenues for their employers’ brokerage and investment banking businesses and their private career concerns. While investment banking and brokerage pressure each could cause analysts to provide optimistic opinions, biasing their research undermines their reputation with institutional investors who can express their dissatisfaction with tainted analyst research in a variety of ways”.

³ “Asset value is determined by future, uncertain payoffs, so valuation requires forecasting under uncertainty, with both the forecast and the uncertainty priced.”

Com essa dificuldade existente na profissão, um analista que se destaca com precificações corretas consegue uma boa reputação no mercado e, conseqüentemente, uma boa remuneração. Boa reputação é uma qualidade muito procurada pelo mercado devido ao fato de analistas com essa característica realizarem previsões com *performance* bem superiores aos demais (STICKEL, 1992, 1995).

Entretanto, cumpre salientar que um erro de previsão por parte dos analistas pode ocasionar grandes perdas para os investidores e abalar a sua imagem no mercado conforme destacam Beyer e Guttman *apud* Mikhail *et al.* (2011, p. 3): “Geralmente, os analistas estão preocupados com a precisão de suas previsões, porque os erros nas previsões podem afetar negativamente sua reputação, reduzindo sua compensação financeira.”⁴

Há estudos que consideram a possibilidade de existência de erros de previsão de caráter proposital. A existência de erros dessa natureza teria, então, o objetivo de precificar o ativo com um valor superior ao real e, com isso, conseguir reunir mais investidores para negociar na busca por maiores ganhos. Esse maior volume de negociação aumentaria o benefício recebido pelos analistas. Entretanto, Ahmed *et al.* (2006) destacam que os erros de precificação estão mais ligados a outros quesitos ainda não estudados profundamente.

Outro fator a se destacar no comportamento dos analistas é a rapidez no momento da divulgação do resultado de determinada empresa visando corrigir a previsão de ganhos futuros que ele previu, como destacam Hao *et al.* (2011)⁵:

Após a divulgação de resultados do período, a maioria dos analistas revisa rapidamente suas projeções. Estas revisões não estão exclusivamente correlacionadas como seus erros de estimação, mas também com o anúncio do retorno do ativo no período e a revisão média dos analistas que o precederam.

Eventuais correções também levam em consideração uma média dos valores calculados por outros analistas, como ressaltam Hao *et al.* (2011). Segundo os autores, essa pode ser uma forma de proteção por parte de analistas para sua previsão ficar minimamente bem posicionada perante as demais previsões apresentadas por outros analistas. Entretanto, a

⁴ “Generally, analysts are concerned about the accuracy of their forecasts because errors in forecasts can adversely affect reputation, reduce compensation.”

⁵ “After an earnings announcement, most analysts quickly revise their forecasts of future earnings. These revisions are not only correlated with their own errors in forecasting earnings, but also with announcement period returns and the average revision of the analysts who precede them.”

mudança na precificação é explicada pelo fato de os preços mudarem à medida que chegam novas informações e os precificadores reavaliarem os ativos com base nestas informações (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2002).

Jegadeesh e Kim (2010) destacam um impacto distinto quando uma recomendação nova sai do consenso geral de analistas. Essa recomendação que destoa das demais faz com que os analistas sigam a tendência de mudança, num movimento típico denominado de “rebanho”.

Ross, Westerfield e Jordan (2002) ainda destacam a eficiência do mercado de capitais quando as informações disponíveis se refletem nos preços dos títulos. E essa eficiência é ainda maior quando as empresas são acompanhadas por muitos analistas, dado que, de acordo com Hutton, Miller e Skinner (2000), quanto maior o número de analistas acompanhando a empresa, mais rapidamente os preços são ajustados quando as informações são atualizadas.

Ainda assim, o ajuste ocasionado pelas atualizações das informações é comum no mercado, sendo perceptível no preço dos ativos quando revisões de relatórios e novas previsões são publicadas. Jegadeesh e Kim (2010) verificaram fortes indícios de mudanças nos preços de ativos quando uma recomendação modifica o consenso existente anteriormente.

O objetivo de fazer uma previsão mais coerente com os outros precificadores e, ao mesmo tempo, mais precisa, faz com que o analista busque diferenciais para seu modelo e, consequentemente, se destaque perante os demais. O aperfeiçoamento das ferramentas para a precificação de ativos vem ocorrendo de maneira cada vez mais frequente. A robustez dos modelos aumentou com o modelo de otimização de carteiras de Markowitz (1952), passou pelo modelo de precificação de opções de Black e Scholes (1973) e se desenvolve até hoje com novos modelos no universo de finanças.

A busca por modelos de previsão que englobem mais fatores que podem afetar o preço dos ativos e, dessa maneira, minimizar o risco por meio da oferta de uma previsão mais completa, faz com que os analistas trabalhem com aspectos de diversas áreas do conhecimento com o intuito de tornar sua análise mais precisa. Estes diversos aspectos fazem com que o analista de mercado possa ter uma formação acadêmica diversificada e leve em consideração fatores que acredita ser relevantes na precificação de um ativo.

Diversos pesquisadores buscaram os modelos mais utilizados pelos analistas de mercado no momento de precificar os ativos: Asquith *et al.* (2005) e Breton e Taffler (2001) evidenciaram um baixo índice de utilização do modelo de fluxo de caixa descontado para dar suporte às recomendações, assim como a pesquisa de Block (1999). Por outro lado, Bradshaw (2002) encontrou resultado diferente, tendo constatado que os modelos mais utilizados foram o *earnings growth* e o *price-to-earnings growth*, PEG ratio.

Dentre outros modelos também utilizados pelos analistas se destacam o *Dividend Discounted Model* (DDM) e o modelo de múltiplos, modelos clássicos da área de finanças. Estes modelos, como os demais em sua grande maioria, possuem informações fornecidas pelas demonstrações contábeis; entretanto não são considerados modelos de avaliação baseados em informações contábeis, o que instiga ainda mais o desejo de se entender o porquê da baixa utilização de modelos de avaliação baseados em informações contábeis pelos analistas, frente à forte utilização de suas informações.

Com as diferentes metodologias de precificação de ativos existentes, a avaliação do grau de utilização dos modelos de precificação e das informações contábeis torna-se importante para se mensurar o nível de utilização dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis na precificação de ativos, quando comparado às demais técnicas existentes para previsão do valor de determinado ativo ou empresa.

Outro questionamento que também clama por respostas está ligado às modificações que são entendidas como necessárias nesses modelos, uma vez que esse entendimento tornaria sua presença mais frequente nos periódicos internacionais de finanças e aumentaria o prestígio da contabilidade frente aos analistas e investidores do mercado financeiro.

2.3 Finanças comportamentais e a decisão do investidor

Os estudos e análises realizados sobre a precificação de ativos, como dito, buscam modelar da melhor maneira possível as variáveis que afetam o preço de determinada ação ou instrumento financeiro, para que, com este valor determinado, o investidor tenha a possibilidade de decidir se investe ou não seu capital naquele ativo.

Entretanto, não é somente o valor do ativo no atual momento e sua projeção para o futuro que o investidor analisa para tomar sua decisão; outros aspectos também são levados em conta para o investidor decidir. Assim, mesmo com o parecer favorável ao investimento dado pelo analista e sua modelagem, o investidor leva em consideração outros aspectos, como o risco da operação, a expectativa máxima de rentabilidade e de perda, além do tempo que o ativo deverá levar para atingir o preço-alvo estimado, dentre outros fatores.

Outro fator importante considerado pelo investidor é o momento em que se encontra o mercado e a racionalidade dos agentes que o compõem; fator chave para decidir o ativo e a data de se negociar. Nesse sentido, Krugman (1989, p. 61) destaca que “[...] a maioria dos economistas de hoje acham que os mercados internacionais estão mais para a irracionalidade e instabilidade, descrita por Keynes, do que para o modelo de mercados eficientes de Finanças” e, apesar do tempo transcorrido desde a afirmação do autor, sua aplicabilidade ao mercado se mantém, percebendo-se, com isso, a importância das finanças comportamentais para os agentes de mercado.

Para Diamond e Vartiainen (2007), o conceito de finanças e economia comportamentais é bem amplo, percorrendo diversas abordagens que pretendem estender a teoria para incorporar atributos relevantes do comportamento humano que normalmente são ignorados na teoria tradicional.

O investidor, os aspectos que analisa e suas tomadas de decisão também têm sido fonte de estudos recentes no campo chamado de finanças comportamentais, que visa compreender as ações dos indivíduos nos momentos de escolha do melhor investimento do ponto de vista psicológico, analisando situações como o do *trade-off* risco e retorno, e perdas e ganhos anteriores, refletem nas decisões de investimento futuras, e o impacto dessas decisões no mercado. Kimura (2003, p. 12) destaca que as “[...] finanças comportamentais consideram que os investidores podem agir de maneira não racional, impactando consistentemente o comportamento do mercado.”

A não racionalidade de um dos agentes do mercado é discutida por Barberis e Thaler (2003, p. 2). Os autores esclarecem que:

Finanças comportamentais argumentam que alguns fenômenos que ocorrem podem ser através de modelos onde algum dos agentes age de maneira não racional. A linha de estudo se divide em dois blocos: limites de arbitragem, que discute a dificuldade dos agentes racionais de desfazerem os deslocamentos causados pelos agentes menos racionais e a psicologia, que cataloga os tipos de desvios de racionalidade que podem ocorrer.⁶

Chan *et al.* (2004) discutem finanças comportamentais como estudos que visam buscar teorias em que os investidores sobre ou sub utilizam as informações financeiras geradas no curto prazo e isto acaba por gerar erros de previsão.

As finanças comportamentais buscam uma maior aproximação das finanças e das ciências sociais, como psicologia e antropologia, para explicar alguns fenômenos e acontecimentos do mercado financeiro que as explicações presentes no universo das finanças não conseguem elucidar. Shleifer e Summers (1990) definem a psicologia e a arbitragem como os dois pilares principais sobre os quais se constrói a teoria das finanças comportamentais. Para Shefrin (2002), as finanças comportamentais representam a aplicação de conceitos de filosofia ao comportamento dos agentes do mercado financeiro.

Yoshinaga (2009) relaciona os limites de arbitragem com a dificuldade que os investidores racionais podem enfrentar para desfazer distorções provocadas por investidores menos racionais e a psicologia buscando descrever com maiores detalhes os possíveis desvios de racionalidade para que se possam responder estas distorções. Desta maneira, as finanças comportamentais ampliam o campo de estudo das finanças e passam a explorar um campo fora das ciências exatas, mais voltado para o ser humano e seus atos.

Esta linha de pesquisa dentro das finanças busca estudar as anomalias presentes no mercado financeiro como o efeito segunda-feira, o efeito janeiro, o efeito momento e o pessimismo ou otimismo algumas vezes exagerado, entre outros, presentes no mercado (CONTANI, 2009).

O investidor e suas atitudes também são estudados. Nesse campo de pesquisa, as finanças comportamentais buscam entender os motivos de reações distintas por parte dos investidores

⁶ “Behavioral finance argues that some financial phenomena can plausibly be understood using models in which some agents are not fully rational. The field has two building blocks: limits to arbitrage, which argues that it can be difficult for rational traders to undo the dislocations caused by less rational traders; and psychology, which catalogues the kinds of deviations from full rationality we might expect to see.”

para mesmas quantidades de ganhos e perdas e em momentos de situação de crise nos mercados.

Com isso, pode-se perceber a importância das finanças comportamentais e seu intuito de complementar a Teoria de finanças, e não buscar tirar o mérito de seus achados, conforme destaca Milanez (2003, p. 28):

[...] não é objetivo das Finanças Comportamentais rejeitar totalmente a abordagem neoclássica de Finanças, mas sim mostrar como e por que os pressupostos e explicações tradicionais não são suficientes para a compreensão de muitos acontecimentos dos mercados financeiros. Os autores dessa área procuram mostrar que existem limites à racionalidade e que esses limites ocorrem com frequência tal, suficiente para provocar resultados relevantes.

Dessa forma, pode-se perceber que existem outros fatores que impactam a decisão de alocação dos recursos que vão além da precificação dos ativos. Estes fatores comportamentais acabam por afetar não só os agentes que tomam suas decisões influenciados pelos efeitos citados na teoria das finanças comportamentais, como também os investidores e agentes do mercado que possuem experiência e formação profissional e que atuam alheios a irracionalidade de alguns agentes de mercado.

Baker, Ruback e Wrugler (2004) ressaltam que entender as crenças e preferências dos envolvidos em negociações no mercado financeiro é necessário para uma explicação completa sobre tal mercado e seus investimentos. Esta explicação e o entendimento das reações e decisões dos agentes de mercado tornam as finanças comportamentais uma das áreas mais promissoras das Teorias de Finanças e seu desenvolvimento (YOSHINAGA *et al.*, 2008).

2.4 A expansão da BM&FBOVESPA como justificativa de Estudo

A necessidade de se precificar ativos de forma mais acurada já é estudada há certo tempo pelos acadêmicos em finanças. Entretanto, o olhar para a economia brasileira, por parte dos acadêmicos e analistas de mercado, ampliou-se bastante nos últimos anos devido ao forte crescimento das empresas que negociam ações no Brasil e consequentemente da BM&FBOVESPA.

Uma bolsa de valores bem estruturada gera uma série de benefícios à sociedade como um todo, sendo alguns dos mais relevantes para a economia de um país em desenvolvimento: (i) levantamento de capital para negócios, (ii) facilitação do crescimento das companhias, (iii) transformação de poupança em investimento e (iv) redistribuição de renda (CVM, 2011).

Estes benefícios impactam a sociedade em geral, entretanto as empresas são mais beneficiadas, pois a Bolsa de Valores permite a elas vender ações e assim levantar capital, realizar fusões e aquisições, expandir seus negócios e entrar em novos segmentos do mercado. Vale ressaltar que essas oportunidades acabam por ocorrer com uma taxa de captação mais baixa quando comparada a empréstimos bancários, o que dinamiza a economia, aumentando o nível de produtividade e resulta em crescimento econômico para o país.

Os investidores da Bolsa de Valores brasileira também têm sido beneficiados no longo prazo pelo investimento realizado na BOVESPA, pois a rentabilidade do índice IBOVESPA nos últimos anos tem sido superior a grande maioria das modalidades de investimento no Brasil. O Gráfico 1 ilustra a valorização do IBOVESPA no período de 2000 a 2011.

Gráfico 1- Valorização IBOVESPA (2000 a 2011)

Desta forma, o crescimento da BM&FBOVESPA está sendo um dos fatores primordiais para uma maior cobertura dos bancos de investimento e analistas internacionais e nacionais dos ativos da economia brasileira, além de ser peça fundamental para o crescimento da própria economia do país, já que seu crescimento faz com que um maior número de empresas busque

participar desse mercado com o objetivo de captar recursos através de abertura de capital e, com isso, expandir seus negócios e frentes de atuação.

Essa afirmativa é confirmada por Copeland *et al.* (2005) em suas pesquisas, nas quais eles corroboram a importância do mercado de capitais, pois este proporciona uma estrutura organizada para transferências de fundos entre os agentes nele atuantes. Nesse sentido, empresas que enfrentam limitações quanto à disponibilidade de recursos para investimentos, mas que apresentam oportunidades produtivas que ofereçam expectativas de retornos superiores à taxa de captação de mercado encontram uma maneira de angariar os recursos necessários à consecução de seus projetos.

O volume de negociação na BOVESPA também mostra um maior interesse, por parte da população brasileira, em investir no mercado de renda variável, que tem seu acesso facilitado nos últimos anos pelo aumento do contato dos investidores com formas mais fáceis de investimento, como o *home broker*, que permite a realização de operações na Bolsa de Valores sem a necessidade de contato com intermediários, através da internet em qualquer computador.

O aumento no volume de negociações foi estudado no passado por Epps (1975) que encontrou uma correlação positiva entre volume e retorno, ou seja, um maior volume de negociações sugere maior retorno, de acordo com a pesquisa. Resultado semelhante também foi percebido por Comiskey *et al.* (1984) e Karpoff (1985). O volume de negociações crescente também acaba por pressionar o preço para seu real valor, devido ao fato de haver maior número de interessados em informações sobre o ativo e consequentemente este será mais bem precificado, de acordo com estudo de Glosten e Milgrom (1985).

2.5 Modelo de Ohlson-Juettner

Para auxiliar a testar a hipótese de pesquisa de que os modelos de analistas de mercado se aproximam mais do preço da ação frente aos modelos de precificação baseados em informações contábeis, será utilizado o modelo de Ohlson-Juettner como o balizador do preço da ação por parte da contabilidade.

O modelo de Ohlson-Juettner (OHLSON; JUETTNER-NAUROTH, 2005) utiliza a projeção do lucro e dividendo por ação do ano subsequente, assim como estimativas das taxas de curto e longo prazo do crescimento anormal do lucro. Os dividendos utilizados na projeção são estimados a partir de um percentual constante dos lucros projetados, e o possui premissa de que os lucros apresentam projeções crescentes. O modelo tem como fundamento que o valor presente dos dividendos futuros por ação determina o preço da ação.

Com as premissas e considerações feitas no estudo chega-se a seguinte equação para o modelo OJ:

$$P_0 = \frac{eps_1}{Ke} + \frac{z_1}{Ke - g}$$

P_0 = preço de mercado ao final do ano 0;

eps_1 = lucro por ação do ano 1;

eps_{t+1} = lucro por ação do ano t+1;

dps_t = dividendos por ação do ano t;

Ke = Custo de Capital;

g = taxa de crescimento de longo prazo.

Onde Z_1 é encontrado pela seguinte equação:

$$z_t = \frac{eps_{t+1} - eps_t + r(dps_t - eps_t)}{Ke}$$

z_t = valor correspondente ao retorno anormal projetado para o ano t;

$epst$ = lucro por ação do ano t;

$epst+1$ = lucro por ação do ano t+1;

$dpst$ = dividendos por ação do ano t;

Ke = Custo de capital.

3 PROCEDER METODOLÓGICO

A metodologia de pesquisa é parte importante para que se possa alcançar o objetivo proposto no trabalho. De acordo com Marconi e Lakatos (2005), metodologia de pesquisa é definida como um conjunto de atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo, traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do pesquisador.

Nesta subseção são apresentados os aspectos metodológicos utilizados para o desenvolvimento desta pesquisa. Complementarmente, é comentada a forma como serão testadas as hipóteses previstas no trabalho. O estudo para se avaliar a utilização dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis no mercado de capitais brasileiro será dividido em duas análises, conforme citado anteriormente.

3.1 Análise qualitativa: aplicação de questionário

Para se testar a hipótese elaborada de que analistas e estudantes preferem utilizar outros modelos de precificação em detrimento aos modelos de avaliação baseados em informações contábeis, a pesquisa desenvolveu um estudo empírico consultando estudantes, analistas de mercado e outros profissionais da área de finanças.

A parte qualitativa do estudo foi realizada por meio de um questionário eletrônico que buscou avaliar a importância, a relevância e a utilização dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis, segundo a visão de participantes do mercado de capitais brasileiro.

O questionário é um importante instrumento de coleta de dados para a pesquisa acadêmica, configurando-se como um conjunto ordenado e consistente de perguntas a respeito de variáveis e situações que se deseja medir ou descrever (MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

Buscando conseguir uma maior gama de informações, os potenciais respondentes foram divididos em grupos diferentes, em função de seus perfis, e responderam a diferentes perguntas, com o objetivo de captar, de cada um deles, as informações sobre modelos de

precificação contábeis presentes em sua área de atuação, importância e relevância da contabilidade e demais áreas que compõem as finanças.

Kerlinger (1980) destaca que há duas maneiras de se obter informações das pessoas. A primeira delas é fazendo-lhes perguntas, e a segunda é fazendo os indivíduos responderem a algum tipo de estímulo estruturado. Gil (2002) afirma que o questionário é o meio mais rápido e barato de se obter informações. Segundo o autor, essa técnica de coleta de dados tem as vantagens de não exigir treinamento de pessoal e, ainda, garantir o anonimato dos respondentes.

Complementarmente aos pontos fortes indicados por Gil (2002), Marconi e Lakatos (2005) salientam algumas outras vantagens do questionário, tais como: (i) a economia de tempo, (ii) a possibilidade de atingir um maior número de pessoas respondentes e, ainda, (iii) a uniformidade na avaliação, que acabam por transformar o questionário em uma ferramenta importante para a pesquisa acadêmica. Richardson (1999) ainda destaca que os dados coletados por meio de questionários podem ser considerados primários devido a sua coleta ser realizada diretamente com o respondente.

Como estratégia para o levantamento de dados, nesta pesquisa, os analistas de mercado responderam a um questionário que buscou identificar o quanto este setor utiliza os modelos de avaliação baseados em informações contábeis e a opinião dos analistas sobre estes modelos, dentre outros questionamentos. O acesso à comunicação com os respondentes foi buscado por envio de e-mails contendo o questionário, com indicação do objetivo da pesquisa e sua aplicação acadêmica.

O segundo questionário foi direcionado aos acadêmicos de ciências contábeis, administração, economia, atuária, engenharia e estatística para se avaliar o grau de utilização dos modelos de precificação contábeis utilizados por eles no momento da tomada de decisões por investimentos. Para estudar e buscar estas informações, foi enviado um questionário para os coordenadores dos programas de pós-graduações em ciências contábeis dos cursos existentes no Brasil e coordenadores de cursos de graduação de áreas correlatas às finanças, para o posterior envio do questionário aos alunos, indagando-os sobre a utilização dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis pelos estudantes e sua importância para eles.

3.1.1 Pré-teste

É importante ressaltar que foi realizado um pré-teste dos questionários, com o objetivo de verificar a clareza e a possível dupla interpretação de algumas perguntas, como defende Diamond (2000, p. 244), “[...] pré-testes podem melhorar a qualidade da pesquisa, pois aumentam a clareza e evitam o mau entendimento das perguntas nos questionários”⁷. Dillman (1999, p. 465), também, reforça que o pré-teste é importante tanto para se testar as perguntas como o questionário por completo “O propósito do pré-teste é averiguar tanto as perguntas quanto o próprio questionário”⁸.

Com isso, a realização do pré-teste ocorreu com um grupo de dez respondentes divididos entre acadêmicos e analistas. Esses potenciais respondentes foram contatados com o objetivo de reunir opiniões sobre as perguntas, testar o instrumento de coleta de dados (questionário) e verificar a percepção inicial sobre os resultados a respeito dos questionamentos.

Algumas perguntas do questionário pré-teste já conseguiram mostrar certa tendência para determinada resposta, como a concordância, por parte dos acadêmicos, em que os modelos de avaliação baseados em informações contábeis poderiam ser mais utilizados na precificação de ativos em comparação com a utilização atual e que estes modelos têm relevância considerável na precificação de títulos mobiliários.

No questionário respondido pelos analistas no pré-teste foi possível perceber a importância que esses profissionais atribuem às áreas de conhecimento da economia, administração e das ciências contábeis na precificação de ativos, o que se contrapõe, em parte, com a utilização não tão forte pelos mesmos analistas dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis no momento de valorar os ativos.

A divisão da parte descritiva da pesquisa em dois questionários é relevante, pois capta a importância e grau de utilização da contabilidade na precificação dos ativos por diferentes pontos de vista e busca entender as diferenças existentes no modo de precificar ativos por dois

⁷ “[...] pre-tests can improve the quality of a survey by increasing clarity and avoiding misunderstandings of survey questions.”

⁸ “The purpose of the pre-test is to test both the questions and the questionnaire.”

grupos distintos que avaliam as empresas. É importante ressaltar a confidencialidade das respostas e o anonimato dos participantes para um melhor desenvolvimento da pesquisa.

3.2 Análise quantitativa: aplicação de modelos de precificação

Complementarmente à parte qualitativa desta pesquisa, desenvolveu-se uma parte quantitativa. Nessa parte quantitativa buscou-se suporte por meio de dados contábeis de empresas listadas na BOVESPA e que servirão para preencher os modelos de precificação e dados advindos de analistas de mercado para a realização de comparação.

No que diz respeito à amostra estudada, foram investigadas as empresas listadas no segmento BOVESPA no período de 2004 a 2011, com seu respectivo preço no final de cada ano. Essa amostra foi comparada com as previsões feitas pelos analistas para o ativo na mesma data e com o valor gerado pelos modelos de precificação contábeis também na mesma data-base.

Para realização dessa comparação foram utilizadas as demonstrações contábeis do conjunto de empresas pesquisadas entre os anos de 2004 a 2011 para que se pudesse buscar os dados necessários para a montagem do preço proposto pelos modelos de avaliação baseados em informações contábeis. O modelo contábil de precificação utilizado foi o modelo de Ohlson-Juettner, que é um modelo mais robusto com embasamento no modelo inicial de Ohlson (OHLSON; JUETTNER-NAUROTH, 2005).

3.2.1 Amostra utilizada

Os preços previstos para os ativos de acordo com os analistas foram buscados nas previsões por eles realizadas entre os anos de 2004 a 2011 em suas análises. A comparação entre os modelos de precificação teve como balizador os preços dos ativos na BOVESPA na data de comparação. Para obtenção desses dados foram utilizadas as informações disponíveis no banco de dados da Economática, disponível na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), na base de dados Bloomberg e no site da BOVESPA e das empresas selecionadas para compor a amostra.

Assim, a amostra foi composta pelas companhias abertas que foram precificadas pelos analistas de mercado nos anos de 2004 a 2011, e que fazem parte do índice IBrX (Índice Brasil). A escolha dos participantes do índice IBrX para a realização do corte da amostra se deve à adoção de um critério de liquidez, pois neste critério é levado em consideração, para a presença no índice IBrX, também denominado índice Brasil, o número de negócios e volume financeiro das ações. O índice é formado por uma carteira teórica, composta pelas 100 ações mais negociadas da BM&FBOVESPA.

Após esta fase, os dados foram estudados e tratados para que pudessem ser transferidos para os *softwares* estatísticos utilizados para comparação dos modelos. Os *softwares* utilizados foram o SPSS, Stata e Excel, que serviram para testar qual dos modelos de precificação se aproximou mais dos valores dos ativos na BM&FBOVESPA.

As informações para subsidiar a parte quantitativa do estudo podem ser compiladas da seguinte maneira, no quesito informações coletadas:

- a) Fonte: Economática e Bloomberg;
- b) Período: 2004-2011;
- c) Empresas: Participantes do IBrX em agosto de 2011;
- d) Natureza dos dados: Informações contábeis anuais presentes nas demonstrações e preços-alvo dos ativos determinados pelos analistas de mercado.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Uma vez apresentada a metodologia que serviu de base para o desenvolvimento desta pesquisa, expõem-se, nesta seção, os achados da dissertação. Assim, são apresentadas as opiniões refletidas nos questionários enviados e os resultados estatísticos dos testes de comparação realizados com os resultados dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis e preços indicados pelos analistas de mercado quando comparados ao valor de mercado do ativo.

Após a apresentação dos resultados, é feita a sua discussão, com as conclusões de cada etapa e a busca pela explicação desses resultados.

4.1 Questionários

Para análise das respostas, foram discutidos, primeiramente, os questionários de maneira individual e, posteriormente, foi feito um estudo com as informações agregadas, buscando mostrar as opiniões semelhantes e divergentes entre os dois grupos estudados para, desta forma, se alcançar os pontos de consenso a respeito dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis na visão dos acadêmicos e analistas de mercado.

4.1.1 Opinião dos acadêmicos

O questionário respondido pelos acadêmicos está destacado no apêndice deste trabalho, e é formado por 10 perguntas, sendo a maioria de múltipla escolha, com indagações que buscavam retratar a sua formação e opinião acerca da importância da contabilidade e dos modelos de apuração contábeis no mercado de capitais. Outros pontos eram acerca de quais áreas do conhecimento e quais modelos de precificação de ativos tinham maior importância na opinião dos acadêmicos e se o respondente tinha contato com o mercado de ações.

O questionário foi enviado por e-mail e foi respondido via Google Docs por estudantes de graduação e pós-graduação. Juntamente com o *link* para resposta, foi enviada uma carta de apresentação, também presente no apêndice, explicando o funcionamento e finalidade do questionário.

A consulta obteve 200 respostas no período em que ficou disponível, sendo respondida por grande parte do conjunto de acadêmicos proposto pelo trabalho, exceto estudantes de graduação de estatística e engenharia, para os quais o questionário não foi repassado.

Do total de respondentes, 133 (67%) eram alunos de graduação e 67 (33%) eram pós-graduandos. A maior concentração de respondentes foi obtida por acadêmicos que cursam ou cursaram ciências contábeis, sendo esse grupo representante de mais de 60% do total de respondentes, porém com representação considerável dos acadêmicos de administração e ciências atuariais, conforme ilustra o Gráfico 2.

Gráfico 2 - Formação dos respondentes - Questionário para Acadêmicos

A subdivisão dos respondentes, por curso realizado na graduação e nível de escolaridade é indicada na Tabela 1.

Tabela 1- Formação dos respondentes por nível de escolaridade

	Ciências Contábeis	Ciências Atuariais	Administração	Engenharia	Economia	Outros	Total
Graduação	81	19	29	0	3	1	133
Pós-Graduação	52	1	4	2	2	6	67
Total	133	20	33	2	5	7	200

As perguntas presentes no questionário tinham por objetivo principal mapear a opinião dos respondentes sobre a relevância da contabilidade, sendo através de informações ou modelos de apuração, para a decisão de investimento em determinado ativo financeiro.

Com isso, era de interesse da pesquisa saber se os acadêmicos utilizavam os modelos de apuramentos contábeis em suas análises de investimento e se haveria espaço para uma maior utilização dessas metodologias na precificação de ativos financeiros. Nestes aspectos as respostas foram muito favoráveis à contabilidade, visto que mais de 85% dos acadêmicos que investem no mercado de ações deram como resposta que as informações contábeis da empresa analisada possuem influência na sua decisão de investimento.

E, dentre todos os respondentes da pesquisa, cerca de 90% acreditam na relevância dos modelos de apuração contábeis na decisão de investimento (Gráfico 3), sendo este percentual mantido quando se avalia a amostra somente com acadêmicos com formação em ciências contábeis e também mantido quando se analisa a amostra excluindo os acadêmicos com formação em ciências contábeis. Parcela superior a 80% também é da opinião que estes modelos deveriam ser mais utilizados no universo das finanças, com objetivo de se precificar melhor os ativos financeiros.

Gráfico 3 - Grau de relevância dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis para se precificar uma ação

Outro enfoque dado a perguntas do questionário foi relativo à importância das áreas do conhecimento na precificação de ativos financeiros e quais os modelos de apreçamento de ativos considerados mais relevantes para valorar uma ação.

Para buscar uma resposta sobre as áreas do conhecimento mais importantes para a precificação de ativos financeiros foi pedido aos respondentes que ranqueassem as áreas do conhecimento previamente selecionadas (administração, ciências contábeis, economia, engenharia e matemática) de primeira a quinta colocada com relação à importância da área para o apreçamento de ativos financeiros.

A Tabela 2 indica o *ranking*:

		Importância para a precificação de ativos				
Área do Conhecimento		Primeira	Segunda	Terceira	Quarta	Quinta
	Administração	18,5%	22,8%	27,4%	17,5%	13,7%
	Ciências Contábeis	27,2%	17,4%	10,8%	19,4%	27,8%
	Economia	26,5%	16,8%	15,6%	18,9%	23,9%
	Engenharia	19,8%	23,4%	19,9%	18,4%	17,1%
	Matemática	8,0%	19,6%	26,3%	25,7%	17,6%
	Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Ao analisar a Tabela 2, percebe-se a preferência dos acadêmicos pelas ciências contábeis e econômicas como as áreas do conhecimento mais importantes na precificação de ativos, sendo, as duas áreas juntas, responsáveis por mais de 50% das respostas de área do conhecimento mais importante na precificação de ativos financeiros.

Entretanto, ao se somar as três primeiras posições como quesito de análise, a administração surge como preferida pelos respondentes. Outro fator que não poderia deixar de ser ressaltado é a parcela dos respondentes que considera tanto as ciências contábeis quanto a economia como última preferência dos respondentes.

Quando questionados sobre quais ferramentas de precificação são consideradas mais importantes no momento de se precificar um ativo, foi permitido que os respondentes indicassem mais de uma resposta dentre as alternativas apresentadas, assim como a inserção

de outras ferramentas não presentes dentre as alternativas expostas. O Gráfico 4 retrata o percentual de citação de cada ferramenta de análise em relação ao total de citações.

Gráfico 4 - Ferramentas mais importantes para a precificação de ativos

A importância do modelo de fluxo de caixa descontado demonstrada pelos acadêmicos é perceptível, sendo esta ferramenta citada em 60% do total de respostas dos acadêmicos e representando 39,5% do total de modelos de precificação citados. As metodologias de dividendos descontados e múltiplos também possuem parcela relevante de importância, à frente dos Modelos de Ohlson (*Residual Income Valuation* - RIV e OJ), metodologia de precificação de ativos puramente contábil mais difundida na literatura de finanças, também foram citados a análise gráfica e o modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) pelos acadêmicos.

Com isso, as informações captadas através da análise dos questionários respondidos pelos acadêmicos permitem concluir que ainda há espaço para o surgimento, crescimento e aprimoramento dos modelos de precificação de ativos financeiros por parte da contabilidade. E que esta área do conhecimento é considerada essencial para a melhoria contínua das finanças e consequentemente da precificação de ativos financeiros.

4.1.2 Opinião dos analistas de mercado

Para a realização de uma pesquisa com maior amplitude de opiniões a respeito dos modelos de precificação contábeis, foi preparado um questionário específico, presente no apêndice do trabalho, para profissionais que trabalham no cotidiano com a precificação de ativos financeiros. Assim, objetivou-se obter opiniões dos que utilizam os modelos, gerados em sua maioria por pesquisas de acadêmicos, na prática.

O instrumento respondido pelos analistas de mercado continha 8 questionamentos de múltipla escolha e respostas em texto, que buscavam retratar a formação dos respondentes, sua opinião acerca da importância dos modelos de apuração contábeis no mercado de capitais, quais áreas do conhecimento e modelos de precificação de ativos tinham maior importância em sua opinião e quais modelos de precificação contábil eram utilizados por eles na precificação de ativos financeiros caso os analistas de mercado utilizassem modelos de avaliação baseados em informações contábeis para precificar ativos.

O questionário foi enviado por e-mail, com apoio de duas ferramentas de questionário, Google Docs e Formsite, diferindo do questionário de acadêmicos devido ao fato de o link de resposta do Google Docs ser tratado como spam pela maioria dos e-mails corporativos, que eram os endereços de envio do questionário para analistas de mercado.

De forma similar ao processo de coleta de dados realizada com estudantes, juntamente com o *link* para resposta foi enviada uma carta de apresentação (apêndice), explicando o funcionamento e finalidade do questionário. O questionário foi enviado a analistas de mercado identificados via sites de RI das empresas listadas na BM&FBOVESPA e através da indicação de analistas por profissionais do mercado. A busca por e-mails corporativos nos sites de RI das empresas listadas na BOVESPA ocorreu pela falta de sucesso na tentativa de conseguir o envio do questionário pela Associação Nacional dos Analistas e Profissionais de Investimento de Mercado de Capitais (APIMEC), Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI) e pela Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi).

Os questionários obtiveram 45 respostas de um universo de aproximadamente 280 possíveis respondentes, no período em que ficaram disponíveis para levantamento de dados. A primeira pergunta do questionário era a respeito da formação acadêmica (graduação) dos respondentes,

e tinha como respostas que 42% dos analistas eram formados em administração de empresas, seguidos por 22% com formação em engenharia e 18% em ciências contábeis e 18% em economia, conforme o Gráfico 5.

Gráfico 5 - Formação acadêmica dos analistas de mercado

O tempo de atuação destes analistas na precificação de ativos no mercado de capitais também foi indagado, com o objetivo de se conhecer a experiência dos respondentes no mercado financeiro e, com isso, a possibilidade de utilização de diferentes modelos de precificação de ativos financeiros. A grande maioria dos respondentes (62%) possui entre 1 e 5 anos de experiência no apreçamento de ativos financeiros, 20% possuem mais de 5 anos de atuação na área e 18% possuem experiência inferior a 1 ano.

Uma vez analisada a formação e experiência dos analistas de mercado, o momento seguinte destinava-se ao levantamento: (i) das ferramentas de análise utilizadas por esses profissionais no seu cotidiano, (ii) da sua opinião sobre a relevância e sobre o grau de utilização dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis no apreçamento de ativos, e (iii) de quais áreas do conhecimento são mais influentes na precificação de ativos.

Com isso, era de interesse da pesquisa saber se os analistas de mercado utilizam os modelos de apreçamento contábeis em suas análises de investimento e quais eram os modelos mais utilizados por eles para a formação do preço do ativo divulgado em seus relatórios.

A maioria dos analistas de mercado disse utilizar modelos de apreçamento contábeis para precificar ativos financeiros (60%). Dentre os modelos utilizados, foram citados: o modelo de

Ohlson (inclui as respostas de RIV e OJ) com sete indicações, seguido de PEG Ratio com duas respostas.

Constatou-se, ainda, que a relevância dos modelos de precificação contábeis para estes profissionais também é considerável, pois 97% dos respondentes consideram os modelos relevantes no apreamento de ativos financeiros, sendo que 42% enfatizam que consideram esta relevância muito forte. Este alto percentual é um achado relevante desta pesquisa, uma vez que ilustra a importância que profissionais diretamente envolvidos com a precificação de ativos atribuem aos modelos de avaliação baseados em informações contábeis no meio das finanças.

Quando questionados sobre quais modelos de precificação eram utilizados para precificar ativos financeiros, permitiu-se mais de uma resposta por parte dos analistas. Nesse sentido, constatou-se que mais de 90% dos analistas de mercado (41 em 45) utilizam o Modelo de Fluxo de Caixa Descontado para precificar os ativos financeiros. Outro fator interessante identificado foi a forte utilização dos múltiplos (27 respostas), o que representa grande parcela dos que utilizam modelos de avaliação baseados em informações contábeis. Os achados que indicam as ferramentas mais utilizadas pelos analistas pesquisados estão ilustrados no Gráfico 6.

Gráfico 6 - Modelos utilizados pelos analistas de mercado

Outra pergunta realizada foi se os modelos de avaliação baseados em informações contábeis poderiam ser mais utilizados pelo mercado para precificar uma ação. Nesse questionamento, obteve-se 69% de concordância dos analistas de mercado e menos de 10% de profissionais discordando da afirmação, conforme o Gráfico 7. Essa opinião dos analistas de mercado fortalece a importância dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis de precificação no contexto das finanças.

Gráfico 7 - Modelos de precificação contábeis poderiam ser mais utilizados pelo mercado

Os analistas foram questionados a respeito das áreas do conhecimento mais importantes para se precificar ativos financeiros. Para buscar essa resposta foi pedido aos respondentes que rankearassem as áreas do conhecimento previamente selecionadas (administração, ciências contábeis, economia, engenharia e matemática) de primeira a quinta colocada com relação à importância da área para o apreçamento de ativos financeiros.

A Tabela 3 exibe o ranking:

Tabela 3 - Opinião dos analistas sobre a importância das áreas do conhecimento na precificação de ativos

		Importância para a precificação de ativos				
Área do conhecimento		Primeira	Segunda	Terceira	Quarta	Quinta
	Administração	29.3%	18.4%	23.1%	25.0%	6.3%
	Ciências Contábeis	17.1%	31.6%	20.5%	18.2%	12.5%
	Economia	24.4%	31.6%	15.4%	9.1%	20.8%
	Engenharia	14.6%	7.9%	15.4%	11.4%	45.8%
	Matemática	14.6%	10.5%	25.6%	36.4%	14.6%
	Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Os dados contidos na Tabela 3 indicam a preferência dos analistas de mercado pelas áreas de administração e economia como as áreas de conhecimento mais importantes na precificação de ativos, sendo as duas áreas responsáveis por mais de 53% das respostas de área do conhecimento mais importante na precificação de ativos financeiros.

Ao se somarem as escolhas de primeira e segunda posição, percebe-se que mais de 75% das respostas do ranqueamento mostram-se compostas pelas áreas da administração, ciências contábeis e economia. Desta forma, as áreas de engenharia e matemática foram consideradas menos influentes pelos analistas de mercado no momento de se precificar ativos financeiros.

As informações obtidas pela análise dos questionários respondidos pelos analistas permitem concluir que os modelos de avaliação baseados em informações contábeis são utilizados pelos analistas e que eles os consideram elementos importantes para se precificar ativos, assim como consideram as ciências contábeis como área importante para a atividade que exercem.

4.1.3 Conclusões a respeito dos questionários

Os questionários enviados para analistas de mercado e acadêmicos, apesar de não serem iguais, possuíam o mesmo objetivo central, qual seja, captar opiniões a respeito da importância da contabilidade e dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis para a precificação de ativos no mercado de capitais.

Verificou-se que as respostas dos diferentes públicos aos quais os questionários foram enviados mostraram-se semelhantes em alguns aspectos. A relevância dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis para se precificar uma ação foi uma das opiniões bem semelhantes entre analistas e acadêmicos; mais de 90% de ambos os respondentes acreditam na relevância dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis, como ilustra o Gráfico 8.

Gráfico 8 - Relevância dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis para se precificar uma ação (analistas x acadêmicos)

Analistas e acadêmicos também possuem opiniões concordantes no aspecto de que os modelos de precificação contábeis poderiam ser mais utilizados pelo mercado para se precificar ações, sendo que aproximadamente 70% dos analistas e 88% dos acadêmicos pensam dessa forma. Apesar de o índice de analistas ser inferior ao de acadêmicos, o número de concordantes é muito superior ao de discordantes, conforme o Gráfico 9.

Gráfico 9 - Modelos de precificação contábeis poderiam ser mais utilizados pelo mercado (analistas x acadêmicos)

Outro questionamento que apresentou respostas com certo sincronismo é o de modelos mais importantes para se precificar ativos. O Fluxo de Caixa Descontado foi indicado por ambos os grupos consultados (estudantes e analistas) como o recurso mais importante na precificação

de ativos. Comparativamente, os analistas citaram o modelo de múltiplos com uma maior frequência quando comparados aos acadêmicos. Entre ambos os grupos de respondentes, os Modelos de Ohlson e Opções Reais foram os menos citados.

Gráfico 10 - Modelos mais importantes para se precificar ativos (analistas x acadêmicos)

Já as áreas do conhecimento com maior importância para a precificação de ativos financeiros apresentaram resultados com certa divergência de opinião. Os acadêmicos acreditam que as ciências contábeis e a economia são as áreas do conhecimento com mais importância, ao passo que os analistas de mercado consideram a administração e a economia.

Esta diferença de áreas pode ser explicada pela formação dos respondentes e, conseqüentemente, também pode influenciar na resposta do grau de importância do seu curso superior, pois os acadêmicos são formados em maior número nas ciências contábeis e os analistas de mercado em administração. Entretanto ambas as amostras mostram um domínio da administração, ciências contábeis e economia frente a matemática e engenharia como áreas do conhecimento mais relevantes.

Desta forma, pode-se dizer que, no geral, analistas e acadêmicos compartilham de pensamentos semelhantes no momento de decisão do modelo de precificação financeira escolhido para se realizar as análises, nas áreas do conhecimento mais relevantes e na importância e pouca utilização dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis de precificação por parte dos mercados.

4.2 Estudo quantitativo comparativo

O próximo passo neste estudo consiste em tentar reunir elementos que contribuam para, ainda que de forma exploratória, entender o que tem levado à baixa utilização dos modelos de avaliação baseados em informações contábeis ; modelos esses considerados relevantes por acadêmicos e analistas de mercado. Para exploração desse aspecto, foi realizado um estudo comparativo entre os resultados do Modelo de Precificação de ativos OJ (modelo contábil) e o preço-alvo indicado pelos analistas de mercado.

A análise comparativa entre os resultados encontrados pelo Modelo OJ e os resultados advindos dos Analistas de Mercado foi realizada tendo como balizador o preço da ação. A comparação das amostras foi feita utilizando o seguinte raciocínio: analistas de mercado fornecem estimativas de preço-alvo para as ações que eles precificam, sendo que esta estimativa possui uma data-base de ocorrência. Na amostra coletada, a data-base de ocorrência foi de 12 meses, ou seja, a previsão de um analista na data-base 30/12/2004 era para o preço de determinado ativo na data 30/12/2005.

Desta forma, foi dado o mesmo prazo de alcance de preço-alvo para o modelo OJ, e com isso realizadas as comparações: Preço da ação projetada pelo modelo OJ com dados do ano T0 para o ano T+1 = Valor de mercado do ativo no ano T+1 e Preço da ação projetado pelos analistas de mercado com dados do ano T0 para ano o T+1 = Valor de mercado do ativo em T+1.

A amostra coletada para a realização do estudo contém dados das empresas pertencentes ao IBrX (Índice da BM&FBOVESPA que leva em consideração as 100 ações com maior liquidez no mercado). Os dados são do último dia útil do ano base. A escolha do índice se deve ao fato de ações que pertencem a este índice terem maior cobertura dos analistas de mercado e conseqüentemente possuírem uma maior gama de dados disponíveis, necessários para a formação do modelo OJ.

Tabela 4 – Estatística descritiva da amostra

	Resultados OJ	Valor da Ação	Resultados Analistas
Média	27.36	26.20	30.12
Desvio Padrão	16.50	13.96	14.85
Tamanho da amostra	137	137	137

A amostra inclui dados de 2004 até 2011. Foi feito o cálculo do Modelo OJ para os anos entre 2005 e 2011. Utilizando-se a mesma base de empresas que compunham essa amostra, foram coletados também os preços-alvo determinados pelos analistas de mercado para o mesmo período.

4.2.1 Metodologia de Cálculo do Modelo OJ

A realização dos cálculos para valorar as ações de acordo com o modelo OJ exige dados iniciais de *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), Lucro por Ação, Lucro por Ação projetado e dividendo por ação. Estes dados foram coletados de maneira anual, de 2004 até 2011, na base de dados Bloomberg para cada ação contida na amostra. É importante ressaltar que os dados de Lucro por ação projetado advêm de previsões realizadas por analistas de mercado, o que mostra a complementaridade dos diferentes modelos de precificação para o apreçamento de ativos financeiros.

O cálculo do modelo OJ foi realizado para as 100 empresas da amostra, em um intervalo de sete anos e foi feita a seguinte consideração: a taxa de crescimento de longo prazo das empresas foi de 5% para toda a amostra. Com isso, tem-se a perpetuidade na parte de somatória da fórmula, para ser somado com a primeira (Lucro Por Ação/ WACC). O resultado da soma das duas parcelas é o valor esperado para a ação pelo Modelo de OJ.

4.2.2 Testes estatísticos para a comparação das amostras com o Valor Real da Ação

Para a realização dos testes de comparação das amostras, os valores válidos de cada ação específica foram colocados em uma mesma coluna para os Resultados do Modelo OJ, e os respectivos valores correspondentes de Preço Alvo dos Analistas e Valor de mercado do Ativo sofreram o mesmo processo. Este processo gerou três colunas para testes, uma para cada amostra, somente com os valores válidos. Assim, as linhas desta amostra continham o Valor esperado para a Empresa X para a data Y pelo Modelo OJ, pelos Analistas de Mercado e por fim o valor de mercado do ativo X para a data Y.

A amostra final é composta de 137 valores válidos para cada coluna, o que permite realizar testes estatísticos com maior poder de precisão devido ao tamanho da amostra.

Com as amostras foram feitas análises iniciais, como teste de normalidade e igualdade de variâncias (Tabela 5) para a verificação do perfil das amostras e consequentemente evidenciar o melhor teste para compará-las.

Tabela 5 - Resultado dos testes de normalidade para as amostras

	Teste de Normalidade					
	Kolmogorov-Smirnov a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Resultados OJ	0.146	137	0.000	0.911	137	0.000
Valor de Ação	0.106	137	0.000	0.946	137	0.000
Resultados Analistas	0.709	137	0.033	0.951	137	0.000

a. Correção de Significância Lilliefors

	Teste de Levene (Variâncias)		
	Statistic f	GL	Sig. (F>f)
Resultados OJ e Valor de Ação	1.3964	137	0.026
Resultados Analistas e Valor de Ação	1.1306	137	0.236

Os resultados dos testes de normalidade pelo *software* estatístico SPSS evidenciaram a não existência da normalidade para as amostras do estudo, o Teste de Levene para variâncias também indicou diferença de variâncias para a amostra Resultados OJ e Valor da ação. Com isso, foi necessária a utilização de testes não paramétricos para que se pudesse proceder com a comparação pretendida.

O teste mais apropriado para se analisar duas amostras relacionadas dada a inexistência de normalidade é o teste dos sinais. Este teste tem como hipótese nula que a diferença média entre dois membros de um par é zero. Desse modo, o teste analisará como pares os valores das ações originados pelo modelo de precificação contábil e o valor real da ação, e o outro conjunto de pares será formado pelo valor da ação previsto pelos analistas de mercado e o valor real da ação.

O objetivo dessa análise é captar se algum dos pares possui uma maior similaridade em suas amostras, servindo como base para indicar qual modelo, entre o de analistas de mercado e o de OJ, possui maior proximidade ao valor de mercado da ação e com isso é mais robusto.

4.2.3 Resultados Modelo OJ

O teste de sinais foi realizado para a amostra contendo os pares gerados pelo Modelo OJ e o respectivo valor da ação correspondente. O nível de significância adotado para a realização dos testes foi de 5% e a amostra continha 137 pares.

Os resultados apresentados na Tabela 6 para a amostra contendo o resultado pelo Modelo OJ e o Valor da ação mostra uma significância existente entre as amostras. Os resultados indicam que não se pode rejeitar a hipótese nula do teste dos sinais, ou seja, a diferença média entre os dois membros do par é zero, o que mostra uma similaridade entre os resultados apresentados pelo modelo OJ e o valor da ação.

Tabela 6 - Resultado do teste dos sinais para o Modelo OJ x Valor da Ação

Valor da Ação - Resultados OJ	Número de pares
Diferenças Negativas a	71
Diferenças Positivas b	66
Empates c	0
Total	137
a. Valor da Ação < Resultados OJ	
b. Valor da Ação > Resultado sOJ	
c. Valor da Ação = Resultados OJ	

Estatística do Teste ^a	
Valor da Ação - Resultados OJ	
Z	-0,342
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,733
a. Teste dos Sinais	

A estatística do teste mostra um valor encontrado relativo ao teste Z de -0,34, que se encontra dentro do intervalo de confiança (-1,96; 1,96) para um nível de significância de 5%. Este valor de Z encontrado é que não permite rejeitar a hipótese nula. Os resultados também mostram o motivo de as amostras demonstrarem similaridade pelo teste dos sinais, pois o valor de diferenças positivas e negativas para (Valor da Ação – Resultado OJ) é bem próximo e conseqüentemente gera um embasamento para não se rejeitar a hipótese nula.

4.2.4 Resultados de analistas de mercado

O procedimento adotado para a geração dos resultados da amostra contendo o valor proferido pelos analistas de mercado e o respectivo valor da ação é o mesmo realizado para os resultados de Modelo OJ, também com a amostra de 137 pares a um nível de significância de 5%.

O resultado apresentado na Tabela 7 indica que a hipótese nula de que a diferença entre as médias dos pares é zero é rejeitada a um nível de significância de 5%, o que se traduz na ausência de similaridade entre as amostras de acordo com o teste dos sinais.

Tabela 7 - Resultado do teste dos sinais para o Resultado Analistas x Valor da Ação

Valor da Ação - Resultados Analistas	Número de pares
Diferenças Negativas a	87
Diferenças Positivas b	50
Empates c	0
Total	137
a. Valor da Ação < Resultados Analistas	
b. Valor da Ação > Resultados Analistas	
c. Valor da Ação = Resultados Analistas	

Estatística do Teste ^a	
Valor da Ação - Resultados Analistas	
Z	-3,076
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,002
a. Teste dos Sinais	

A estatística do teste mostra um valor encontrado relativo ao teste Z de -3,07 que se encontra fora do intervalo de confiança (-1,96; 1,96) para o nível de significância pré-estabelecido (de 5%), o que faz com que a hipótese nula seja rejeitada. A ocorrência deste resultado advém da quantidade não próxima de diferenças positivas e negativas na equação (Valor da Ação – Resultado Analistas).

4.2.5 Aplicação do Teste de Sinais com Postos de Wilcoxon

Para se obter uma análise paralela ao teste de sinais, foram realizados procedimentos estatísticos com o teste de sinais com postos de Wilcoxon. O objetivo deste teste é verificar a

magnitude da diferença entre dois números de um par (FÁVERO *et al.*, 2009). A amostra para a realização do teste foi a mesma utilizada para a realização do teste dos sinais.

Os resultados são apresentados na Tabela 8 e corroboram com os resultados do teste de sinais, pois com o teste de sinais com postos de Wilcoxon também não se rejeita a hipótese nula para o par Modelo OJ x Valor da ação e rejeita-se a hipótese nula para o par Resultado de Analistas x Valor da Ação.

Tabela 8 - Resultados do Teste de Sinais com Postos de Wilcoxon

Modelo OJ	
Estatística do Teste ^b	
Valor da Ação - Resultados OJ	
Z	-,771a
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,441
a. Based on positive ranks.	
b. Wilcoxon Signed Ranks Test	

Analistas de Mercado	
Estatística do Teste ^b	
Valor da Ação - Resultados Analistas	
Z	-4,672a
Asymp. Sig. (2-tailed)	0
a. Based on positive ranks.	
b. Wilcoxon Signed Ranks Test	

A estatística do teste de sinais para postos de Wilcoxon trabalha com a hipótese nula de que a mediana da população original de diferenças é igual a zero, ou seja, é esperado que a amostra possua um número aproximado de postos positivos e negativos, de maneira semelhante ao teste de sinais. Com isso, este teste também fornece um valor de Z para o modelo de OJ dentro do intervalo de confiança para 5% de significância assim como destaca o valor de Z para os Resultados de Analistas fora deste intervalo.

Estes resultados permitem dizer que o teste estatístico de sinais com postos de Wilcoxon destaca uma similaridade maior entre as amostras do Modelo OJ com o Valor da Ação quando comparadas aos Resultados encontrados pelos analistas de mercado.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Concluídas as etapas de análise dos questionários e dos testes quantitativos no estudo é o momento de compilar os resultados para se responder o problema e as hipóteses da pesquisa atingindo, desta forma, o objetivo do estudo. O problema de pesquisa era pautado em saber a relação existente entre precisão e escolha dos modelos de precificação de ativos por parte dos analistas de mercado e acadêmicos, tendo como suposição que estes modelos não eram tão acurados como os utilizados por analistas de mercado.

Unindo os resultados das etapas de pesquisa, pode-se concluir que os modelos de precificação contábeis possuem acurácia comparativamente aos modelos de precificação adotados pelos analistas de mercado. Apesar de parcela considerável dos analistas de mercado responder positivamente que utilizam modelos de apreçamento contábeis, ou seja, ainda que os analistas tenham informado que utilizam modelos de avaliação baseados em informações contábeis para precificar os ativos financeiros, os modelos mais utilizados são o fluxo de caixa descontado e o modelo de múltiplos, que utilizam dados contábeis, mas não são puramente contábeis como os modelos OJ e PEG Ratio, por exemplo, gerados a partir de estudos acadêmicos na contabilidade.

O presente estudo mostrou que os resultados gerados pelo Modelo OJ possuem uma similaridade maior com o valor da ação, quando comparados aos resultados gerados pelos analistas de mercado, o que faz com que a hipótese nula, de que os modelos utilizados por analistas de mercado se aproximam mais do valor de mercado (preço de mercado no último dia útil do ano) dos ativos proposta no estudo, seja rejeitada. Desta forma, este modelo poderia ser incorporado às ferramentas utilizadas pelos analistas para gerar o preço-alvo de determinado ativo.

Galdi, Teixeira e Lopes (2008), Penman (2010) e Lundholm e O’Keefe (2001) comprovaram que, quando modelos de precificação de ativos, como o de Ohlson e o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), são utilizados corretamente, deveriam encontrar o mesmo resultado. Adicionalmente, como um dos resultados desta pesquisa, tem-se a resposta por parte dos analistas de mercado da utilização do modelo FCD em suas previsões. Esses pontos podem sugerir que os resultados apresentados pelos analistas de mercado e pelo modelo de

precificação contábil utilizado deveriam ser pelo menos bem próximos, algo não constatado no estudo. Este achado é relevante e fornece um direcionamento para futuras investigações utilizando outros modelos de precificação de ativos não muito utilizados pelo mercado de capitais.

Martinez (2004) aponta um fator que pode ajudar a decifrar a diferença comprovada neste estudo. Segundo o autor, uma possível justificativa para tal diferença seria o fato de os analistas de empresas brasileiras terem sido demasiadamente otimistas em termos médios e, conseqüentemente, terem obtido um desempenho fraco no tocante a precisão e acurácia. Esse otimismo também pôde ser constatado neste estudo, tendo em vista que o teste dos sinais indica uma grande quantidade de valores negativos (87 de 137 possíveis) para a diferença entre o Valor da ação – Resultados de Analistas, mostrando um alto índice de que as previsões dos analistas superaram o valor da ação no período, indicando, assim, uma sobreprecificação por parte dos analistas, sugestiva de que, na amostra estudada, houve certo otimismo.

O teste dos sinais mostra um número bem próximo de valores negativos (71 de 137) e positivos (66 de 137), indicando uma maior proximidade com os valores reais dos ativos. Esse conservadorismo pode ser explicado, em parte, pelo fato de a taxa de crescimento adotada no modelo tender à inflação projetada no país (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA) para os próximos anos e com isso mostrar um menor crescimento das empresas e menor valor projetado para a ação pelo modelo.

A maior utilização de modelos de avaliação baseados em informações contábeis foi descrita como um fator a ser melhorado no sistema de precificação dos mercados de capitais e a maior utilização de um modelo que testes estatísticos indicaram como mais similar ao valor de uma ação seria um começo positivo para uma maior participação dos modelos de apreamento contábeis no mercado de capitais.

Essa maior participação da contabilidade no processo de precificação de ativos fortaleceria sua importância no âmbito no mercado de capitais que, por sua vez, já é considerada relevante pelos respondentes da pesquisa. Essa participação mais ativa da contabilidade poderia gerar mais oportunidades para profissionais e acadêmicos com formação na área contábil para

desenvolver estudos e trabalhar com finanças, de maneira a contribuir com o desenvolvimento das finanças e, com isso, das economias e países.

As conclusões do presente estudo estão limitadas aos modelos e pressupostos envolvidos, com estudos dos dados contábeis de 2004 a 2011 de empresas listadas no IBrX da BOVESPA na abordagem quantitativa. Os resultados da parte qualitativa, com os cursos pesquisados e profissionais do mercado escolhidos, sofrem das mesmas limitações, pois foi feita uma escolha, para que se pudesse operacionalizar a pesquisa, de se trabalhar com este escopo de respondentes, mas vale ressaltar que estes cursos não abrangem a totalidade de potenciais futuros analistas de mercado.

Uma próxima etapa dos estudos seria a difusão dos testes estatísticos apresentados para outros modelos de precificação contábeis, como, por exemplo, o PEG Ratio, e se possível com uma amostra abrangendo mais países para a obtenção de resultados sem as especificidades do mercado de capitais brasileiro. A abertura do questionário para outros cursos e com maior participação de outras regiões do Brasil ou países também mostraria uma maior percepção sobre a opinião relativa aos modelos de avaliação baseados em informações contábeis .

REFERÊNCIAS

ABARBANELL, Jeffrey S.; BUSHEE, Brian J. *Fundamental analysis, future earnings, and stock prices*. **Journal of Accounting Research**. v. 35, n. 1, p. 1-24, 1997.

AGGARWAL, R.; KLAPPER, L.; WYSOCKI, P. *Portfolio preferences of foreign institutional investors*. **Journal of Banking and Finance**. v. 29, p. 2919-2946, 2005.

AHMED, Anwer S.; NAINAR, S. M. Khalid; ZHANG, X. Frank. *Further evidence on analyst and investor misweighting of prior period cash flows and accruals*. **The International Journal of Accounting**. v. 41, n. 1, p. 51-74, 2006.

ALFORD, W. A.; BERGER, P. G. *A simultaneous equations analysis of forecast accuracy, analyst following, and trading volume*. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**. v. 14, p. 219-240, 1999.

ALMEIDA, J. E. F. *et al.* **Análise dos modelos de avaliação residual income, abnormal earnings growth e fluxo de caixa descontado aplicados às ofertas públicas de aquisição de ações no Brasil**. In: ANPCONT. São Paulo, 2009.

AMORIM, Thiago Navarro Mafra. **Contingência de crises financeiras: um estudo sobre a evolução da regulação dos mercados e o risco das instituições financeiras no Brasil**. São Paulo, 2011. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

ASQUITH, P.; MIKHAIL, M. B.; AU, A. S. *Information content of equity analyst reports*. **Journal of Financial Economics**. v. 75, n. 2, p. 245-82, 2005.

BAE, K.; TAN, H.; WALKER, M. *International GAAP differences: the impact on foreign analysts*. **The Accounting Review**. v. 83, n. 3, p. 593-628, 2008.

BAKER, Malcolm; RUBACK, Richard S.; WURGLER, Jeffrey. **Behavioral Corporate Finance: a survey**. Working Paper 108632004. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10863>>. Acesso em: 10/02/2012.

BALL, R.; BROWN, J. *An empirical evaluation of accounting income numbers*. **Journal of Accounting Research**. v. 6, p.159-178, 1968.

BALL, R.; ROBIN, A.; SADKA, G. *Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism*. **Review of Accounting Studies**. v. 13, p. 168-205, 2008.

BARBERIS, Nicholas; THALER, Richard. *A survey of behavioral finance*. **Handbook of the Economics of Finance**. California/USA: Elsevier, 2003.

BARTH, M. E.; KASZNIK, R.; MCNICHOLS, M. F. *Analyst coverage and intangible assets*. **Journal of Accounting Research**. v. 39, n. 1, p.1-34, 2001.

BEAVER, W. *The information content of annual earnings announcements*. **Journal of Accounting Research**. v. 6, p. 67-92, 1968.

BELLIZIA, N. W. **Aplicação do CAPM para a determinação do custo de capital próprio no Brasil**. São Paulo, 2009. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

BERNARD, Victor L.; THOMAS, Jacob K. *Post earnings announcement drift: delayed price response or risk premium?* **Journal of Accounting Research**. v. 27, Suppl, p. 1-36, 1989.

BERNSTEIN, Leopold A. *Financial statement analysis: theory, application, and interpretation*. Homewood, IL: Irwin, 1993.

BEYER, A.; GUTTMAN, I. *The effect of trading volume on analysts*. *The Accounting Review*, v. 86, n.2, p. 451-481, 2011.

BHUSHAN, Ravi. *Firm characteristics and analyst following*. **Journal of Accounting and Economics**. v. 11, p. 255-274, 1989.

BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron. *The pricing of options and corporate liabilities*. **Journal of Political Economy**. n. 81, p. 637-59, 1973.

BLOCK, S. B. *A study of financial analysts: practice and theory*. **Financial Analysts Journal**. v. 55, n. 4, p. 86-95, 1999.

BM&FBOVESPA. 2011. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 27/09/2011.

BODIE, Zvi; MERTON, Robert C. **Finance**. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

BRADSHAW, M. T. *The use of target prices to justify sell-side analysts' stock recommendations*. **Accounting Horizons**. v. 16, n. 1, p. 27-41, 2002.

BRAUNBECK, Guillermo Oscar. **Determinantes da qualidade das auditorias independentes no Brasil**. São Paulo, 2010. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

BRETON, Gaétan; TAFFLER, Richard J. *Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach*. **Accounting and Business Research**. v. 31, n. 2, p. 91-101, 2001.

BROWN, Lawrence D.; HAGERMAN, Robert L.; GRIFFIN, Paul A.; ZMIJEWSKI, Mark E. *Security analyst superiority relative to univariate time series models in forecasting quarterly earnings*. **Journal of Accounting and Economics**. v. 9, p. 61-87, 1987.

CHAN, W. S.; FRANKEL, R.; KOTHARI, S. P. *Testing behavioral finance theories using trends and sequences in financial performance*. Working Paper, Massachusetts/USA, MIT, 2004.

COCHRANE, J. H. *Asset pricing*. New Jersey: Princeton University Press, 2001.

COMISKEY, E.; WALKLING, R.; WEEKS, M. *Dispersion of expectations and trading volume*. **Journal of Business Finance & Accounting**. v. 14, p. 229-39, 1984.

COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS - CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 26/09/2011.

CONTANI, Eduardo Augusto do Rosário. **Um estudo do value premium para ações brasileiras**. São Paulo, 2009. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

COPELAND, Thomas E. **Avaliação de empresas: valuation**. São Paulo: Makron Books, 2000.

COPELAND, Thomas E.; WESTON, John Fred; SHASTRI, Kuldeep. *Financial theory and corporate policy*. 4th ed. Addison USA: Addison Waley Publishing Company, 2005.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento conceitual básico**. Estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis. Brasília, 2008.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli; LOPES, Alessandro Broedel; REZENDE, Amaury José. **Governança corporativa e acurácia das previsões individuais dos analistas: uma análise no mercado brasileiro**. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., São Paulo, v. 1. p. 1-17, 2010.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli; LOPES, Alessandro Broedel; SARLO NETO, Alfredo. **Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas**

do mercado brasileiro. In: CONGRESSO ANPCONT, IV., 2010, Natal, RN, v. 1. p. 1-16, 2010.

DIAMOND, Peter; VARTIAINEN, Hannu. *Behavioral economics and its applications*. New Jersey: Princeton University Press, 2007.

DIAMOND, S. S. *Reference guide on survey research*. In: *Reference Manual on Scientific Evidence*. 2nd ed. Washington, DC: The Federal Judicial Center, 2000. p. 229-276.

DILLMAN, D. *Mail and internet surveys: the tailored design method*. New York, NY: John Wiley & Sons, 1999.

EARSTERWOOD, J.; NUTT, S. *Inefficiency in analysts earnings forecasts: systematic misreaction or systematic optimism*. *Journal of Finance*. v. 54, p. 1777- 1797, 1999.

EASTON, P. *PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital*. *The Accounting Review*. v. 79, p. 79-95, 2004.

EPPS, T. *Security price changes and transaction volumes, theory and evidence*. *American Economic Review*. v. 65, p. 586-97, 1975.

ERICKSON, M.; HEITZMAN, S.; FRANK, F. *Analyst and market responses to tax-motivated loss shifting*. Chicago: University of Chicago, 2011.

FAMA, E. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*. *Journal of Finance*. v. 25, p. 383-417, 1970.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C.; FISHER, Lawrence; ROLL, Richard. *The adjustment of stock prices to new information*. *International Economic Review*. v. 10, n. 1, p. 1-21, 1969.

FÁVERO, L. P. *et al. Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes; ALMEIDA, José Elias Feres de. Índices de bolsas de valores de países emergentes: uma análise com dados em painel e modelagem multinível. *Revista Brasileira de Estatística*. Rio de Janeiro, 2011. (artigo aceito, ainda não publicado).

FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia. *Cash flow, earnings ratio and stock returns in emerging global regions: evidence from longitudinal data*. *Global Economy and Finance Journal*. v. 4, n. 1, p. 32-43, 2011.

FELTHAM, Gerald A.; OHLSON; James A. *Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities*. **Contemporary Accounting Research**. v. 11, n. 2, p. 689-731, 1995.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). *Objectives of financial reporting by business enterprises*. SFAC n. 1, Nov. 1978.

FISCHER, P. E.; STOCKEN, P. C. *Analyst information acquisition and communication*. **The Accounting Review**, v. 85, n. 6, p. 1985-2009, 2010.

FRANKEL, R. M.; KOTHARI, S. P.; WEBER, J. *Determinants of the informativeness of analyst research*. **Journal of Accounting and Economics**. v. 41, p. 29-54, 2006.

GALDI, Fernando Caio. **Estratégias de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso?** São Paulo, 2008. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

GALDI, F. C.; LOPES, A. B.; TEIXEIRA, A. C. Análise empírica de modelos de valuation no ambiente brasileiro: fluxo de caixa descontado *versus* Modelo de Ohlson. **Revista Contabilidade & Finanças**. São Paulo, v. 19, p. 31-43, 2008.

GARCIA, F. G.; SATO, L. G.; CASELANI, C. N. O impacto da política de transparência sobre o valor das empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXVIII, **Anais...** Curitiba: ANPAD, set 2004.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GIL, Antonio C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1999.

GIVOLY, D.; HAYN, C.; LEHAVY, R. *The quality of analysts' cash flow forecasts*. **The Accounting Review Forthcoming**. v. 84, n.6, p. 1877-1911, 2009.

GIVOLY, D.; LAKONISHOK, J. *The information content of financial analysts forecasts of earnings: some evidence on semi-strong efficiency*. **Journal of Accounting and Economics**. v. 1, n. 3, p. 165-186, 1979.

GLOSTEN, L. R.; MILGROM, P. R. *Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders*. **Journal of Financial Economics**. v. 14, p. 71-100, 1985.

GONÇALVES JR, Walter. **A atividade do capital estrangeiro na Bovespa**. São Paulo, 2011. Tese (Doutorado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas.

HAMEED, A.; MORCK, R.; SHEN, J.; YEUNG, B. **Information, analysts, and stock return comovement**. Working Paper, National University of Singapore, 2010.

HAO, Shengquan *et al.* *Investment growth and the relation between equity value, earnings, and equity book value*. **The Accounting Review**. v. 86, n. 2, p. 605-635, 2011.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. *The effect of firms financial disclosure strategies on stock prices*. **Accounting Horizons**. v. 7, n. 1, Mar. 1993.

HOPE, O. K. *Accounting policy disclosures and analysts forecasts*. **Contemporary Accounting Research**. v. 20, p. 295-321, 2003.

HUGON, A.; MUSLU, V. *Market demand for conservative analysts*. **Journal of Accounting and Economics**. v. 50, n. 1, p. 42-57, 2010.

HUTTON, A.; MILLER, G.; SKINNER, D. **Effective voluntary disclosure**. Unpublished Working Paper, Harvard Business School, 2000.

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. (Coord.). **Teoria avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

JEGADEESH, Narasimhan; KIM, Woojin. *Do analysts herd? An analysis of recommendations and market reactions*. **Review of Financial Studies**, Oxford University Press for Society for Financial Studies, v. 23, n. 2, p. 901-937, February 2010.

JIN, Li; STEWART, Myers. *R-squared around the world: new theory and new tests*. **Journal of Financial Economics**. v. 79, p. 257-292, 2006.

KARPOFF, J. M. *A theory of trading volume*. **Journal of Finance**. v. 41, p. 1069-87, 1985.

KERLINGER, Fred N. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais: um tratamento conceitual**. São Paulo: EPU/EDUSP, 1980.

KIMURA, H. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 2, n. 1, 2003.

KOTHARI, S. P. *Capital markets research in accounting*. **Journal of Accounting and Economics**. v. 31, n. 1-3, p. 105-231, 2001.

KRIGMAN, L.; SHAW, W.; WOMACK, K. *Why do firms switch underwriters?* **Journal of Financial Economics**. v. 60, p. 245-84, 2001.

KRUGMAN P. R. *The case for stabilizing exchange rates*. **Oxford Review of Economic Policy**. v. 5, p. 61, 1989.

LEUZ, C.; TRIANTIS, A.; WANG, T. *Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC Deregistrations*. **Journal of Accounting and Economics**. Forthcoming, v. 45, n. 2, p. 101-208, 2008.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. *Firms capital allocation choices, information quality, and the cost of capital*. Working Paper, University of Pennsylvania, 2004.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. **Governança corporativa e hipótese de mercados eficientes**: o estudo do anúncio da emissão de *American Depositary Receipts* (ADRs) com a utilização de estudos de evento. São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LJUNGQVIST, A. F.; MARSTON, L.; STARKS, K.; WEI, H. Yan. *Conflicts of interest in sell-side research and the moderating role of institutional investors*. **Journal of Financial Economics**. v. 85, p. 420-456, 2007.

LOPES, A. B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

LOPES, A. B. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais**: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

LUNDHOLM, R.; O'KEEFE, T. *Reconciling value estimates from the discounted cash flow model and the residual income model*. **Contemporary Accounting Research**. v. 18, n. 2, p. 311–35, 2001.

MADAN, R.; SOBHANI, R.; BHATIA, P. *Brokers & asset managers: initiating coverage higher lows were nice, but lower highs will be the price*. Citigroup/Smith Barney, 2003.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MARKOWITZ, Harry M. *Portfolio selection*. **The Journal of Finance**. v. 7, n. 1, p. 77-91, March. 1952.

MARTINEZ, A. L. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis:** estudo empírico das companhias abertas brasileiras. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MARTINEZ A. L. **Analisando os analistas:** estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto. São Paulo, 2007a. Tese (Mestrado em Administração) - FGV, São Paulo.

MARTINEZ A. L. Determinantes da acurácia das previsões dos analistas do mercado de capitais. **UnB Contábil**. Brasília, v. 10, n. 2, Jul./Dez. 2007b.

MARTINS, Eliseu. **Uma geral na Contabilidade**. Canela: 2. Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul, Seleções ATC, COAD, ago. 1988.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, E.; LOPES, A. B. **Teoria da contabilidade:** uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. São Paulo: Atlas, 2007.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MCNICHOLS, M.; O'BRIEN, P. *Self-selection and analyst coverage*. **Journal of Accounting Research**. v. 35, p. 167-199, 1997.

MILANEZ, D. Y. **Finanças comportamentais no Brasil**. São Paulo, 2003. 92 f. Dissertação (Mestrado em Economia das Instituições e do Desenvolvimento) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MUSSA, A.; TROVAO, R.; FAMA, R.; YANG, E. Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais: as discussões persistem. **FACEF Pesquisa**. PUC, São Paulo, v. 11, p. 5-17, 2008.

OHLSON, J. *Earnings, book values, and dividends in security valuation*. **Contemporary Accounting Research**. v. 11, p. 661-687, Spring, 1995.

OHLSON, J.; JUETTNER-NAUROTH, B. *Expected EPS and EPS growth as determinants of value*. **Review of Accounting Studies**. v. 10, p. 349-365, 2005.

OU, Jane A.; PENMAN, Stephen H. *Financial statement analysis and the prediction of stock returns*. **Journal of Accounting and Economics**. v. 11, n. 4, p. 295-329, 1989.

PENMAN, S. *Financial forecasting, risk and valuation: accounting for the future*. **ABACUS**. v. 46, n. 2, 2010.

PENMAN, S.; ZHANG, X. *Modeling sustainable earnings and P/E ratios with financial statement analysis*. Working paper. Columbia University and University of California, Berkeley, 2006.

PORTAL DO INVESTIDOR. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendoMercadoValoresMobili%C3%A1rios/Oque%C3%A9BolsadeValores/tabid/92/Default.aspx>>. Acesso em: 26/09/2011.

RAPOSO, Clara C.; GAIO, Cristina. *Earnings Quality and Firm Valuation: International Evidence*. **Accounting & Finance**. v. 51, Issue 2, p. 467-499, 2011.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

RICHARDSON, S.; TUNA, I.; WYSOCKY, P. *Accounting anomalies and fundamental analysis: a review of recent research advances*. **Journal of Accounting and Economics**. v. 50, 2010.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios da administração financeira**. Tradução de Andréa Maria Accioly Fonseca Minardi. Revisão técnica de Antonio Zoratto Sanvicente. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SANVICENTE, A. Z. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

SHLEIFER, Andrei; SUMMERS, Lawrence H. The noise trader approach to finance. **Journal of Economic Perspectives**. v. 4, n. 2, p. 19-33, 1990.

SILVA, R. L. M. **Divulgação de informações e liquidez de ações: evidências do setor de Siderurgia e Metalurgia do Brasil**. Ribeirão Preto, 2009. 152 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo.

SILVA, Ricardo Franceli da; FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. O impacto da divulgação das informações contábeis na variação do preço de ativos no mercado financeiro. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA, 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: EAC/FEA/USP, 2007.

STICKEL, Scott E. *Reputation and performance among security analysts*. **Journal of Finance**. v. 47, p. 1811-1836, 1992.

STICKEL, Scott E. *The anatomy of the performance of buy and sell recommendations*. **Financial Analysts Journal**. v. 51, p. 25-39, 1995.

THALER, R.; BARBERIS, N. *A survey of behavioral finance*. In: CONSTANTINIDES, G.; HARRIS, M.; STULZ, R. (Eds.). **Handbook of the economics of finance**. New York: North-Holland, 2003.

VAN DER STEDE, W. A. *et al. Doing management accounting survey research*. **Handbook of Management Accounting Research**. [S.l.]: Elsevier, 2005. (volume 1).

WAHLEN J. M.; WIENLAND, M. M. *Can financial statement analysis beat consensus analysts' recommendations?* **Review of Accounting Studies**. v. 16, n. 1, p. 89-115, 2010.

WATTS, R.; ZIMMERMANN, J. *Positive accounting theory*. London: Prentice Hall, 1986.

WIELAND, M. *Identifying consensus analysts' earnings change forecasts with incorrect signs*. Working Paper, University of Georgia, 2006.

YOSHINAGA, Claudia Emiko **A relação entre índice de sentimento de mercado e as taxas de retorno das ações: uma análise com dados em painel**. São Paulo, 2009. Tese (Doutorado em Economia). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

YOSHINAGA, Claudia Emiko; OLIVEIRA, Raquel Freitas de; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C. *Finanças comportamentais: uma introdução*. **REGE Rev. Gest.[online]**. v.15, n.3, p. 25-35, 2008. ISSN 1809-2276.

APÊNDICES

APÊNDICE 1 - Carta de Apresentação para Questionário de Acadêmicos

APÊNDICE 2 - Questionário para Acadêmicos

APÊNDICE 3 - Carta de Apresentação para Questionário de Analistas de Mercado

APÊNDICE 4 - Questionário para Analistas de Mercado

APÊNDICE 1 - CARTA DE APRESENTAÇÃO PARA QUESTIONÁRIO DE ACADÊMICOS

Prezado(a) :

Estamos desenvolvendo uma pesquisa de dissertação de mestrado na FEA/USP, de âmbito nacional, junto aos acadêmicos, a respeito da utilização e importância dos modelos de apuração contábeis.

Para que esse projeto de dissertação seja possível, gostaria de contar com a sua ajuda nesse sentido, respondendo o questionário eletrônico (acessado pelo link abaixo), até XX/XX/2012. Vale ressaltar que essa pesquisa é de cunho estritamente acadêmico, e visa proporcionar importantes informações sobre o grau de utilização e importância dos modelos de apuração contábeis no mercado brasileiro.

No que se refere à confidencialidade, não estaremos divulgando informações de respostas individuais e sim os resultados consolidados.

O endereço para resposta é (basta clicar sobre o link):

Se precisar de qualquer informação adicional, ou surjam dúvidas no preenchimento do questionário, não hesite em me procurar pelos contatos abaixo.

Desde já muito obrigado pela colaboração.

Atenciosamente

Aziz Xavier Beiruth

Mestrando em Contabilidade e Controladoria – FEA - USP

Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima

Orientador da Pesquisa de Dissertação

Professor da Universidade de São Paulo - FEA/USP

APÊNDICE 2 - QUESTIONÁRIO PARA ACADÊMICOS

1) Qual o seu nível de escolaridade (finalizada ou em andamento) ?

- ☐ Pós Graduação
- ☐ Graduação

2) Qual a sua formação na graduação ?

- ☐ Administração
- ☐ Ciências Contábeis
- ☐ Economia
- ☐ Ciências Atuariais
- ☐ Outro:

3) Você opera no mercado de ações? Caso a resposta seja Não, pule para a Questão 7

- ☐ Sim
- ☐ Não

4) Há quanto tempo você opera no mercado de ações?

- ☐ Menos de 1 ano
- ☐ Entre 1 e 5 anos
- ☐ Mais de 5 anos
- ☐ Não Opero

5) Qual a importância das informações contábeis de determinada companhia para sua decisão de comprar ativos da mesma? (Entenda por informações contábeis, valores de ativo, PL, múltiplos e projeções por exemplo)

- ☐ Muito Importante
- ☐ Importante
- ☐ Pouco Importante
- ☐ Sem nenhuma importância

6) Você utiliza modelos de apuração (valuation) contábeis para decidir em quais ativos investir?

- ☐ Sim
- ☐ Não

7) Quais modelos você considera mais importantes para se precificar ações? Pode ser dada mais de uma resposta

- ☐ Fluxo de Caixa Descontado

- ☐ Múltiplos
- ☐ Ohlson (Residual Income Valuation)
- ☐ Dividendos Descontados
- ☐ Opções Reais
- ☐ Outro:

8) Para precificar ações quais áreas do conhecimento você considera mais importantes? Enumere de 1 a 5 (1 - mais importante / 5 - menos importante)

	1	2	3	4	5
Administração	☐	☐	☐	☐	☐
Ciências Contábeis	☐	☐	☐	☐	☐
Economia	☐	☐	☐	☐	☐
Engenharia	☐	☐	☐	☐	☐
Matemática	☐	☐	☐	☐	☐

9) Os modelos contábeis poderiam ser mais utilizados na precificação de ações. Qual a sua opinião sobre a afirmativa?

- ☐ Concordo totalmente
- ☐ Concordo
- ☐ Não concordo nem discordo
- ☐ Discordo
- ☐ Discordo totalmente

10) Em que grau você avalia a relevância dos modelos contábeis para precificar uma ação?

- ☐ Muito relevante
- ☐ Relevante
- ☐ Pouco relevante
- ☐ Sem nenhuma relevância

APÊNDICE 3 - CARTA DE APRESENTAÇÃO PARA QUESTIONÁRIO DE ANALISTAS DE MERCADO

Prezado senhor/senhora:

Estamos desenvolvendo uma pesquisa de dissertação de mestrado na FEA/USP, de âmbito nacional, junto aos analistas de mercado, a respeito da utilização e importância dos modelos de apuração contábeis.

Para que esse projeto de dissertação seja possível, gostaria de contar com a sua ajuda nesse sentido, respondendo o questionário eletrônico (acessado pelo link abaixo), até XX/XX/2012. Vale ressaltar que essa pesquisa é de cunho estritamente acadêmico, e visa proporcionar importantes informações sobre o grau de utilização e importância dos modelos de apuração contábeis no mercado brasileiro.

No que se refere à confidencialidade, não estaremos divulgando informações de respostas individuais e sim os resultados consolidados.

O endereço para resposta é (basta clicar sobre o link):

Se precisar de qualquer informação adicional, ou surjam dúvidas no preenchimento do questionário, não hesite em me procurar pelos contatos abaixo.

Desde já muito obrigado pela colaboração.

Atenciosamente

Aziz Xavier Beiruth

Mestrando em Contabilidade e Controladoria – FEA - USP

Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima

Orientador da Pesquisa de Dissertação

Professor da Universidade de São Paulo - FEA/USP

APÊNDICE 4 - QUESTIONÁRIO PARA ANALISTAS DE MERCADO

1) Qual a sua formação acadêmica?

- ☐ Administração
- ☐ Ciências Contábeis
- ☐ Economia
- ☐ Engenharia
- ☐ Matemática
- ☐ Outra formação

2) Você trabalha há quanto tempo como analista de mercado?

- ☐ Menos de 1 ano
- ☐ Entre 1 e 5 anos
- ☐ Entre 5 e 10 anos
- ☐ Mais de 10 anos

3) Você utiliza modelos de apuração (valuation) contábeis para precificar ações? Exemplo: Residual Income Valuation (RIV), Ohlson, PEG Ratio

- ☐ Sim
- ☐ Não

3.1) Se sim, Qual (is)?

4) Quais modelos você considera mais importantes para se precificar ações? Pode ser dada mais de uma resposta

- ☐ Fluxo de Caixa Descontado
- ☐ Múltiplos
- ☐ Ohlson (Residual Income Valuation)

- ☐ Dividendos Descontados
- ☐ Opções Reais
- ☐ Outro

5) Em que grau você avalia a relevância dos modelos contábeis para precificar uma ação?

- ☐ Muito relevante
- ☐ Relevante
- ☐ Pouco relevante
- ☐ Sem nenhuma relevância

6) Para precificar ações quais áreas do conhecimento você considera mais importantes? Enumere de 1 a 5 (1 - mais importante/5 - menos importante)

- Administração
- Ciências Contábeis
- Economia
- Engenharia
- Matemática

7) Os modelos contábeis poderiam ser mais utilizados na precificação de ações. Qual a sua opinião sobre a afirmativa?

- ☐ Concordo totalmente
- ☐ Concordo
- ☐ Não concordo nem discordo
- ☐ Discordo
- ☐ Discordo totalmente