

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

RAFAEL MOREIRA ANTÔNIO

**Recomendações de ações e a formação de carteiras de investimento: um estudo no
mercado acionário brasileiro**

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima

Ribeirão Preto
2012

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

Prof. Dr. Sigismundo Bialoskorski Neto
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Vinícius Aversari Martins
Chefe do Departamento de Contabilidade

Prof. Dr. André Carlos Busanelli de Aquino
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

RAFAEL MOREIRA ANTÔNIO

Recomendações de ações e a formação de carteiras de investimento: um estudo no mercado acionário brasileiro

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências. Versão Corrigida. A original encontra-se disponível na FEA-RP/USP.

Área de Concentração: Controladoria e Contabilidade

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima

Ribeirão Preto
2012

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Antônio, Rafael Moreira

Recomendações de ações e a formação de carteiras de investimento: um estudo no mercado acionário brasileiro. Ribeirão Preto, 2012.

84 p. : il. ; 30 cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. Área de concentração: Controladoria e Contabilidade.

Orientador: Lima, Fabiano Guasti.

1. Mercado de capitais. 2. Retorno. 3. Ação. 4. Preço. 5. Recomendações.

FOLHA DE APROVAÇÃO

Nome: ANTÔNIO, Rafael Moreira

Título: Recomendações de ações e a formação de carteiras de investimento: um estudo no mercado acionário brasileiro.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências

Área de Concentração: Controladoria e Contabilidade

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Ao meu pai, Antônio Fernando,
que não pôde ver-me mestre.
À minha mãe, Carmen Silvia,
pelo amor incondicional à família.
À Luana, minha futura esposa,
responsável pelos melhores momentos de minha vida.

AGRADECIMENTOS

À Luana, minha noiva, pelo amor, dedicação, companheirismo e inspiração.

À minha família, Carmen Silvia, Antônio Fernando, Thiago, Fernanda e Tiago, pelos anos de companheirismo, superação, apoio e acima de tudo amor.

Aos membros não oficiais desta mesma família, Antônio Lourenço, Maria de Lourdes, Alan, Juliana, Jéssica, Stefen e Scott, pelo acolhimento e apoio nestes anos de excepcional convivência.

Ao meu orientador Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima, pelo exemplo de pesquisador e professor, cujo apoio e ensinamentos foram fundamentais para a execução deste trabalho e para a minha formação.

Ao Prof. Dr. Tabajara Pimenta Junior, pelas ponderações sempre pertinentes e assertivas com relação ao trabalho.

À minha turma de mestrado, companheiros de jornada, responsáveis por ricas discussões e mútuo apoio no transcorrer desta etapa.

Aos Professores do mestrado pelos ensinamentos e pela contribuição à minha formação.

Aos funcionários da FEA-RP, em especial Vânia e Érika, pela excelência com que exercem as suas atividades.

E, finalmente, à todos que contribuíram direta ou indiretamente com a minha formação.

*“[...] Bom mesmo é ir à luta com determinação,
abraçar a vida com paixão,
perder com classe,
e vencer com ousadia,
porque o mundo pertence a quem se atreve
e a vida é “muito” para ser insignificante.”*

Augusto Branco

RESUMO

ANTÔNIO, R.M. **Recomendações de ações e a formação de carteiras de investimento: um estudo no mercado acionário brasileiro.** 2012. 84 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2012.

Os analistas de ações desempenham um papel relevante nos mercados de capitais, na medida em que, direta ou indiretamente, contribuem para a precificação dos papéis e para a composição das carteiras de investimentos. A proposta deste estudo foi a de verificar se é possível obter retornos extraordinários, acima daqueles oferecidos por uma carteira de mercado, com o acompanhamento das recomendações de ações emitidas por analistas do mercado de capitais brasileiro. Com base em uma ampla gama de recomendações consensuais referentes ao período que abrangeu os anos de 2000 a 2010, e com o acompanhamento das séries históricas de retornos dos papéis cobertos pelas análises, foram comparados os desempenhos de duas carteiras, uma formada por ações que receberam recomendações favoráveis e outra formada por ações que receberam recomendações desfavoráveis dos analistas. Os resultados mostraram a existência de um viés nas recomendações, dado que há, sistematicamente, um número maior de favoráveis frente às recomendações desfavoráveis. E mostraram, principalmente, que os analistas não foram capazes de identificar as ações que efetivamente ofereceram maiores retornos ao longo do período considerado.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Retorno. Ação. Preço. Recomendações.

ABSTRACT

ANTÔNIO, R.M. **Stock Recommendations and investment portfolio formation: a study in the Brazilian stock market.** 2012. 84 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2012.

The stock analysts have a relevant role in the capital markets, because, directly or indirectly, they contribute to the paper pricing and to the composition of the investment portfolio. The proposal of this study was to verify if it is possible to obtain extraordinary returns, above those offered by a market portfolio, with the monitoring of the stock recommendations issued by Brazilian capital market analysts. Based on a wide range of consensual recommendations concerning the period from 2000 to 2010, and with the historical series of return of the monitoring of the historical series of paper returns covered by the analyses, the performance of two portfolios, one formed by stocks that received favorable recommendations and the other one formed by stocks that received unfavorable recommendations of the analysts. The results showed the existence of biases in the recommendation, since there is, systematically, a greater number of favorable against unfavorable recommendations. They also showed that, mainly, the analysts were unable to identify the stocks which actually offered greater returns within the period considered.

Keywords: Capital market; Return; Stock; Price; Recommendations.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Exemplo ilustrativo da formação das carteiras	44
--	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1– Distribuição anual de recomendações consensuais favoráveis e desfavoráveis.....	52
Gráfico 2 – Tipos de recomendações	53
Gráfico 3 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2000.....	55
Gráfico 4 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2001.....	56
Gráfico 5 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2002.....	57
Gráfico 6 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2003.....	58
Gráfico 7 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2004.....	59
Gráfico 8 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2005.....	60
Gráfico 9 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2006.....	61
Gráfico 10 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2007.....	62
Gráfico 11 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2008.....	63
Gráfico 12 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2009.....	64
Gráfico 13 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2010.....	65
Gráfico 14 – Retorno acumulado anual das carteiras com recomendações favoráveis e desfavoráveis, Ibovespa e CDI	67

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Pesquisas anteriores que utilizaram diferença entre médias.....	33
Quadro 2 – Pesquisas anteriores que utilizaram estudos de eventos.....	34
Quadro 3 – Pesquisas anteriores que utilizaram Teste t para as médias e demais técnicas.....	35

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Retorno em torno das revisões de recomendações	26
Tabela 2 – Ações identificadas como estratégia de análise.....	38
Tabela 3 – Revistas utilizadas no referencial teórico	39
Tabela 4 – Escala numérica de recomendações.....	41
Tabela 5 – Recomendações da carteira de ações desfavoráveis, 2000.....	45
Tabela 6 – Recomendações consensuais e empresas listadas na BM&FBOVESPA.....	48
Tabela 7 – Estatística descritiva das recomendações consensuais, 2000–2010	48
Tabela 8 – Distribuição anual por tipo de recomendação consensual.....	49
Tabela 9 – Estatística descritiva por tipo de recomendação	50
Tabela 10 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2000.....	55
Tabela 11 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2001	56
Tabela 12 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2002.....	57
Tabela 13 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2003.....	58
Tabela 14 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2004.....	59
Tabela 15 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2005.....	60
Tabela 16 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2006.....	61
Tabela 17 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2007.....	62
Tabela 18 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2008.....	63
Tabela 19 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2009.....	64
Tabela 20 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2010.....	65

Tabela 21 – Retorno acumulado, desvio padrão e coeficiente de variação, 2000 – 2010.....	66
Tabela 22 – Teste t^1 de diferença de médias dos retornos trimestrais das carteiras	68
Tabela 23 – Teste de diferença entre medianas dos retornos trimestrais das carteiras	69
Tabela 24 – Retorno e número de ações que compuseram as carteiras e número de recomendações consensuais, 2000 - 2010	70

LISTA DE APÊNDICES

APÊNDICE A – Ações que compuseram as carteiras, 2000-2010	79
APÊNDICE B – Empresas estudadas nesta pesquisa, 2000-2010	83

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	16
1.1	Formulação do problema	17
1.2	Objetivos	18
1.3	Hipótese	18
1.4	Justificativa	18
1.5	Principais diferenças entre este estudo e o de Moshirian et al. (2009)	19
1.6	Estrutura do trabalho	20
2	REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1	O papel dos Analistas	21
2.2	Informação e os Analistas	22
2.3	Viés nas Análises	29
2.4	Estudos anteriores	32
2.5	Estudos brasileiros	35
3	METODOLOGIA	40
3.1	Características Amostrais	40
3.2	Método	42
3.2.1	Seleção de portfólios	43
3.3	Estatística descritiva	47
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	51
4.1	Características das recomendações	51
4.2	Retorno dos portfólios	54
4.3	Teste de diferença entre as médias e medianas	68
5	CONCLUSÕES	71
5.1	Limitações da pesquisa e sugestões para estudos futuros	73
	REFERÊNCIAS	74
	APÊNDICE A – Ações que compuseram as carteiras, 2000-2010	79
	APÊNDICE B – Empresas estudadas nesta pesquisa, 2000-2010	83

1 INTRODUÇÃO

As previsões dos analistas de mercado de capitais foram objeto de estudo de diversas pesquisas (BJERRING *et al.*, 1983; ELTON *et al.*, 1986; WOMACK, 1996; LIN; MCNICHOLS, 1998; BARBER *et al.*, 2001; JEGADEESH *et al.*, 2004; LIM; KONG, 2004; ASQUITH *et al.*, 2005; CHAN *et al.*, 2006; MOSHIRIAN *et al.*, 2009; HALL; TACON, 2010; SIDHU; TAN, 2011). No Brasil destacam-se os estudos de Martinez (2004 e 2007), Boff *et al.* (2006) e Dalmácio (2009).

Algumas (LIM; KONG, 2004; ASQUITH *et al.*, 2005; CHAN *et al.*, 2006) utilizaram as recomendações, preços alvos e previsões de lucros por ações emitidos por analistas de mercado de capitais para verificar o impacto destas previsões e recomendações no preço das ações, enquanto outras (BJERRING *et al.*, 1983; ELTON *et al.*, 1986; WOMACK, 1996; BARBER *et al.*, 2001; MOSHIRIAN *et al.*, 2009) verificaram a habilidade dos analistas em selecionar ações superavaliadas e subavaliadas, por meio de recomendações de investimentos em ações.

Os analistas de mercado de capitais desempenham um importante papel como intermediários no mercado financeiro (LOH; MIAN, 2006). São responsáveis por analisar e acompanhar o desempenho de companhias para que possam recomendar investimentos aos demais participantes do mercado, mais especificamente aos investidores que acompanham tais previsões. Os relatórios emitidos por eles contemplam análises setoriais e da economia. Além disso, destacam-se a emissão de recomendações de ações utilizadas nesta pesquisa para inferir a capacidade dos analistas em antecipar retornos futuros, por meio de recomendações de ações lucrativas ao investidor no mercado acionário brasileiro.

Recentes pesquisas evidenciaram que há impacto no preço das ações relacionado à emissão de recomendações de analistas. Dentre elas destacam-se as de Dimson e Marsh (1984), Brav e Lehavy (2003) e Moshirian *et al.* (2009).

Mais do que isso, estudos anteriores (BJERRING *et al.*, 1983; ELTON *et al.*, 1986; LIM; KONG, 2004; CHAN *et al.*, 2006; MOSHIRIAN *et al.*, 2009) revelaram que os investidores que acompanhassem as recomendações dos analistas poderiam ter alcançado retornos anormais positivos e significantes nos mercados e amostras estudados.

Bjerring *et al.* (1983) analisaram as recomendações emitidas por uma empresa canadense de gestão de investimentos de setembro de 1977 a fevereiro de 1981, cujas recomendações foram de empresas canadenses e norte americanas; já Elton *et al.* (1986)

verificaram as recomendações mensais coletadas na última semana de cada mês de 33 corretoras entre março de 1981 e novembro de 1983 para ações listadas na bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE).

Lim e Kong (2004) utilizaram para a pesquisa as previsões de lucros por ação de Hong Kong, Austrália e Singapura entre os anos de 1994 e 1996 e as previsões de lucros por ação da Coreia entre os anos de 1995 e 1996, enquanto Chan *et al.* (2006) empregaram recomendações de ações, preços diários das ações, volume de negociação entre novembro de 1996 e março de 2002 de ações listadas na bolsa de valores da Austrália (ASX). O estudo de Moshirian *et al.* (2009) foi realizado entre janeiro de 1996 e dezembro de 2005 em mercados emergentes, dentre eles o Brasil.

O presente estudo formou carteiras de ações a partir das recomendações consensuais dos analistas do mercado brasileiro. Com a finalidade de testar o resultado das ações recomendadas foram utilizados os seguintes dados: recomendações consensuais trimestrais e cotações de fechamento trimestrais de ações que tiveram cobertura dos analistas entre os anos de 2000 e 2010. A partir de então foram separadas duas amostras (portfólios fundamentados nas recomendações) de retornos de ações: 1) ações com recomendações favoráveis e 2) ações com recomendações desfavoráveis. Esta segregação teve como objetivo identificar a diferença entre as médias dos retornos, com a realização de testes de diferença entre médias e medianas para amostras independentes.

A partir dos resultados obtidos pretende-se contribuir com a literatura que trata do impacto e do papel dos analistas no mercado acionário, com destaque ao mercado brasileiro. Além disso, trazer à discussão a possibilidade de obtenção de lucros com as recomendações de investimentos, especificamente recomendações de ações, em mercados emergentes.

1.1 Formulação do problema

Em função do exposto e com a aspiração de testar o que fora aludido por Moshirian *et al.* (2009), ou seja, que o investidor que acompanhasse as recomendações de ações, emitidas por analistas, em mercados emergentes – incluindo o Brasil – poderia obter lucros no mercado acionário, o presente estudo tem como problema de pesquisa: é possível obter lucros a partir do acompanhamento das recomendações de ações emitidas por analistas de mercados de capitais de empresas brasileiras?

1.2 Objetivos

O objetivo principal deste estudo é averiguar se os analistas foram capazes de recomendar ações lucrativas aos investidores brasileiros a partir de recomendações de ações que apresentaram retornos positivos em períodos subsequentes.

Como objetivos secundários podem-se destacar: identificação das características das recomendações dos analistas brasileiros, a evolução do mercado acionário e do número de empresas acompanhadas pelos analistas entre 2000 e 2010.

1.3 Hipótese

Este trabalho baseia-se na hipótese de que os analistas de mercados de capitais são capazes de diferenciar ações superavaliadas e subavaliadas. Principalmente pelo que fora aludido por Moshirian *et al.* (2009) e outros estudos anteriores (BJERRING *et al.*, 1983; ELTON *et al.*, 1986; LIM; KONG, 2004; CHAN *et al.*, 2006).

Para testar a questão de pesquisa foram elaboradas as seguintes hipóteses, nula (H_0) e alternativa (H_1):

H_0 : Os analistas não são capazes de prever o desempenho futuro das ações.

H_1 : Os analistas são capazes de prever o desempenho futuro das ações.

1.4 Justificativa

Pesquisadores e participantes do mercado em geral têm apresentado interesse em entender como as atividades dos analistas afetam a eficiência de mercado de capitais (JEGADEESH *et al.* 2004). As recomendações de compra e venda das corretoras de valores mobiliários são de interesse de investidores individuais, gestores de fundos de investimentos e pesquisadores acadêmicos, além disso, as corretoras constituem um extenso segmento do setor de serviços financeiros e como tal demandam atenção (STICKEL, 1995).

O crescimento da demanda pelas habilidades dos analistas é atribuído aos seguintes fatores: as recomendações de ações foram particularmente valiosas para os investidores em mercados desenvolvidos; além disso, a rápida expansão na segurança dos negócios em mercados emergentes, o significativo crescimento econômico e a melhora nos lucros das corporações nestas regiões também estimulam o aumento da procura pelas recomendações dos analistas (MOSHIRIAN *et al.*, 2009).

Outro aspecto importante relaciona-se aos consideráveis gastos despendidos pelas corretoras de valores mobiliários visando capacitar seus analistas para que eles produzam recomendações de investimentos, além disso, há diversas pesquisas acadêmicas relacionadas aos analistas (CHAN *et al.*, 2006). Dentre as pesquisas pode-se destacar as de Bjerring *et al.* (1983), Elton *et al.* (1986), Lin e McNichols (1998), Barber *et al.*, (2001), Jegadeesh *et al.* (2004), Moshirian *et al.* (2009), Hall e Tacon (2010) e Sidhu e Tan (2011). Uma das extensões abrange que as recomendações são capazes de prever retornos futuros (CHAN *et al.*, 2006).

1.5 Principais diferenças entre este estudo e o de Moshirian *et al.* (2009)

As principais diferenças entre este estudo e o elaborado por Moshirian *et al.* (2009) estão destacadas nesta etapa com o intuito de distinguir o que fora realizado por cada pesquisa. Uma diferença inicial relaciona-se com os períodos analisados, Moshirian *et al.* (2009) analisaram a década de 1996 à 2005 enquanto que o presente estudo compreendeu onze anos, de 2000 à 2010.

Os dados utilizados pelo presente estudo foram compostos por recomendações consensuais trimestrais e cotações de fechamento trimestrais de ações ajustados para proventos, já Moshirian *et al.* (2009) utilizaram os seguintes dados: recomendações de ações, retorno das ações e dados contábeis, como retorno sobre o capital empregado, estrutura de capital, tamanho das firmas e a razão entre valor de mercado por valor patrimonial (*Market-to-Book ratio*). O presente estudo utilizou recomendações consensuais, diferentemente de Moshirian *et al.* (2009) que empregaram recomendações individuais.

Os mercados emergentes analisados por Moshirian *et al.* (2009) foram compostos por Argentina, Brasil, China, Chile, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Coréia, México e África do Sul enquanto o presente estudo considerou o mercado acionário brasileiro.

Moshirian *et al.* (2009) computaram o *Buy-and-Hold abnormal returns* (BHARs) com relação ao índice de mercados emergentes *Morgan Stanley Capital International (MSCI) Emerging Markets Index*. A técnica de pesquisa adotada por Moshirian *et al.* (2009) foi o estudo de eventos centrado no dia da emissão das recomendações e revisões. O estudo de Moshirian *et al.* (2009) identificou a reação de mercado à emissão de recomendações e revisões de recomendações de ações. Moshirian *et al.* (2009) separaram as recomendações em dois grupos, o primeiro foi composto pelas recomendações *Strong Buy* e *Buy* e o segundo pelas recomendações *Underperform*, *Sell* e *Strong Sell*. Além disso, os dados contábeis foram

utilizados para estabelecer os fatores determinantes do *Buy-and-Hold abnormal returns* (BHARs) por meio de uma regressão linear.

O presente estudo separou duas carteiras de investimentos a partir das recomendações consensuais emitidas pelos analistas e utilizou como técnica de pesquisa a diferença entre médias e medianas para amostras independentes para testar a capacidade dos analistas em diferenciar o desempenho futuro das ações.

Na elaboração do presente estudo também foi adotado um índice de referência e aproximação de mercado, o índice BMF&Bovespa (Ibovespa). Com a finalidade de testar a capacidade dos analistas em recomendar ações lucrativas aos investidores foram formadas duas carteiras, uma de ações com recomendações favoráveis e outra com recomendações desfavoráveis. Os testes de diferenças entre médias e medianas para amostras independentes foram utilizados no presente estudo, estes testes tiveram como objetivo inferir sobre a capacidade dos analistas em diferenciar ações superavaliadas e subavaliadas. As amostras independentes adotadas neste estudo foram compostas pelas carteiras favoravelmente e desfavoravelmente recomendadas.

A contribuição do presente estudo centra-se na formação e no acompanhamento do desempenho das carteiras de investimentos formadas pelas recomendações de ações emitidas pelos analistas brasileiros.

1.6 Estrutura do trabalho

O estudo está organizado em quatro partes. A primeira compreende esta introdução; a segunda é a revisão da literatura que apresenta abordagens e estudos prévios relacionados às recomendações de analistas; em seguida, na terceira parte, são apresentados os dados utilizados e a metodologia empregada; e finalmente, a quarta parte apresenta os resultados obtidos com a consecução da pesquisa e a conclusão do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 O papel dos Analistas

Os analistas de mercados de capitais são agentes responsáveis pelo acompanhamento das divulgações financeiras, voluntárias e obrigatórias, e da evolução do desempenho, ao longo do tempo, de empresas que possuem ações negociadas em bolsa de valores. A partir de então emitem pareceres e opiniões sobre o desempenho futuro, fazem recomendações de compra e venda das ações ao mercado e auxiliam decisões de investimento. Podem trabalhar de forma independente ou como funcionários de corretoras de investimentos; e, sobretudo, são responsáveis pela gestão de carteiras de investimentos.

A instrução CVM nº 388/03 institui que a atividade dos analistas de investimentos estudados nesta pesquisa:

[...] consiste na avaliação de investimento em valores mobiliários, em caráter profissional, com a finalidade de produzir recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos para divulgação ao público, que auxiliem no processo de tomada de decisão de investimento.

Ivkovic´ e Jegadeesh (2004) ressaltaram que os analistas executam o importante papel de coletar e processar informações sobre as firmas e disseminá-las aos investidores individuais e às instituições. Outra explicação estabelece os analistas como profissionais responsáveis por produzir previsões de lucros empresariais, elaborar relatórios individuais das companhias, realizar análises setoriais e industriais além de emitir recomendações de ações (JEGADEESH *et al.* 2004). Sobretudo Lin e McNichols (1998) assinalaram que as recomendações e as previsões de lucros são os elementos principais dos relatórios emitidos pelos analistas. Para Martinez (2004) os analistas são os profissionais responsáveis por avaliar o desempenho e as perspectivas futuras das empresas de capital aberto. Ainda para Martinez (2004, p. 196) “[...] os analistas influenciam o desempenho do mercado de capitais brasileiro”.

De maneira sumarizada, os analistas são intermediários que atuam entre a administração das firmas e os participantes do mercado em geral. São responsáveis por promover eficiência de mercado por meio da redução na assimetria informacional existente no mercado. Disponibilizam três informações críticas: previsões de lucros, recomendações de ações e preços alvos. Além disso, procuram ajudar os investidores a identificar lucrativas

oportunidades de investimentos (HALL; TACON, 2010). Mais do que isso, a contribuição dos analistas de mercado de capitais para a eficiência dos mercados financeiros tem sido estudada amplamente na literatura (DORAN *et al.* 2010).

Para Moyer *et al.* (1989) é suportada a alegação de Jensen e Meckling (1976) de que os analistas de ações são socialmente produtivos, particularmente por reduzir os custos de agência associados à separação entre propriedade e controle.

Assim, a importância dos analistas de mercado, estabelecida pela literatura, é o tema central deste estudo cuja ênfase empregada é a possibilidade de os investidores que seguirem as orientações e recomendações de ações auferirem lucros no mercado acionário brasileiro.

2.2 Informação e os Analistas

Mercado eficiente é caracterizado pela hipótese de que os preços refletem completamente a informação disponível no mercado (FAMA, 1998). Estudos anteriores identificaram a reação do mercado (volatilidade dos preços das ações) após a emissão de revisões e recomendações de ações elucidando que a emissão de recomendações pelos analistas contribui para a formação do preço das ações.

Jensen e Meckling (1976) ressaltaram que há evidências que indicam que os preços das ações incorporam de maneira imparcial todas as informações publicamente disponíveis e muito do que poderia ser classificado como informação privada.

Além disso, se os analistas acreditam que o mercado é razoavelmente eficiente, então eles realizam revisões de recomendações a partir de comparações entre o preço de mercado das ações e o seu valor. O valor é construído a partir de informações privadas e na crença de que os analistas possuem uma habilidade superior em criar informações por meio do processamento de informação pública (ALTINKILIC; HANSEN, 2009).

Para Salva e Sonney (2011) as recomendações de ações constituem o resultado final das pesquisas dos analistas de mercado e refletem a opinião global sobre o valor das ações em relação aos preços de mercado destas ações. De acordo com Francis e Soffer (1996) as recomendações são vistas como expressões de crenças dos analistas sobre os valores das ações com relação aos seus preços de mercado.

O impacto no preço das ações, após a emissão de revisões negativas de previsões de lucros, é consistentemente mais forte do que para revisões positivas na Austrália, Hong Kong, Coréia e Singapura (LIM; KONG, 2004). Ainda de acordo com Lim e Kong (2004) as revisões positivas (das previsões de lucros) parecem afetar de maneira distinta mercados

emergentes e desenvolvidos, no entanto essa diferença não é encontrada em revisões negativas.

As previsões de lucros emitidas pelos analistas são empregadas como *proxies* das expectativas do mercado sobre lucros futuros, pois são mais acuradas e associam-se fortemente com os retornos adicionais auferidos na data de divulgação dos resultados quando comparadas aos modelos de séries temporais de lucros (BROWN; ROZEFF, 1978; FRIED; GIVOLY, 1982; BROWN *et al.*, 1987a,b; CHEN, 2010).

Guerard e Beidleman (1986) analisaram 35 empresas norte americanas entre 1981 e 1982 e assinalaram que os modelos de séries temporais complementam as previsões dos analistas. No entanto, Guerard e Beidleman (1986) questionaram a acurácia das previsões dos analistas juntamente com outros estudos (CRAGG; MALKIEL, 1968; ELTON; GRUBER, 1972). Com isso há evidências empíricas contrastantes da acurácia dos analistas quando comparada com os modelos de séries temporais.

Os analistas exercem influência nos participantes do mercado de capitais, uma vez que as previsões de lucro e recomendações de ações, por eles emitidas, são utilizadas como aproximação das expectativas de mercado. Esse aspecto realça o papel dos analistas. Logo, a reação do mercado à emissão de recomendações é um item que merece destaque. Desta forma, o impacto, no preço das ações, ocasionado pela emissão das recomendações e previsões dos analistas foi estudado anteriormente.

Dimson e Marsh (1984) estabeleceram que os preços das ações sofrem reações rápidas à informação contida nas previsões dos analistas. Ou seja, a amostra e o mercado estudados foram influenciados e reagiram às previsões de analistas. Salientando assim o papel destes agentes no mercado de capitais. O estudo de Dimson e Marsh (1984) foi no Reino Unido entre os anos de 1980 e 1981.

Brav e Lehavy (2003) encontraram significantes reações de mercado para as informações contidas nos preços alvos, acompanhados ou não de recomendações de ações e previsões de lucros. Mais recentemente Moshirian *et al.* (2009) constataram que os preços das ações reagem significativamente com as recomendações e revisões, realizadas pelos analistas.

Moshirian *et al.* (2009) estudaram entre 1996 e 2005 as recomendações e revisões dos analistas nos seguintes mercados emergentes: Argentina, Brasil, China, Chile, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Coréia, México e África do Sul. A pesquisa utilizou recomendações de ações, retorno de ações e dados contábeis para verificar o impacto, no preço das ações, da emissão de revisões e recomendações de ações bem como a possibilidade de obtenção de lucros a partir do acompanhamento das recomendações. Moshirian *et al.* (2009) calcularam o

Buy-and-Hold abnormal returns (BHARs), cujo índice de referência foi o *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) *Emerging Markets Index* e a técnica de pesquisa empregada foi o estudo de eventos centrado no dia da emissão das recomendações e revisões.

Moshirian *et al.* (2009) assinalaram que os BHARs no dia do evento (emissão da recomendação) foi de 2,88% para as recomendações favoráveis enquanto que para as recomendações desfavoráveis foi de - 3,69%.

Sobretudo, cabe salientar que Jegadeesh *et al.* (2004) estabeleceram a evidência de que as alterações nas recomendações consensuais previram a direção do preço das ações entre o terceiro e o décimo segundo mês após a revisão; enquanto Chan *et al.* (2006) documentaram que há retornos significativamente diferentes de zero em todos os tipos de recomendações, com exceção às recomendações classificadas pelos autores como virgens, que são àquelas caracterizadas pela primeira recomendação feita por um analista à determinada empresa.

Bjerring *et al.* (1983) assinalaram que a informação contida na recomendação não foi imediatamente refletida nos preços do mercado; além disso pelo menos alguns analistas de mercados tornaram o mercado mais eficiente fornecendo informações aos seus clientes.

No estudo de Bjerring *et al.* (1983) foram utilizadas as seguintes listas de ações: recomendadas, especulativas e representativas publicadas por uma empresa de gestão de investimentos situada no Canadá. As listas de ações recomendadas e especulativas foram apresentadas semanalmente enquanto que a lista de ações representativas foi disponibilizada mensalmente. A lista de ações recomendadas é composta por recomendações de compra às ações cuja expectativa é de geração de retornos anormais positivos; já a lista de ações especulativas é vista como arriscada, pois gera discordância de opiniões entre os membros das corretoras, com relação ao desempenho futuro; enquanto a lista representativa de ações é formada por ações retiradas da lista de ações recomendadas e por novas recomendações de um analista a determinada ação.

De acordo com o estudo de Bjerring *et al.* (1983) as ações da lista recomendada apresentaram em média retornos anormais positivos e o retorno anormal das ações da lista representativa ficaram perto de zero. As ações da lista recomendada apresentaram um retorno anormal de 0,279%, as ações da lista especulativa apresentaram um retorno anormal negativo de 0,656% e as ações da lista representativa um retorno de 0,067%. Bjerring *et al.* (1983) enfatizaram que muitas ações que estavam na lista de ações representativas vieram da lista de ações recomendadas, indicando assim que os analistas foram capazes de indicar ações lucrativas no mercado canadense e norte americano, amostra analisada pelo estudo.

Constatou-se que há informação contida nas trocas de recomendações realizadas pelos analistas (revisões de recomendações). Além disso, cerca de 4,5% de retornos extras podem ser alcançados com a compra de ações que apresentaram novas recomendações de compra (*Buys*¹) em comparação às novas recomendações de venda (*Sells*²) (ELTON *et al.*, 1986). Ainda para Elton *et al.* (1986) a troca de recomendação de uma ação (de *Buy* para *Sell*, por exemplo) contém mais informação do que a manutenção da recomendação passada.

Jegadeesh e Kim (2006) documentaram ainda que no Japão e nos Estados Unidos (os dois maiores mercados de capitais mundiais) há evidências significativas de que há valor contido nas recomendações dos analistas. Deste modo, pode-se constatar que os analistas influenciam o valor das ações, ou seja, o mercado reage às emissões de recomendações feitas por analistas de mercados.

Com relação à maneira com que os investidores avaliam as informações contidas nos relatórios emitidos pelos analistas, Asquith *et al.* (2005) assinalaram que os investidores colocam mais confiança quando o relatório é um *Downgrade*; para os relatórios de reiteração os elementos que importaram foram os preços alvos e as justificativas dadas. Já para *Upgrades* nenhum elemento mostrou-se estatisticamente relevante.

Outro aspecto fundamental a ser destacado é a possibilidade de obtenção de lucros a partir do acompanhamento das recomendações emitidas pelos analistas. Assim, segundo Barber *et al.* (2001) ao longo do período de 1986 a 1996 um portfólio composto de ações (listadas nos índices CRSP NYSE/AMEX/Nasdaq) com recomendações mais favoráveis forneceu um retorno positivo anual bruto médio de 4,13% enquanto que uma carteira composta por ações com recomendações menos favoráveis forneceu retorno negativo de 4,91%. Consequentemente com uma estratégia de compra de ações favoravelmente recomendadas e venda rápida àquelas ações cujas recomendações foram menos favoráveis obteve-se 75 pontos base de retorno anormal bruto mensal. No entanto esse retorno reduziu-se se os investidores não rebalanciaram seus portfólios diariamente ou demoraram em agir fundamentados nas trocas de recomendações consensuais dos analistas.

O ponto enfatizado por Barber *et al.* (2001) reforça a capacidade, apresentada pelos aconselhamentos dos analistas, em segregar ações superavaliadas e subavaliadas e emitir recomendações de ações lucrativas aos participantes de mercados de capitais.

¹ Tradução do autor para compra as recomendações emitidas cuja denominação é *Buy*.

² Tradução do autor para venda as recomendações emitidas cuja denominação é *Sell*.

Para Elton *et al.* (1986) quando os analistas trocam suas recomendações, retornos positivos podem ser alcançados e a informação é absorvida no preço da ação dentro de três meses.

A tabela 1 traz estudos que tiveram como foco o retorno das ações em torno das revisões de recomendações de ações. As revisões são classificadas em *Downgrades*, quando um analista inicialmente recomendou uma compra e em seguida revisou esta recomendação para venda e *Upgrades* que, de maneira análoga, são caracterizados por trocas de recomendações de venda para compra. De acordo com Barber *et al.*, (2001) o retorno, para o período de três dias centralizado no dia da revisão de recomendação, é, em geral, significativo e positivo para *Upgrades* e significativo e negativo para *Downgrades*.

Pode-se verificar na tabela 1 que há retornos negativos após *Downgrades* e positivos após *Upgrades*, indicando assim que as recomendações podem ser uma ferramenta lucrativa para os investidores, similarmente ao que fora assinalado por Barber *et al.*, (2001). Além disso, é aceito que os analistas transmitem informação negativa com *Downgrades* e informações positivas com *Upgrades* (ALTINKILIC; HANSEN, 2009).

Tabela 1 – Retorno em torno das revisões de recomendações

Estudo	Período	Dias relativos	<i>Downgrades</i>		<i>Upgrades</i>	
			Retorno %	N	Retorno %	N
Elton <i>et al.</i> (1986)	1981 – 1983	-10 até +10	- 0,56	1.637	1,91	496
Womack (1996)	1989 – 1991	-1 até +1	- 4,30	570	3,30	694
Francis e Soffer (1996)	1988 – 1991	-1 até +1	- 2,41	53	0,75	49
Mikhail <i>et al.</i> (2004)	1985 – 1999	-2 até +2	- 2,92	68.472	1,14	61.014
Ivkovic´ e Jagadeesh (2004)	1990 – 2002	0 até +2	- 6,17	53.542	3,79	42.971
Asquith <i>et al.</i> (2005)	1997 – 1999	-2 até +2	- 6,60	125	4,50	262
Green (2006)	1998 – 2001	0 até +1	- 8,81	4.450	5,74	2.727

Fonte: Adaptado de Altinkilic e Hansen (2009)

É importante destacar que na tabela 1 o estudo de Elton *et al.* (1986) baseou-se em retornos mensais, enquanto Womack (1996) examinou *Downgrades* e *Upgrades* extremos.

Womack (1996) verificou a reação do mercado às adições e remoções de ações nas classificações mais (*Buy*) ou menos (*Sell*) atrativas, ou seja, analisou a reação do mercado à adição de determinada ação à lista de recomendações de compra e a remoção de determinada ação da lista de recomendações de compra e de maneira análoga a inclusão e exclusão de ações da lista de recomendações de venda.

Elton *et al.* (1986) analisaram a informação contida nas trocas de recomendações. As recomendações utilizadas foram as de escala de cinco pontos variando de 1 (um) até 5 (cinco) pontos. Elton *et al.* (1986) separaram as recomendações com escala 1 e 2 como as favoráveis ou de compra e as recomendações com escalas 4 e 5 foram consideradas desfavoráveis ou de venda. Já as recomendações com escala 3 foram consideradas neutras.

A maneira utilizada por Elton *et al.* (1986) para a consecução da pesquisa foi a formação de duas carteiras de ações, uma com ações que tiveram *Upgrades* para as escalas 1 e 2 e outra com *Downgrades* para as recomendações 4 e 5. Em seguida foram calculados os retornos anormais das carteiras formadas e comparadas com as ações que receberam novas recomendações neutras.

Ainda pode-se verificar, na tabela 1, que o estudo de Francis e Soffer (1996) apresentou um retorno de 0,75% para as ações que tiveram suas recomendações alteradas com *Upgrades*, o menor retorno quando comparado aos demais estudos reportados na tabela 1. Esta diferença pode estar relacionada ao tamanho da amostra do estudo de Francis e Soffer (1996) que utilizou 1.483 relatórios escritos por analistas de 51 corretoras entre janeiro de 1988 e junho de 1991 para 54 companhias. Para alcançar esta amostra os pesquisadores escolheram 100 empresas aleatoriamente que haviam apresentado, nas revisões de lucros por ações (EPS), um EPS absoluto menor do que 80% em 1988 e 1989. O número de empresas foi reduzido para 54, pois somente essas apresentaram pelo menos um relatório dos analistas; além disso, das 54 firmas restantes houve 53 *Upgrades* e 49 *Downgrades* no período analisado.

Francis e Soffer (1996) obtiveram os relatórios dos analistas na base de dados *Investext* e as empresas foram escolhidas randomicamente da *Compustat*.

Mikhail *et al.* (2004) calcularam o *Buy-and-Hold abnormal returns* (BHARs) em torno das revisões de recomendações, procedimento semelhante ao usado por Moshirian *et al.* (2009). Além disso, Mikhail *et al.* (2004) assinalaram que os analistas que recomendaram ações mais (menos) lucrativas no passado tendem a emitir recomendações mais (menos) lucrativas no futuro, pois o estudo analisou o desempenho dos analistas ao longo dos anos de análise.

Ivkovic´ e Jagadeesh (2004) aplicaram um estudo de eventos que procurou identificar a reação do mercado às revisões de previsões de lucros e de recomendações de ações emitidas pelos analistas de mercado. Ivkovic´ e Jagadeesh (2004) apontaram que o retorno das ações após *Upgrades* foi de 3,79% enquanto que para *Downgrades* foi de - 6,17%, de acordo com a

tabela 1. As ações analisadas por Ivkovic´ e Jagadeesh (2004) compunham os seguintes índices: NYSE, AMEX e Nasdaq.

Com relação às revisões de previsões de lucros o retorno médio das ações foi de 1,02% após *Upgrades* e de - 1,17% após *Downgrades*, apontou ainda o estudo de Ivkovic´ e Jagadeesh (2004). Esta diferença entre os retornos após as revisões de recomendações e de previsões de lucros pode indicar que o mercado responde diferentemente para cada tipo de revisão emitida pelos analistas. Com isso, Asquith *et al.* (2005) descreveram o conteúdo dos relatórios de analistas de ações e analisaram as reações do mercado para os elementos destes relatórios e reportaram que o mercado reage positivamente e significativamente às revisões de lucros por ação e recomendações. Asquith *et al.* (2005) ainda avaliaram a reação do mercado às revisões de preços alvos e documentaram que a reação do mercado a essas revisões é mais forte do que às revisões de lucros por ação.

Green (2006) reportou o maior (5,74%) e o menor (- 8,81%) retorno em torno de *Upgrades* e *Downgrades* como podem ser observados na tabela 1, o retorno que é apresentado por Green (2006) é o retorno acumulado em uma janela de eventos de dois dias. O estudo de Green (2006) analisou as ações listadas na Nasdaq e apresentou cerca de duas vezes a magnitude dos retornos encontrados por Womack (1996), como observado na tabela 1.

Stickel (1995) documentou que recomendações de compra (*Buy*) emitidas por corretoras estavam associadas a um aumento médio de 1,16% no preço das ações após onze dias da recomendação. Enquanto que as recomendações de venda (*Sell*) com uma média negativa de 1,28% de queda no preço.

Segundo Bjerring *et al.* (1983) os investidores que acompanharam as recomendações poderiam ter alcançado significantes e positivos retornos anormais mesmo após considerar os custos inerentes às transações. Estudo posterior constatou – similarmente – que os investidores podem obter retornos anormais agindo rapidamente conforme as recomendações dos analistas em função da grande assimetria informacional presente em mercados emergentes (MOSHIRIAN *et al.*, 2009); este estudo englobou países emergentes – dentre eles, o Brasil.

Moshirian *et al.* (2009) destacaram ainda que a China e o Brasil apresentaram, com relação aos demais países emergentes analisados, um número maior de *Upgrades* e que este fato deve-se ao rápido crescimento na economia e no desenvolvimento dos mercados nesses países. O Brasil apresentou 56,16% de *Upgrades* e 43,84% de *Downgrades* de acordo com o estudo.

Com relação ao *Cumulative Abnormal Return* (CAR) obtido com as revisões de recomendações, Moshirian *et al.* (2009) destacaram que no Brasil os *Downgrades* foram

seguidos de um CAR no dia da revisão de - 1,46% enquanto que os *Upgrades* apresentaram um CAR de 1,21%. Esta constatação apresenta a possibilidade de ganhos a partir do acompanhamento das recomendações dos analistas de mercado.

Jegadeesh *et al.* (2004) examinaram estratégias fundamentadas nas revisões das recomendações consensuais dos analistas e encontraram que as trocas de recomendações trimestrais foram fortes prognósticos de retornos futuros. Além disso, analistas que emitiram previsões de lucros mais acuradas emitiram também recomendações mais lucrativas (LOH; MIAN, 2006). Já para Hall e Tacon (2010) analistas que emitiram previsões de lucro mais precisas não foram capazes de recomendar ações mais lucrativas. Indicando que há evidências empíricas divergentes na literatura pertinente ao tema.

Com relação ao prazo com que os retornos foram obtidos a partir do acompanhamento das recomendações, Elton *et al.* (1986) documentaram que investidores que agiram sobre as trocas de recomendações obtiveram retornos positivos nos três primeiros meses após a troca de recomendação. Segundo Elton *et al.* (1986, p. 712): “[...] excess returns are found in the month during which there is a change in the brokerage firm recommendations, as well as during the next two months”.

Enquanto Dimson e Marsh (1984) encontraram que mais da metade do valor da informação presente é apreendido no preço das ações no final do primeiro mês após cada previsão.

É imperativo destacar que na literatura há evidências empíricas divergentes. Altinkilic e Hansen (2009) não encontraram reações de retornos significantes e grandes com as revisões quando comparados aos estudos anteriores. Altinkilic e Hansen (2009) sugerem que a diferença surge em função de os analistas revisarem rapidamente suas recomendações após notícias corporativas e os estudos não separaram os retornos específicos das revisões de recomendações e das notícias corporativas. Ainda para Altinkilic e Hansen (2009) os mercados são mais eficientes do que se acreditava anteriormente.

2.3 Viés nas Análises

Alguns estudos (ELTON *et al.*, 1986; WOMACK, 1996; LIN; MCNICHOLS, 1998; JEGADEESH; KIM; 2006; MOSHIRIAN *et al.*, 2009) destacaram a existência de viés positivo nas recomendações, ou seja, identificaram um maior número de recomendações favoráveis (*Strong Buy, Buy*) em comparação às desfavoráveis (*Underperform, Sell e Strong Sell*). Além disso, as previsões de lucros são geralmente otimistas e os analistas apresentaram-

se mais otimistas para recomendações de venda (*Sell*) e de manutenção dos papéis (*Hold*³) quando comparados às recomendações de compra (*Buy*) (FRANCIS; PHILBRICK, 1993).

Jegadeesh e Kim (2006) encontraram que a frequência de recomendações de venda e venda forte (*Sell* e *Strong Sell*) são menores do que as de compra e compra forte (*Buy* e *Strong Buy*) nos países listados no grupo dos sete (Alemanha, Inglaterra, Estados Unidos, Canadá, França, Itália e Japão). Mais recentemente Moshirian *et al.* (2009) realçaram a existência de viés favorável nas recomendações em mercados emergentes. Para Womack (1996) as novas recomendações de compra foram emitidas sete vezes mais do que novas recomendações de venda, sugerindo que as corretoras são relutantes em emitir recomendações desfavoráveis.

O viés é atribuído ao temor que as corretoras de valores mobiliários apresentaram em depreciar seus negócios comerciais; isso faz com que os analistas, vinculados à elas, relutem em realizar recomendações desfavoráveis às atuais ou potenciais empresas clientes (MOSHIRIAN *et al.*, 2009). Na mesma linha, Lin e McNichols (1998) destacaram que os analistas afiliados aos bancos de investimentos responsáveis por conduzir subscrições emitiram recomendações e previsões de lucros significativamente mais favoráveis, para as empresas que fizeram subscrições de ações, quando comparados aos analistas sem vínculos. Ainda para Lin e McNichols (1998) esse viés pode refletir o incentivo dos analistas afiliados em emitir recomendações excessivamente favoráveis com a finalidade de manter relações com os clientes; pois, segundo Lin e McNichols (1998), a subscrição de ações exige um investimento substancial no desenvolvimento e na gestão de relacionamento entre as empresas emissoras e as instituições responsáveis pela organização de tal emissão e receber um relatório de boas vindas negativo pode desencorajar a subscrição em determinado banco de investimento; fato que corrobora com o que fora assinalado por Moshirian *et al.* (2009).

Além disso, este viés apresentado por analistas vinculados aos bancos de investimento sugere que há também incentivos para que as empresas, que farão subscrição de ações, escolham bancos de investimentos cujos analistas apresentem opiniões mais favoráveis (LIN; MCNICHOLS, 1998).

Lin e McNichols (1998) assinalaram também que o maior número de recomendações de compra em comparação às recomendações de venda pode ser explicado pelo fato de que as recomendações de compra geram um volume maior de negociações de ações.

³ Tradução do autor para manter as recomendações emitidas cuja denominação é *Hold*.

O aumento no volume de negociação, por meio da emissão de um número maior de recomendações favoráveis, trará à corretora, cujo analista é vinculado, maior arrecadação com corretagem no exercício de ordens de negociação (ordens executadas de compra, por exemplo). Logo, há motivos e conflito de interesses para que os analistas emitam um maior número de recomendações favoráveis em comparação às desfavoráveis.

Sobretudo, a ideia de que os analistas geram negócios para as suas firmas também tem sido um fator determinante das decisões de acompanhar ou não determinada ação, além de influenciarem as propriedades das previsões (IRVINE, 2001).

Em outra abordagem que objetiva explicar a motivação do viés, Francis e Philbrick (1993) relataram que os analistas sofrem pressão por parte dos gestores para produzirem previsões otimistas e com isso podem manter e gerenciar a assimetria informacional.

Womack (1996) destacou que os custos de emissão de recomendações de venda são maiores quando comparados aos de recomendações de compra. A emissão de recomendações desfavoráveis são menos frequentes e mais visíveis apresentando, desta forma, mais risco à reputação dos analistas. Principalmente quando há erros na avaliação acarretando em emissão de recomendações de venda quando paralelamente são emitidas, por outros analistas, recomendações favoráveis da mesma ação.

No entanto, Jegadeesh *et al.* (2004) enfatizaram que ações que receberam recomendações favoráveis tipicamente encontravam-se em um momento de preço positivo, maior volume de transações, maior desempenho passado e projetado, para empresas com maiores lucros e com investimentos mais agressivos. Para Hall e Tacon (2010) o que determinou as recomendações das ações foi o momento de preço positivo e o baixo valor da razão entre valor de mercado por valor patrimonial (*Market-to-Book ratio*), esse segundo ponto vai ao encontro do que fora assinalado por Moshirian *et al.* (2009).

Outro aspecto que tange o viés das análises está relacionado à percepção dos investidores quanto ao otimismo. Lin e McNichols (1998) identificaram que as recomendações de manutenção dos papéis (*Hold*) emitidas por analistas sem vínculos com os bancos de investimentos foram consideradas, pelos investidores, um sinal negativo acerca da perspectiva futura da firma enquanto que a mesma recomendação emitida pelos analistas cujo banco de investimento conduziu a subscrição é um sinal ainda mais negativo.

2.4 Estudos anteriores

Neste ponto estão reportados estudos anteriores juntamente com o período de análise, a amostra e os dados utilizados, bem como os resultados sumarizados. Optou-se por segregar por técnica de pesquisa utilizada. O objetivo desta apresentação é situar o presente estudo com o que já fora examinado anteriormente.

No quadro 1 estão apresentados estudos (LIN; MCNICHOLS, 1998; IRVINE, 2001; HALL; TACON, 2010; SIDHU; TAN, 2011) que utilizaram como técnica de pesquisa testes de diferença entre médias. Foram, portanto, os estudos que motivaram a adoção desta técnica no presente estudo. É imperativo destacar que a presente pesquisa e o estudo de Sidhu e Tan (2011) compararam o desempenho dos analistas. No entanto, Sidhu e Tan (2011) analisaram o desempenho dos analistas comparando os erros de previsão nas emissões de lucros por ação nos Estados Unidos da América e no Canadá nos períodos anteriores à crise financeira global (2003 à 2006) e no período da crise (2007 e 2008).

Além disso, dos estudos apresentados no quadro 1 dois deles (LIN; MCNICHOLS, 1998; HALL; TACON, 2010) apresentaram os resultados com análises de dez anos. Já Sidhu e Tan (2011) analisaram seis anos e Irvine (2001) estudou um ano.

Quadro 1 – Pesquisas anteriores que utilizaram diferença entre médias

Estudo	Amostra	Período	Dados utilizados	Técnica	Sumário dos resultados
Lin e McNichols (1998)	Ofertas públicas de ações ocorridas nos E.U.A.	1985-1994	Recomendações, previsões de: lucro; crescimento de lucros, lucros por ações, desdobramento de ações e preço das ações.	Teste t para diferença entre médias.	Analistas vinculados aos bancos de investimentos que conduziram a subscrição de ações emitiram previsões significativamente mais favoráveis do que os analistas desvinculados a tais bancos.
Irvine (2001)	Ações das 100 maiores empresas da bolsa de Toronto (TSE)	Setembro de 1993 à Agosto de 1994	Volume de negociação das ações acompanhadas e não acompanhadas pelos analistas	Teste t para diferença entre médias.	Maior número de negociações para as ações que foram cobertas pelos analistas em comparação às ações não cobertas.
Hall e Tacon (2010)	Ações listadas nas bolsas: NYSE, AMEX e Nasdaq.	1994-2005	Recomendações e previsões de lucro e seus correspondentes valores reais.	Teste t para diferença entre médias e regressão.	Os analistas que emitiram previsões de lucro mais precisas não foram capazes de recomendar ações mais lucrativas.
Sidhu e Tan (2011)	Ações listadas na bolsa do Canadá e dos EUA.	2003-2008	Previsões de lucros por ação e recomendações.	Teste t para diferença entre médias.	Os analistas mais acurados no período anterior à crise (2003 à 2006) permaneceram significativamente mais acurados no período da crise (2007 e 2008).

No quadro 2 estão apresentados estudos cuja técnica de pesquisa aplicada foi estudo de eventos com o objetivo de identificar os impactos das recomendações de ações nos preços das ações. Pode-se verificar que os estudos reportados (WOMACK, 1996; LIM; KONG, 2004; MOSHIRIAN *et al.* 2009) documentaram a existência de reação dos preços das ações à emissão de recomendações e previsões dos analistas.

Para Womack (1996) os preços das ações são influenciados pelas revisões de recomendações no mercado norte americano enquanto Moshirian *et al.* (2009) assinalaram que os preços das ações reagem à emissão de recomendações e revisões de recomendações, além de identificar um viés nas recomendações dos analistas em mercados emergentes. Mais do que isso, Moshirian *et al.* (2009) e Lim e Kong (2004) ressaltaram a possibilidade de obtenção de lucros a partir do acompanhamento das previsões e recomendações dos analistas.

É importante salientar a diferença entre os períodos analisados pelos estudos apresentados no quadro 2. Os estudos de Womack (2009) e Lim e Kong (2004) analisaram

um período de três anos enquanto que Moshirian *et al.* (2009) reportou resultados a partir de uma análise de dez anos.

Quadro 2 – Pesquisas anteriores que utilizaram estudos de eventos

Estudo	Amostra	Período	Dados utilizados	Técnica	Sumário dos resultados
Bjerring <i>et al.</i> (1983)	Ações do Canadá e EUA (TSE, NYSE, OTC, AMEX e Vancouver Stock Exchange).	Setembro de 1977 à Fevereiro de 1981	Recomendações de ações e preços das ações.	Estudo de eventos.	Os clientes de analistas poderiam ter alcançado superiores retornos anormais com o acompanhamento das recomendações.
Womack (1996)	Empresas norte americanas.	1989-1991	Trocas de recomendações e retornos das ações.	Estudo de eventos.	Há evidências de que os preços das ações são influenciados pelas trocas de recomendações e os retornos um dia antes e um dia depois centrados na recomendação são grandes e na direção prevista pelo analista.
Lim e Kong (2004)	Austrália, Hong Kong, Singapura e Coreia.	1994-1996	Lucros por ação e suas revisões e os preço das ações.	Estudo de eventos e regressão.	É possível obter lucros a partir das previsões dos analistas; há impacto no preço das ações a partir da emissão de lucros por ações.
Moshirian <i>et al.</i> (2009)	Argentina, Brasil, China, Chile, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Coreia, México e África do Sul.	1996-2005	Recomendações, preço das ações e dados contábeis	Estudo de eventos e regressão.	Preços das ações reagem às recomendações e revisões; viés nas recomendações e revisões; Valor de mercado dividido por valor patrimonial foi o fator principal que determinou a emissão de recomendações de compra.

O quadro 3, por sua vez, evidencia os estudos que aplicaram, especialmente, testes *t* para identificar se os retornos anormais foram significantes e diferentes de zero a partir das ações recomendadas ou que apresentaram trocas de recomendações.

Nos estudos apresentados no quadro 3 pode-se identificar que os estudos de Barber *et al.*, (2001) e Jegadeesh *et al.* (2004) dos estudos reportados analisaram uma período temporal maior de, respectivamente, doze e quatorze anos. Os períodos maiores de análise assemelham-se ao presente estudo que compreendeu onze anos.

Quadro 3 – Pesquisas anteriores que utilizaram Teste t para as médias e demais técnicas

Estudo	Amostra	Período	Dados utilizados	Técnica	Sumário dos resultados
Elton <i>et al.</i> (1986)	Ações listadas na NYSE.	Março de 1981 à Novembro de 1983	Preço das ações, recomendações e revisões das ações.	Teste t para verificar se os retornos anormais foram significantes e diferentes de zero.	Assinalaram que há informação contida nas trocas de recomendações. Cerca de 4,5% de retornos extras podem ser obtidos com as ações que receberam novas recomendações de compra.
Barber <i>et al.</i> , (2001)	Ações listadas nas bolsas: NYSE, AMEX e Nasdaq.	1985-1996	Recomendações e consensos.	Teste t para verificar se os retornos anormais foram significantes e diferentes de zero.	Os portfólios formados a partir de recomendações consensuais mais favoráveis apresentaram retornos anuais positivos enquanto àqueles menos favoráveis apresentaram retornos negativos.
Jegadeesh <i>et al.</i> (2004)	Ações listadas nas bolsas: NYSE, AMEX e Nasdaq.	1985 -1998	Consenso trimestral de recomendações e preço das ações.	Correlação de <i>Spearman</i> .	Ações que receberam recomendações favoráveis apresentaram alto volume de negociação, preço momentâneo positivo entre outros; alterações nas recomendações consensuais previram a direção do preço das ações.
Chan <i>et al.</i> , (2006)	Ações listadas na bolsa Austrália.	Novembro de 1996 à Março de 2002	Recomendações, preços e volumes transacionados das ações, ativos tangíveis líquidos e ofertas públicas de ações.	Teste t para verificar os retornos e método dos momentos generalizados (<i>GMM regression</i>).	Retornos significantes e diferentes de zero para quase todos os tipos de recomendações (com exceção às recomendações virgens).

2.5 Estudos brasileiros

No Brasil alguns estudos relacionados ao tema utilizaram recomendações e previsões de lucros por ações ou então estudo de campo para fazer inferências com relação ao processo de avaliação de empresas e a acurácia dos analistas de mercado. Dentre eles destacam-se os de Martinez (2004 e 2007), Boff *et al.* (2006) e Dalmácio (2009).

Martinez (2004) assinalou que as oscilações nos preços das ações próximas às recomendações de venda (*Sell*) apresentaram retornos anormais médios acumulados negativos e significantes. As recomendações de compra (*Buy*) não apresentaram, em termos médios, retornos anormais significativos em períodos posteriores à emissão da recomendação. O autor destaca ainda que, antes da emissão das recomendações de compra, houve um incremento nos retornos e a recomendação favorável emitida refletiu o desempenho passado das ações, fato

assinalado também por Jegadeesh *et al.* (2004), Moshirian *et al.*, (2009) e Hall e Tacon (2010).

Com relação às revisões de recomendações (*Downgrades* e *Upgrades*) Martinez (2004) estabelece que os *Downgrades* foram mais informativos do que os *Upgrades*. Além disso, o autor destaca também a existência de maior número de recomendações de compra. Para cada recomendação de venda foram emitidas nove recomendações de compra ou de manutenção da ação, indicando que houve viés nas recomendações dos analistas brasileiros. O estudo de Martinez (2004) compreendeu um corte transversal de janeiro de 1995 à junho de 2003. A seguir estão destacados outros resultados deste estudo:

- Resultados relacionados às previsões de lucros por ação emitidas pelos analistas:
 - Os analistas foram otimistas para as empresas que apresentaram resultados negativos;
 - Quanto mais analistas participaram da emissão de previsão de lucro consensual mais acurado foi o consenso;
 - Quanto maior a firma analisada mais acurada foi a previsão do analista;
 - A experiência do analista influenciou na acurácia de suas previsões.

O presente estudo e o desenvolvido por Martinez (2004) apresentam diferenças marcantes. Martinez (2004) utilizou como base de dados os lucros por ação (LPA) consensuais, recomendações de ações (individuais e consensuais) e características individuais dos analistas, como: experiência do analista, complexidade dos portfólios (determinada pelo número de firmas e de setores acompanhados pelo analista) e características da corretora, enquanto o presente estudo utilizou as recomendações de ações consensuais trimestrais e cotações de fechamento trimestral das ações ajustadas para proventos.

Martinez (2004) calculou o erro de previsão de lucros por ação para inferir sobre a acurácia dos analistas. O cálculo de erro de previsão utilizado pelo autor está descrito a seguir:

$$Erro\ Prev = \frac{(LPA\ real - LPA\ prev)}{|LPA\ real|}$$

onde,

Erro Prev = erro de previsão

LPA real = lucro por ação real auferido no período

LPA prev = lucro por ação previsto a partir do consenso dos analistas

Além disso, Martinez (2004) calculou o retorno médio ajustado ao mercado por trinta dias a partir das recomendações de ações de cinco portfólios distintos. Os portfólios foram separados em função do tipo de recomendação, como segue: *Strong Buy* (P1), *Buy* (P2), *Hold* (P3), *Sell* (P4) e *Strong Sell* (P5). Tais portfólios foram classificados como mais favorável (*Strong Buy*) e menos favorável (*Strong Sell*), em seguida Martinez (2004) realizou um teste t para diferença de médias entre o portfólio mais favorável em comparação com o menos favorável, ou seja, comparou os retornos médios das ações que receberam recomendações de compra forte (*Strong Buy*) e venda forte (*Strong Sell*). Martinez (2004) constatou que houve diferença estatisticamente significativa entre o portfólio mais favorável e o menos favorável.

O teste de diferença entre médias supracitado desconsidera as recomendações intermediárias como *Buy*, *Hold* e *Sell*. Já o presente estudo considera os cinco tipos de recomendações balanceando as ações entre as duas carteiras (favoráveis e desfavoráveis). Além disso, Martinez (2004) também aplicou a técnica de estudo de eventos para analisar as recomendações e revisões de recomendações de ações.

“Entender como operam esses profissionais, em termos médios, constitui relevante informação, tanto na dimensão acadêmica quanto na prática.” (MARTINEZ, 2007, p. 117), já para Boff *et al.* (2006) a principal atividade dos analistas de mercado é identificar oportunidades de investimentos, trabalham como intermediários da informação, conciliando interesses de ofertantes e de tomadores de recursos. Além disso, Boff *et al.* (2006) assinalaram que as informações necessárias, destacadas pelos analistas, para a avaliação de investimentos foram àquelas relacionadas à economia, à empresa, ao mercado, ao negócio e ao setor. Outras informações como as advindas das demonstrações financeiras e a rentabilidade da empresa foram lembradas.

As ações apresentadas na tabela 2 foram destacadas pelos analistas.

Tabela 2 – Ações identificadas como estratégia de análise

Posição	Ação mais frequente
1 ^a	Obter informações sobre o negócio
2 ^a	Obter informações na e sobre a empresa
3 ^a	Obter informações no e sobre o mercado
4 ^a	Fazer projeções e estimativas
5 ^a	Avaliar a empresa
6 ^a	Comparar informações
7 ^a	Elaborar relatório e fazer recomendações

Fonte: Adaptado BOFF et al. (2006, p. 180)

Destaca-se que a pesquisa desenvolvida por Boff *et al.* (2006) foi um estudo exploratório cujo objetivo foi mapear o processo de análise de investimentos. O estudo apresentou um experimento com 27 analistas de nível sênior para inferir.

Em estudo desenvolvido por Dalmácio (2009) cujo objetivo foi averiguar a influência, exercida pela adoção de práticas de governança corporativa, sobre a acurácia das previsões dos analistas de mercado de capitais brasileiros. A pesquisa observou as previsões consensuais e individuais dos analistas.

Dalmácio (2009, p. 187-188) destacou que:

[...] pesquisas nacionais e internacionais sobre governança corporativa têm constatado que as empresas buscam sinalizar, para o mercado, por meio da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, características como: transparência; proteção aos investidores; qualidade, integridade e credibilidade informacional; maior valor de mercado das ações; maior controle e monitoramento das ações dos gestores; menor volatilidade das ações; menor custo de capital e de captação, melhor desempenho operacional; pagamento de mais dividendos; menor incerteza acerca dos resultados futuros; facilidade de acesso a mercados estrangeiros; entre outras.

Destaca-se ainda que: “[...] a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa representa um sinal positivo, capaz de influenciar a acurácia das previsões, tanto no consenso quanto individuais [...]” (DALMÁCIO, 2009, p. 189).

Assim, a acurácia (individual e consensual) dos analistas de investimentos do mercado brasileiro é positivamente influenciada pela adoção das práticas de governança corporativa (DALMÁCIO, 2009).

Na tabela 3 está apresentada a relação de revistas cujos artigos foram extraídos para compor o referencial teórico desta pesquisa. Além disso, o fator de impacto das revistas e os

estratos segundo a classificação CAPES para as revistas de administração, ciências contábeis e turismo.

Tabela 3 – Revistas utilizadas no referencial teórico

Revistas	Fator de impacto¹	Qualis CAPES	Nº Artigos
Journal of Finance	4,218	A1	11
Journal of Financial Economics	3,725	A1	6
Journal of Accounting and Economics	3,281	-	6
Journal of Accounting Research	2,378	-	2
Journal of Financial and Quantitative Analysis	1,775	-	2
Management Science	1,733	-	1
Review of Finance	1,591	-	1
Journal of Financial Markets	1,115	-	1
Financial Analysts Journal	0,862	-	1
Journal of Business Finance & Accounting	0,689	-	1
Australian Accounting Review	0,322	-	1
International Review of Financial Analysis	-	A2	2
Journal of Multinational Financial Management	-	-	1
Accounting Research Journal	-	-	1
Review of Quantitative Finance Accounting	-	-	1
Journal of Contemporary Accounting & Economics	-	-	1
European Journal of Operational Research	-	A1	1
Revista de Administração Contemporânea	-	A2	1
Brazilian Business Review	-	A2	1

1. Informações extraídas do ISI Web of Knowledgesm

3 METODOLOGIA

Para Richardson (1999) o método é caracterizado pela escolha de procedimentos sistemáticos cujo objetivo é explicar fenômenos. Assim, a presente pesquisa foi quantitativa. Com a coleta de dados secundários (cotações de fechamento trimestrais das ações e recomendações consensuais) e a formação de carteiras de investimentos baseadas nas recomendações emitidas pelos analistas. Além disso, foi utilizado o teste de diferença entre médias e medianas (para amostras independentes) realizado com o auxílio do *software* SPSS® cujo objetivo foi identificar a diferença entre os retornos das ações que receberam recomendações favoráveis (*Strong Buy e Buy*) e o retorno das ações com recomendações desfavoráveis (*Underperform e Sell*).

3.1 Características Amostrais

Os dados utilizados neste estudo estão divididos em dois tipos: recomendações consensuais de ações (*Strong Buy, Buy, Hold, Underperform e Sell*) e cotações de fechamento trimestrais ajustadas para proventos das ações no decorrer do período analisado, compreendido entre janeiro de 2000 a dezembro de 2010. A utilização de cotações ajustadas para proventos é consistente com os estudos de Bjerring *et al.* (1983) e Martinez (2004).

As recomendações de ações foram obtidas junto à base de dados *Institutional Broker' Estimates System (I/B/E/S)* (dados conseguidos por intermédio de contato estabelecido com a empresa *Thomson Reuters*®, responsável pela base de dados) enquanto que as cotações de fechamento trimestrais (ajustadas para proventos) dos papéis foram extraídas da base de dados *Econômica*® (disponível para acesso na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto – FEA-RP/USP).

Vale destacar que os dados extraídos do I/B/E/S foram igualmente utilizados por estudos anteriores como os de Chan *et al.* (2006), Moshirian *et al.* (2009), Chen (2010) e Sidhu e Tan (2011). As recomendações consensuais utilizadas foram disponibilizadas trimestralmente. Recomendações e revisões de recomendações em períodos trimestrais foram utilizadas e analisadas igualmente por Jegadeesh *et al.* (2004).

A escala das recomendações é numérica e disponibilizada pela base de dados I/B/E/S, e estão apresentadas na tabela 4:

Tabela 4 – Escala numérica de recomendações

Recomendação	Escala numérica
<i>Strong Buy</i>	1,00 - 1,49
<i>Buy</i>	1,50 - 2,49
<i>Hold</i>	2,50 - 3,49
<i>Underperform</i>	3,50 - 4,49
<i>Sell</i>	4,50 - 5,00

Fonte: Escala fornecida pela base de dados I/B/E/S utilizada neste estudo.

Para Barber *et al.*, (2001) a escala de cinco pontos é frequentemente usada pelos analistas.

Consistente com estudos anteriores (BJERRING *et al.*, 1983; STICKEL, 1995; JEGADEESH; KIM, 2006; CHAN *et al.*, 2006; LOH; MIAN, 2006; MOSHIRIAN *et al.*, 2009; CHEN, 2010) foi adotado um índice de ações como referência de desempenho e aproximação de comportamento do mercado. Neste estudo o índice BMF&Bovespa (Ibovespa) foi adotado como aproximação de desempenho do mercado, ou seja, como uma régua de comparação do desempenho das carteiras formadas. Os retornos apurados com as carteiras foram comparados ao retorno de mercado com o intuito de relacionar o retorno das carteiras face ao mercado.

Além disso, para estudos complementares, foi adotado também o certificado de depósito interbancário (CDI) como parâmetro de comparação de retorno, que poderia ter sido escolhido como opção de investimento, paralelamente às ações.

O período analisado é um corte transversal (*cross section*) que compreendeu os anos de 2000 à 2010 – estratégia também utilizada em estudos prévios (BJERRING *et al.* 1983; FAMA; FRENCH, 1992; STICKEL, 1995; JEGADEESH; KIM, 2006; LOH; MIAN, 2006; CHAN *et al.* 2006; MOSHIRIAN *et al.*, 2009; CHEN, 2010; HALL; TACON, 2010).

A pesquisa foi realizada em um período de onze anos (2000 à 2010) em harmonia com Hall e Tacon (2010) que assinalaram que o ranking individual dos analistas poderia mudar se o desempenho histórico fosse avaliado em períodos alternativos de tempo; enquanto que o desempenho horizontal em um período de onze anos de oscilação e volatilidade dos mercados deve ser relativamente pouco afetado. Vale destacar que o ranking elaborado por Hall e Tacon (2010) consistiu em separar os analistas em: a) lucrativos: os que emitiram recomendações favoráveis às ações que apresentaram altos retornos assim como àqueles que emitiram recomendações desfavoráveis às ações que apresentaram baixos retornos; e b) não lucrativos: os demais analistas.

Além disso, no presente estudo não houve separação nas análises e no tratamento dos dados em função das crises financeiras ocorridas no transcorrer dos anos analisados (2000 à 2010), pois para Sidhu e Tan (2011) os analistas mais acurados no período anterior à crise foram significativamente mais acurados também no período da crise. Vale destacar que o estudo de Sidhu e Tan (2011) analisou as previsões de lucro por ação e as recomendações dos analistas de mercado no Canadá e nos Estados Unidos da América, e os autores consideraram como período anterior à crise os anos 2003 à 2006 enquanto que o período da Crise Financeira Global (GFC) foram os anos 2007 e 2008.

Com o exposto, pretende-se verificar se é possível auferir lucros a partir do acompanhamento das recomendações emitidas pelos analistas. Sobretudo, pautando-se em estudos como os de Bjerring *et al.* (1983), Elton *et al.* (1986), Chan *et al.* (2006) e Moshirian *et al.* (2009) que evidenciaram a possibilidade de obtenção de lucros pelos investidores a partir do acompanhamento das recomendações de ações emitidas por analistas. Com devido destaque à pesquisa de Moshirian *et al.* (2009) que enfatizou a possibilidade de obtenção de retornos anormais com o investimento por meio do acompanhamento das recomendações em países emergentes.

Assim, com o intuito de investigar a possibilidade de obtenção de lucros e a capacidade dos analistas, por meio da emissão de recomendações de ações, em antecipar os preços de mercado das ações foram estabelecidas e testadas as seguintes hipóteses, nula (H_0) e alternativa (H_1):

H_0 : Os analistas não são capazes de prever o desempenho futuro das ações.

H_1 : Os analistas são capazes de prever o desempenho futuro das ações.

Com isso, se houver diferença entre as médias e ou medianas dos retornos de ações com recomendações favoráveis e desfavoráveis rejeitar-se-á a hipótese nula (H_0). No entanto cabe ressaltar que somente houve diferenciação se os analistas, a partir das recomendações consensuais, recomendaram favoravelmente uma carteira de ações e esta obteve um retorno superior ao da carteira que recebeu recomendações desfavoráveis.

3.2 Método

O desenho da pesquisa cujo objetivo fora descrito anteriormente é apresentado nesta etapa. Inicialmente foram coletadas as cotações de fechamento trimestrais ajustadas para proventos das ações que tiveram recomendações em pelo menos um trimestre do período analisado. A partir da coleta destes dados foram acompanhadas as recomendações e

elaboradas as carteiras recomendadas (portfólios). O critério de seleção dos portfólios está descrito a seguir.

3.2.1 Seleção de portfólios

Os procedimentos adotados para a composição das carteiras estão listados abaixo:

- i. Adotou-se como ordem de compra as ações cujas recomendações emitidas foram de compra ou compra forte (*Buy* e *Strong Buy*), enquanto as ordens de venda foram vinculadas às recomendações de venda (*Sell* e *Underperform*). Já a manutenção dos papéis foram determinadas pelas recomendações para manter os papéis (*Hold*);
- ii. Após a composição da carteira recomendada inicial, formada no primeiro trimestre de 2000, foram separadas as ações com recomendações favoráveis e desfavoráveis em carteiras distintas;
- iii. No segundo trimestre a reformulação da carteira recomendada foi condicionada às novas recomendações consensuais. E esta etapa foi realizada nos trimestres subsequentes;
- iv. As ações que em trimestres precedentes tiveram recomendações de compra ou compra forte e posteriormente houve a troca de recomendação para venda (*Sell*) ou *Underperform* deixaram de compor a carteira de ações com recomendações favoráveis e passaram a compor a carteira de ações com recomendações desfavoráveis, enquanto que as ações que tiveram as recomendações trocadas para *Hold* foram mantidas nas carteiras;
- v. Papéis que mantiveram a recomendação anterior de compra ou compra forte foram mantidos na carteira.
- vi. Após a formação das carteiras, foram calculados os respectivos retornos para comparação entre as médias e medianas dos dois portfólios.

Na figura 1, está elucidada a inclusão das ações na carteira cujas recomendações foram favoráveis. Como exemplo ilustrativo a ação da Petrobrás (PETR4) que foi incluída na carteira de ações com recomendações favoráveis nos dois primeiros trimestres de 2000.

A ação da Petrobrás (PETR4) em questão recebeu recomendação consensual de compra em janeiro de 2000, já em abril do mesmo ano a recomendação consensual

permaneceu de compra, assim a ação integrou a carteira de ações favoráveis nestes dois trimestres iniciais. Analogamente foram incluídas as ações na carteira de ações desfavoráveis.

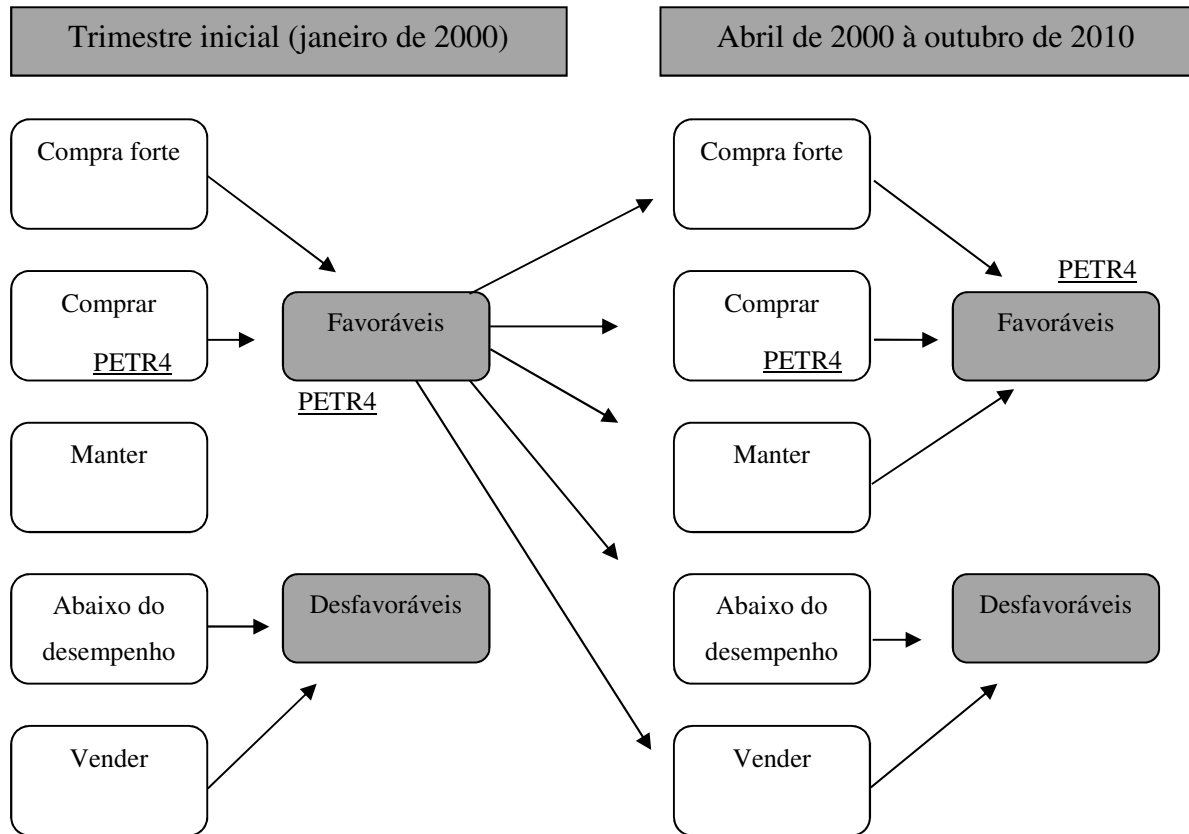


Figura 1 – Exemplo ilustrativo da formação das carteiras

Após a adoção dos procedimentos descritos acima foram separados dois grupos. O primeiro, composto pelas ações cujas recomendações foram favoráveis. Enquanto que o segundo grupo foi caracterizado pelo retorno das ações que obtiveram recomendações desfavoráveis. A separação visa diferenciar o retorno proveniente das carteiras recomendadas favoravelmente e desfavoravelmente. Caracterizando desta maneira duas amostras: 1) retorno da carteira de ações com recomendações favoráveis e 2) retorno da carteira de ações com recomendações desfavoráveis.

Na tabela 5, estão reportados os consensos trimestrais das recomendações dos papéis que formaram a carteira de ações desfavoráveis em 2000. Em seguida está descrita a formação da carteira de ações desfavoráveis de 2000 para esclarecer os procedimentos utilizados na formação dos portfólios desta pesquisa.

Pode-se verificar a partir da tabela 5 que o papel da empresa Acos Vill (AVIL3) recebeu recomendação consensual nos dois primeiros trimestres de 2000 de venda (*Sell*) compondo assim a carteira de ações desfavoráveis. Nos dois trimestres restantes não houve cobertura desta ação e com isso não houve a inclusão em nenhuma das carteiras. A ação da empresa Brasil (BBAS3) recebeu, no primeiro trimestre, a recomendação de manutenção na carteira (*Hold*), como este trimestre é o inicial não houve a inclusão da ação na carteira. Nos três trimestres posteriores a ação BBAS3 recebeu recomendação de *Underperform* e a ação foi incluída na carteira de recomendações desfavoráveis.

Tabela 5 – Recomendações da carteira de ações desfavoráveis, 2000

Ações	Recomendações consensuais			
	1º Trimestre	2º Trimestre	3º Trimestre	4º Trimestre
AVIL3	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	-	-
BBAS3	<i>Hold</i>	<i>Underperform</i>	<i>Underperform</i>	<i>Underperform</i>
BMTO4	<i>Hold</i>	<i>Underperform</i>	<i>Underperform</i>	<i>Hold</i>
ESTR4	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>
ILMD4	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>
LIPR3	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>
LREN3	<i>Hold</i>	<i>Hold</i>	<i>Underperform</i>	<i>Underperform</i>
MGEL4	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Sell</i>	<i>Hold</i>
RAPT4	<i>Underperform</i>	<i>Underperform</i>	<i>Underperform</i>	<i>Underperform</i>
RHDS3	<i>Hold</i>	<i>Underperform</i>	<i>Hold</i>	<i>Hold</i>
SUZB5	<i>Underperform</i>	<i>Hold</i>	<i>Hold</i>	<i>Hold</i>

Ainda de acordo com a tabela 5, verifica-se que ação da empresa Brasmotor (BMTO4) recebeu, no primeiro trimestre, uma recomendação de manutenção na carteira (*Hold*) e não foi incluída na carteira neste trimestre inicial. Em seguida, no segundo e terceiro trimestres, a ação recebeu a recomendação *Underperform* sendo incluída na carteira de ações desfavoráveis e no último trimestre o papel BMTO4 voltou a receber uma recomendação de manutenção na carteira (*Hold*), como a ação já estava na carteira desfavorável ela foi mantida no último trimestre.

Os papéis das empresas Estrela (ESTR4), Yara Brasil (ILMD4) e Eletropar (LIPR3) receberam recomendações de venda (*Sell*) nos quatro trimestres do ano de 2000, compondo assim a carteira de ações desfavoráveis, o ano todo.

A ação das Lojas Renner (LREN3) recebeu, nos dois primeiros trimestres, a recomendação de manutenção na carteira (*Hold*) não sendo incluída na carteira; em seguida, nos dois trimestres restantes, a recomendação foi desfavorável (*Underperform*) o que fez com que a ação fosse incluída na carteira de ações desfavoráveis.

O papel da empresa Mangels Indl (MGEL4) recebeu, nos três primeiros trimestres de 2000, recomendação de venda (*Sell*) e compôs a carteira de ações desfavoráveis; enquanto que no último trimestre a ação MGEL4 recebeu uma recomendação de manutenção na carteira (*Hold*) e permaneceu na carteira de ações desfavoráveis. Já a ação da empresa Randon Part (RAPT4) recebeu a mesma recomendação desfavorável (*Underperform*) em todos os trimestres compondo assim, o ano todo, a carteira de ações desfavoráveis.

A ação da empresa M G Poliest (RHDS3) recebeu no primeiro trimestre a recomendação de manutenção na carteira (*Hold*) e por ser o trimestre inicial a ação não foi incluída em nenhuma carteira, no segundo trimestre a recomendação para a ação foi desfavorável (*Underperform*) e com isso foi incluída na carteira de ações desfavoráveis e nos dois trimestres seguintes de 2000 a recomendação foi para manutenção da ação na carteira (*Hold*) permanecendo assim na carteira de ações desfavoráveis. O papel da firma Suzano Papel (SUZB5) recebeu a recomendação desfavorável *Underperform* e foi incluída na carteira de ações desfavoráveis permanecendo na mesma carteira até o final do ano de 2000, pois recebeu, nos três trimestres subsequentes, a recomendação de manutenção na carteira (*Hold*). Após a formação das carteiras com a adoção dos procedimentos supracitados foram calculados os retornos de cada ação que compôs o portfólio.

O retorno dos ativos foi calculado da seguinte maneira:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}}\right)$$

onde,

R_{it} = retorno da ação i no tempo t

P_{it} = cotação de fechamento da ação i ajustado para proventos no trimestre t

P_{it-1} = cotação de fechamento da ação i ajustado para proventos no trimestre $t-1$

Enquanto que o retorno trimestral dos portfólios foi calculado como segue:

$$R_p = \left(\frac{1}{n}R_1\right) + \left(\frac{1}{n}R_2\right) + \dots + \left(\frac{1}{n}R_n\right)$$

onde,

R_p = retorno do portfólio

R_1, R_2 e R_n = retorno das ações incluídas na carteira

n = número de ações incluídas no trimestre

Em seguida, após a formação das duas carteiras de investimento e o cálculo dos retornos, foi realizado um teste de diferença entre médias e medianas das amostras 1 e 2 que objetiva verificar a diferença entre o retorno que seria auferido pelos investidores que seguissem as recomendações. A escolha do teste de diferença entre médias fora utilizado similarmente por Lin e McNichols (1998), no entanto, o foco desse estudo foi diferenciar o viés na emissão de recomendações dos analistas vinculados à um banco de investimento e os que atuam de forma independente. Os estudos de Irvine (2001), Hall e Tacon (2010) e Sidhu e Tan (2011) também utilizaram diferença entre médias para realizar inferências.

Destaca-se, sobretudo, que o objetivo da presente pesquisa é identificar a diferença dos retornos auferidos pelas carteiras formadas a partir das ações com recomendações favoráveis e desfavoráveis, e conseqüentemente a capacidade dos analistas brasileiros em prever o desempenho futuro das ações.

3.3 Estatística descritiva

A seguir está reportada a estatística descritiva que compôs a base de dados desta pesquisa. Na tabela 6 encontram-se as recomendações de ações, número de empresas acompanhadas pelos analistas e o número de empresas listadas na bolsa de valores brasileira nos anos avaliados por esta pesquisa.

Pode-se perceber, a partir dos dados da tabela 6, que houve um aumento no número de recomendações e firmas que foram acompanhadas por analistas no transcorrer dos anos analisados. Além disso, o percentual de empresas que foram acompanhadas também cresceu no período considerado nesta pesquisa. O que pode indicar o crescimento e a maturidade do mercado acionário no Brasil.

Tabela 6 – Recomendações consensuais e empresas listadas na BM&FBOVESPA

Ano	Recomendações		Empresas Listadas	Percentual de cobertura
	N	Número de firmas		
2000	267	75	495	15%
2001	274	74	468	16%
2002	275	72	436	17%
2003	258	68	410	17%
2004	283	77	390	20%
2005	290	79	381	21%
2006	341	94	394	24%
2007	445	138	448	31%
2008	636	169	439	38%
2009	625	162	434	37%
2010	654	173	471	37%
Total	4348	1181	4766	-

Na tabela 7 a seguir encontram-se as seguintes informações: média, mediana e a quantidade mínima e máxima das recomendações que compuseram este estudo.

Tabela 7 – Estatística descritiva das recomendações consensuais, 2000–2010

Recomendações		Número de firmas	
Média	395	Média	107
Mediana	290	Mediana	79
Mínimo	258	Mínimo	68
Máximo	654	Máximo	173
Soma	4348	Soma	1181

A seguir, na tabela 8, encontram-se a quantidade anual por tipo de recomendação da base de dados utilizada na pesquisa.

Vale destacar que em 2005 não houve sequer uma recomendação consensual de compra forte (*Strong Buy*) assim como em 2008 não houve nenhuma recomendação consensual de venda (*Sell*). Além disso, pode-se verificar que o número de recomendações favoráveis é superior em todos os anos analisados. Como se pode observar na tabela 8. Essa informação pode ser observada no painel A.

No painel B da tabela 8, está reportada a quantidade de recomendações favoráveis em comparação às recomendações desfavoráveis em todo o período analisado. O cálculo deu-se de forma linear; a quantidade de recomendações favoráveis é a soma dos tipos de

recomendações *Strong Buy* e *Buy* enquanto que a quantidade de recomendações desfavoráveis foi obtida pela soma das recomendações de *Underperform* e *Sell*.

Tabela 8 – Distribuição anual por tipo de recomendação consensual

PAINEL A: Tipos de Recomendações					
Ano	<i>Strong Buy</i>	<i>Buy</i>	<i>Hold</i>	<i>Underperform</i>	<i>Sell</i>
	<i>N</i>	<i>N</i>	<i>N</i>	<i>N</i>	<i>N</i>
2000	6	137	94	13	17
2001	17	159	81	12	5
2002	21	166	77	7	4
2003	14	137	87	15	5
2004	1	133	114	16	19
2005	0	159	105	15	11
2006	6	188	132	11	4
2007	20	284	129	9	3
2008	12	468	132	24	0
2009	8	349	229	36	3
2010	11	397	223	22	1
Total	116	2577	1403	180	72

PAINEL B: Recomendações Favoráveis e Desfavoráveis			
Ano	Favoráveis	Neutras	Desfavoráveis
	<i>Strong Buy e Buy</i>	<i>Hold</i>	<i>Underperform e Sell</i>
2000	143	94	30
2001	176	81	17
2002	187	77	11
2003	151	87	20
2004	134	114	35
2005	159	105	26
2006	194	132	15
2007	304	129	12
2008	480	132	24
2009	357	229	39
2010	408	223	23
Total	2693	1403	252

A seguir na tabela 9 encontra-se a estatística descritiva dos tipos de recomendações. Pode verificar, nas tabelas 8 e 9, que o ano em que houve o maior número (468) de recomendações consensuais de compra foi em 2008, ano da crise financeira global.

Tabela 9 – Estatística descritiva por tipo de recomendação

	<i>Strong Buy</i>	<i>Buy</i>	<i>Hold</i>	<i>Underperform</i>	<i>Sell</i>
Média	10,55	234,27	127,55	16,36	6,55
Mediana	11	166	114	15	4
Desvio padrão	7,10	120,02	52,56	8,25	6,33
Mínimo	0	133	77	7	0
Máximo	21	468	229	36	19
Soma	116	2577	1403	180	72

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Características das recomendações

Nesta etapa estão apresentadas as características das recomendações utilizadas nesta pesquisa. No gráfico 1 está demonstrado um comparativo entre as recomendações consensuais favoráveis (*Strong Buy* e *Buy*) e desfavoráveis (*Underperform* e *Sell*) – esta classificação é análoga a realizada por Moshirian *et al.* (2009).

Cabe destacar que o número de recomendações consensuais favoráveis é maior em todos os anos analisados. Observa-se, sobretudo, que a cada recomendação consensual desfavorável emitida houve – em média – a emissão de doze recomendações consensuais favoráveis no período analisado.

Como abordado anteriormente o viés é atribuído por Moshirian *et al.* (2009) ao conflito de interesses existente entre os analistas e as companhias analisadas, pois além de objeto de análise as firmas são atuais ou potenciais clientes dos analistas e das corretoras de valores mobiliários. Fato que pode ser estendido à amostra analisada neste estudo, ou seja, os analistas, com temor em depreciar os negócios, emitiram mais recomendações favoráveis no Brasil entre os anos de 2000 à 2010.

Além disso, em 2008 o número de recomendações consensuais favoráveis atingiu 75% das recomendações, como observado no gráfico 1, foi o ano em que houve o maior percentual de recomendações favoráveis e o ano da crise financeira global, que segundo Sidhu e Tan (2011) reflete uma visão de que a crise pode representar uma oportunidade para que os investidores adquiram ações subavaliadas. Justificando assim o maior número de recomendações consensuais favoráveis.

Sobretudo há evidências de que o viés favorável em mercados emergentes, como o brasileiro, por exemplo, é maior em comparação aos mercados desenvolvidos. Além disso, entre os anos de 1996 e 2005, o fator determinante que indicou as recomendações de compra forte e compra (*Strong Buy* e *Buy*) foi a razão entre valor de mercado por valor patrimonial (*Market-to-Book ratio*) (MOSHIRIAN *et al.*, 2009).

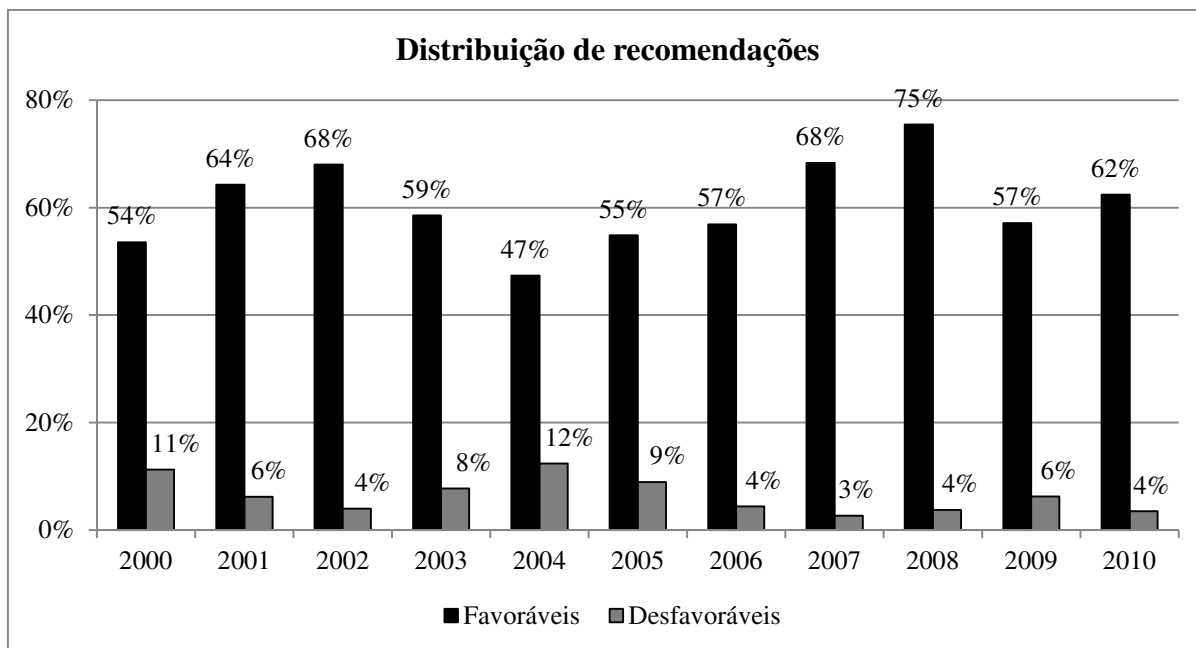


Gráfico 1– Distribuição anual de recomendações consensuais favoráveis e desfavoráveis

A classificação dos níveis de recomendações em favoráveis (*Strong Buy* e *Buy*) e desfavoráveis (*Underperform* e *Sell*) é consistente com o estudo de Moshirian *et al.* (2009). No entanto, a diferença é a classificação disponibilizada pela base de dados, ou seja, na pesquisa de Moshirian *et al.* (2009) o nível de recomendação segue a seguinte classificação: favoráveis (*Strong Buy*, *Buy*) e desfavoráveis (*Underperform*, *Sell* e *Strong Sell*). A base de dados utilizada por Moshirian *et al.* (2009) apresenta a classificação de venda forte (*Strong Buy*) enquanto que a base de dados utilizada neste estudo não apresenta esta classificação.

Cabe destacar, portanto que – em ambos os estudos – são consideradas como recomendações favoráveis as recomendações de compra forte e compra (*Strong Buy* e *Buy*) enquanto que são consideradas desfavoráveis *Underperform*, *Sell* e *Strong Sell* (essa última disponível somente na base de dados utilizada por Moshirian *et al.* (2009)). Além disso, as recomendações para manter os papéis (*Hold*) foram consideradas recomendações neutras. As recomendações neutras foram igualmente separadas por Elton *et al.* (1986).

Sobretudo vale salientar que a separação em três grupos de recomendações: “*Strong Buy* ou *Buy*”, “*Hold*” e “*Underperform* ou *Sell*” segue a mesma classificação feita por Chan *et al.* (2006), que, segundo os autores, foi encontrada pouca diferença entre a capacidade preditiva dos dois sinais de compra ou entre a capacidade preditiva de *Underperform* e *Sell*.

Identificou-se, na amostra analisada, um viés na emissão de recomendações favoráveis de ações, ou seja, há mais recomendações favoráveis em comparação às desfavoráveis. O

percentual de ações que tiveram recomendações favoráveis (*Strong Buy* e *Buy*) gira em torno de 62% enquanto que 6% das recomendações foram desfavoráveis (*Underperform* e *Sell*), já as recomendações neutras (*Hold*) somaram 32%. Evidenciando a preferência por recomendações otimistas. Como se pode verificar no gráfico 2.

Os percentuais relatados são coerentes com os apresentados por Francis e Soffer (1996) que reportaram 55,2% de recomendações de compra, 38% de neutras e 6,9% recomendações de venda.

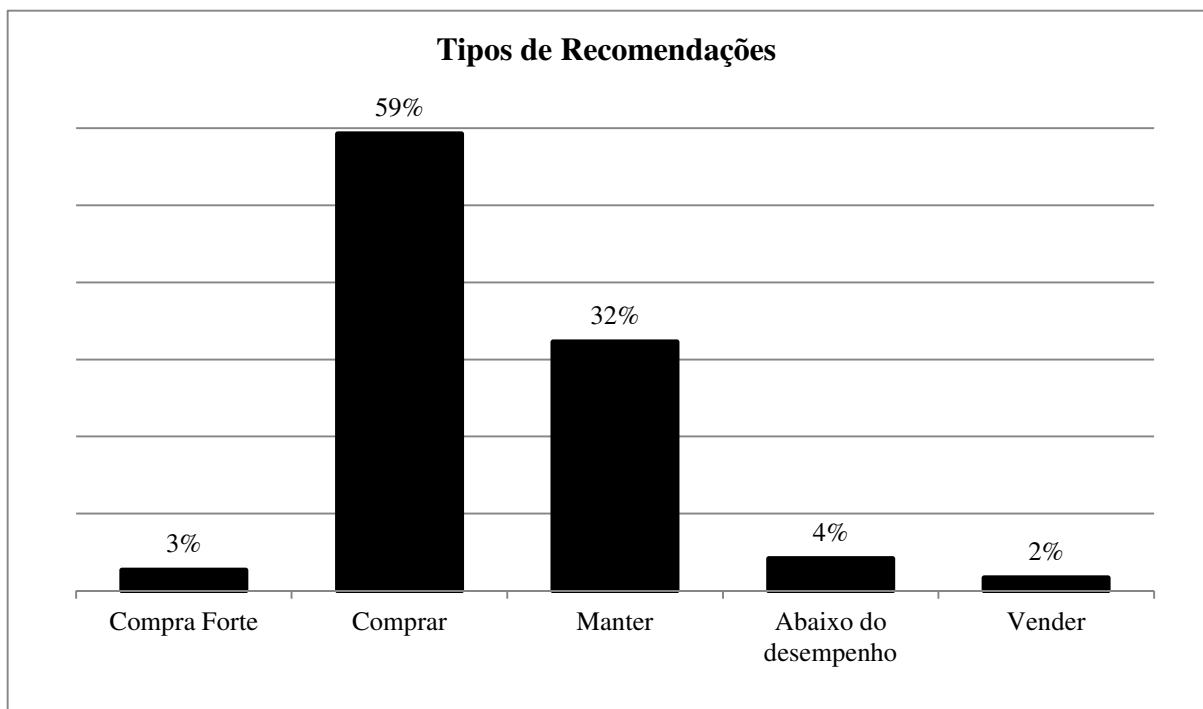


Gráfico 2 – Tipos de recomendações

O viés já fora abordado e documentado anteriormente (ELTON *et al.*, 1986, FRANCIS; PHILBRICK, 1993; WOMACK, 1996; LIN; MCNICHOLS, 1998; JEGADEESH; KIM, 2006; MOSHIRIAN *et al.* 2009) e pode ser explicado pelo conflito de interesses existente entre os analistas que avaliam e recomendam ações de empresas que são potenciais ou clientes destes analistas (LIN; MCNICHOLS, 1998; MOSHIRIAN *et al.* 2009).

Sobretudo e não menos importante é o fato de os analistas, juntamente com as corretoras, faturarem com a movimentação nas carteiras de ações dos investidores independentemente da lucratividade auferida pela carteira. O que pode indicar que a motivação para a maior quantidade de recomendações favoráveis seja o lucro advindo do volume de negociações de ações por parte dos investidores.

Assim, as recomendações podem deixar de ser classificadas como otimistas e podem ser reclassificadas como preferência dos analistas; indicando que além do conflito de interesses entre as empresas analisadas e os analistas de investimentos (LIN; MCNICHOLS, 1998; MOSHIRIAN *et al.* 2009) pode haver o interesse no lucro, oriundo da corretagem na compra de ações. Outras forças também podem influenciar as previsões e recomendações. Por exemplo, há argumentos da existência de incentivos para os analistas emitirem mais recomendações de compra do que de venda, pois as recomendações de compra geram um maior volume de negociações (LIN; MCNICHOLS, 1998) fato que pode ser aplicado à amostra estudada na presente pesquisa.

Irvine (2001) documentou uma relação positiva entre a cobertura dos analistas e o volume de negociações da corretora, ressaltando que durante o ano analisado a cobertura dos analistas foi positivamente associada com o volume de negociações da corretora. Além disso, Irvine (2001) destacou que os corretores apresentam significativamente mais negociações com as ações cobertas do que as ações não cobertas o que vai ao encontro do que fora salientado por Lin e McNichols (1998).

A pesquisa de Irvine (2001) compreendeu as negociações das ações das 100 maiores empresas da bolsa de valores de Toronto, no Canadá, entre setembro de 1993 e agosto de 1994.

4.2 Retorno dos portfólios

Nesta etapa estão apresentados graficamente os retornos trimestrais e acumulados, de cada ano analisado, das carteiras favoráveis e desfavoráveis.

No gráfico 3 pode-se verificar que em 2000 o retorno da carteira formada pelas ações com recomendações desfavoráveis foi maior no segundo e no terceiro trimestre e a carteira de ações favoravelmente recomendadas foi superior no primeiro e no quarto trimestre.

Enquanto a carteira de recomendações favoráveis apresentou um retorno acumulado de - 8% a carteira de recomendações desfavoráveis apresentou um retorno acumulado de - 9% neste primeiro ano de análise.

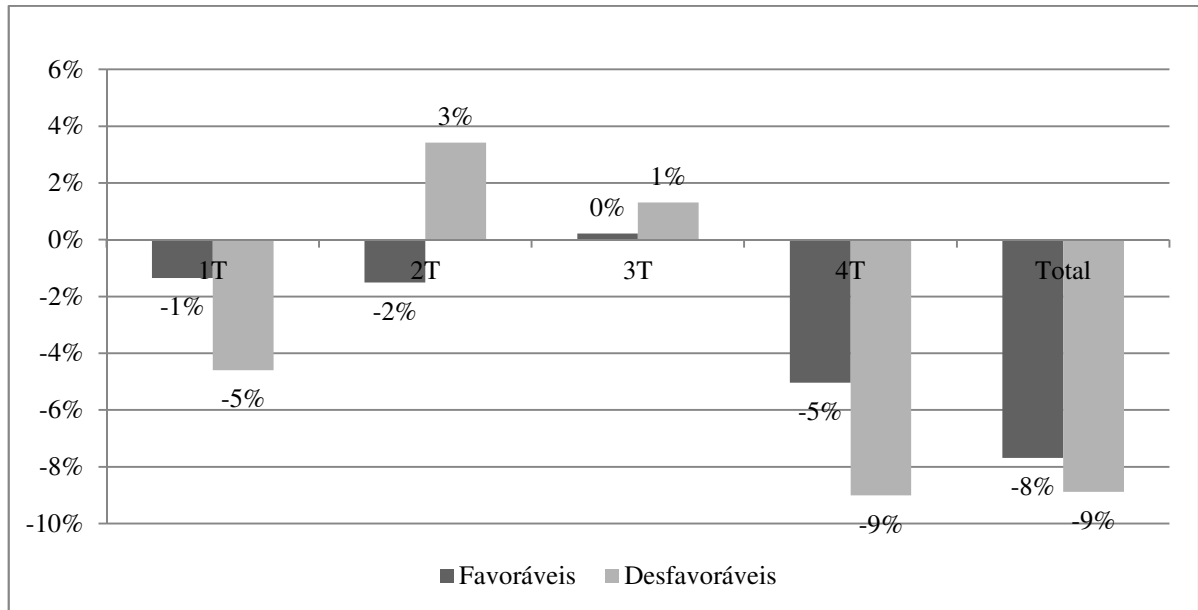


Gráfico 3 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2000

Na tabela 10 está evidenciado o retorno acumulado anual das carteiras em comparação com o Ibovespa e o CDI. Observa-se que o maior retorno foi do CDI, dentre as opções de investimentos apresentadas.

Tabela 10 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2000

Ano	Favoráveis		Desfavoráveis		Ibovespa		CDI	
	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco
2000	- 8%	3%	-9%	6%	-11%	7%	9,75%	34,59%

No gráfico 4 pode verificar que a carteira de recomendações favoráveis apresentou, no primeiro e no terceiro trimestre de 2001, um melhor desempenho quando comparado ao da carteira de recomendações desfavoráveis. No segundo e no quarto trimestre a carteira de ações favoráveis supera o retorno da carteira de ações desfavoráveis. No entanto, a carteira de ações com recomendações desfavoráveis apresentou um desempenho superior ao da carteira de ações favoravelmente recomendadas. Neste segundo ano analisado o retorno acumulado das carteiras favoráveis e desfavoráveis foi, respectivamente, de 2% e 5%.

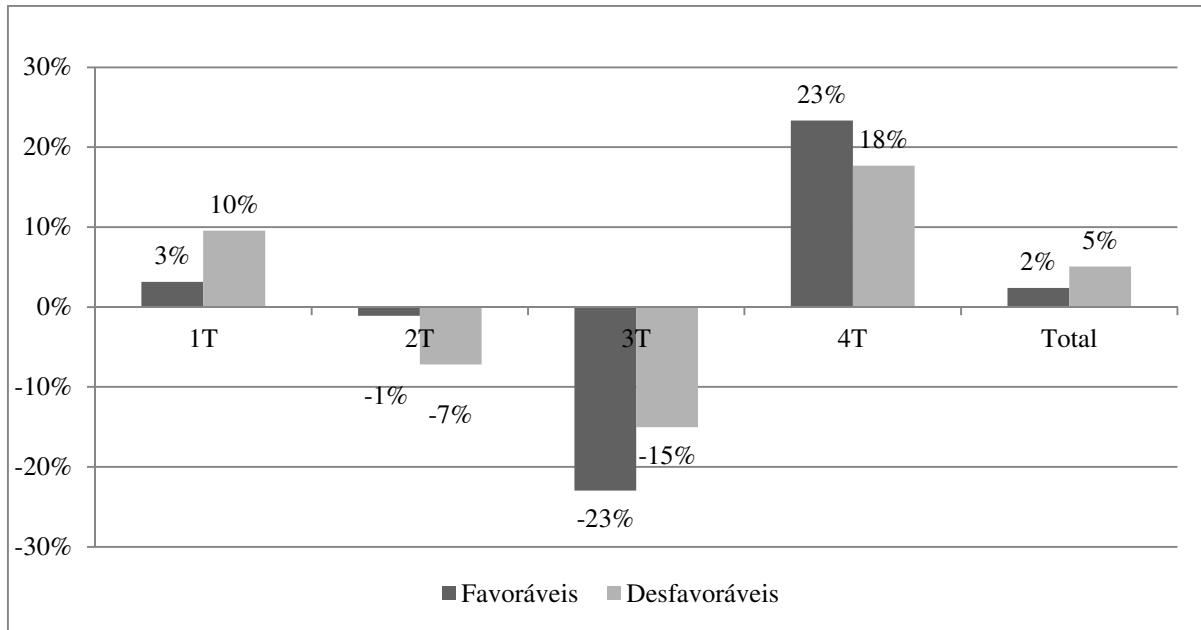


Gráfico 4 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2001

Inicialmente pode-se perceber que não há consistência no desempenho das ações recomendadas favoravelmente pelos analistas de mercado de empresas brasileiras, o que pode antecipar que os analistas não foram capazes de recomendar ações lucrativas aos investidores, ou seja, não foram capazes de selecionar ações superavaliadas e subavaliadas.

A tabela 11 apresenta o retorno das carteiras, do Ibovespa e do CDI de 2001.

Tabela 11 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2001

Ano	Favoráveis		Desfavoráveis		Ibovespa		CDI	
	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco
2001	2%	12%	5%	10%	-12%	15%	9,88%	40,96%

Com base no comparativo da tabela 11, pode-se verificar que o investimento no CDI novamente supera as demais opções de investimento apresentadas.

Com relação ao desempenho das carteiras em 2002, apresentado no gráfico 5, verificou-se que a carteira de ações desfavoráveis supera o retorno da carteira de ações favoráveis no primeiro, segundo, terceiro e quarto trimestres. Em 2002 o retorno acumulado da carteira de ações desfavoráveis foi de 46% enquanto que o retorno da carteira de ações favoráveis foi de - 3%.

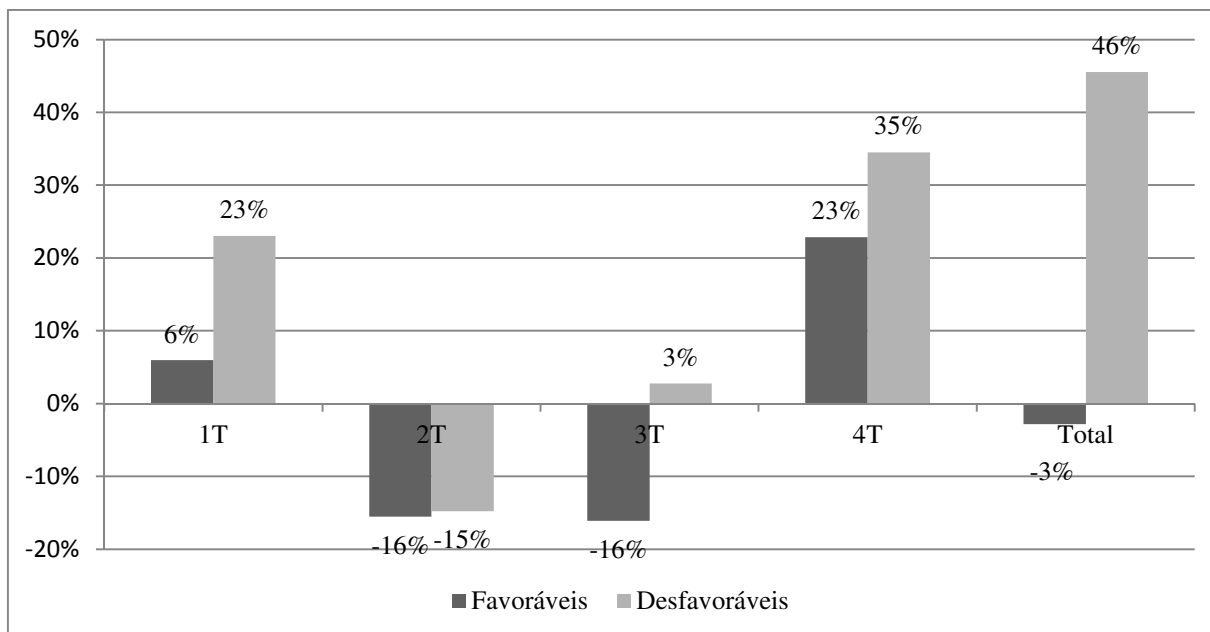


Gráfico 5 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2002

A tabela 12 reporta o comparativo entre as seguintes opções de retorno: carteiras recomendadas pelos analistas, retorno de mercado (Ibovespa) e CDI referente ao ano de 2002. Verifica-se que o retorno da carteira de ações que receberam recomendações desfavoráveis supera as demais opções de investimentos apresentadas.

Tabela 12 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2002

Ano	Favoráveis		Desfavoráveis		Ibovespa		CDI	
	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco
2002	-3%	13%	46%	17%	-19%	18%	12,38%	41,05%

Os desempenho das carteiras no ano de 2003 estão reproduzidos no gráfico 6. Pode-se verificar que neste ano o desempenho das ações com recomendações favoráveis foi superior a partir do segundo trimestre. No entanto no primeiro trimestre houve superioridade da carteira de ações com recomendações desfavoráveis.

Em 2003 a carteira de ações favoráveis apresentou um retorno acumulado de 69%, desempenho superior ao da carteira de ações desfavoráveis que apresentou retorno acumulado de 56%.

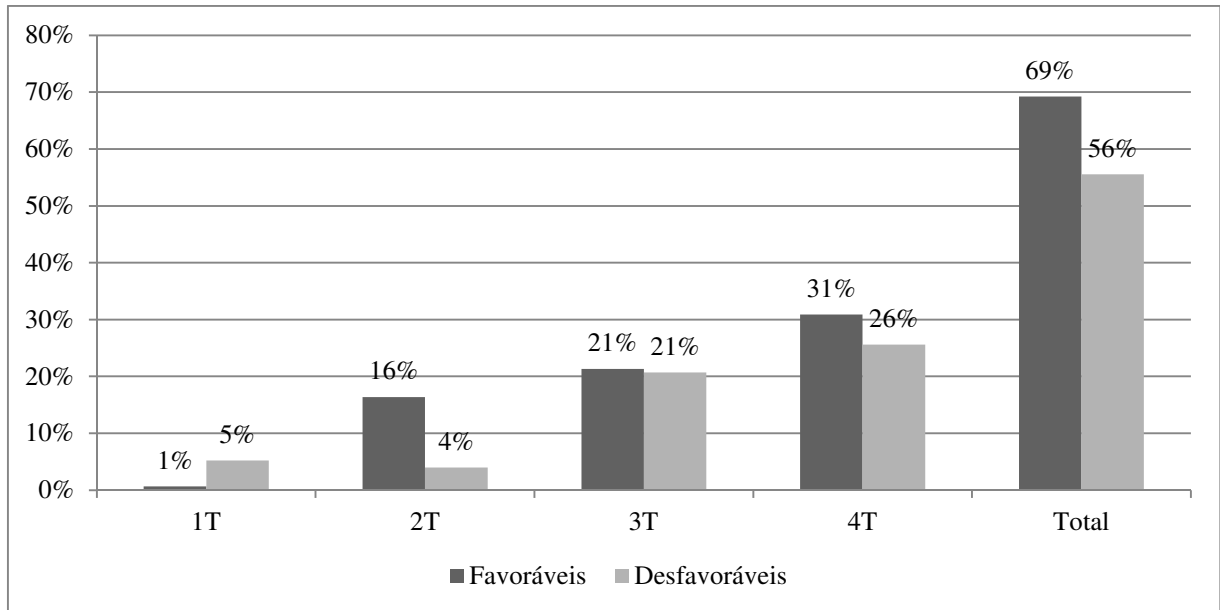


Gráfico 6 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2003

No ano de 2003 o retorno da carteira de ações favoráveis apresentou um desempenho superior, quando comparado com o retorno da carteira de ações desfavoráveis, o Ibovespa e o CDI. Sobretudo é importante destacar que o retorno da carteira de ações favoráveis aproximou-se do retorno de mercado (Ibovespa). Essa informação pode ser observada na tabela 13.

Tabela 13 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2003

Ano	Favoráveis		Desfavoráveis		Ibovespa		CDI	
	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco
2003	69%	30%	56%	23%	68%	30%	11,81%	30,93%

No gráfico 7 está reportado o retorno das carteiras no ano de 2004. No trimestre inicial do ano a carteira de ações favoráveis apresentou um desempenho superior, em seguida há uma inversão com o desempenho da carteiras; e nos trimestres seguintes o desempenho da carteira de ações desfavoráveis supera a carteira de ações favoráveis.

Em 2004 o retorno acumulado da carteira de ações desfavoráveis (46%) foi superior ao retorno da carteira de ações favoráveis (33%).

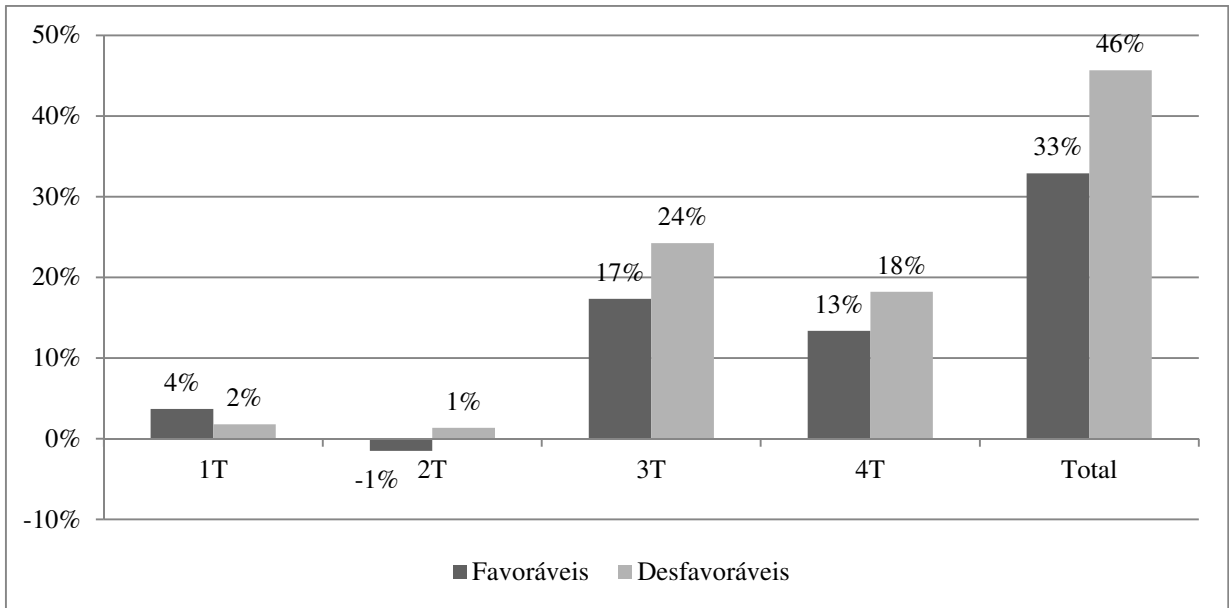


Gráfico 7 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2004

De acordo com a tabela 14, o desempenho da carteira de ações desfavoráveis foi superior quando comparado à carteira de ações favoráveis, o índice Ibovespa e o CDI no ano de 2004.

Tabela 14 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2004

Ano	Favoráveis		Desfavoráveis		Ibovespa		CDI	
	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco
2004	33%	15%	46%	21%	16%	9%	15,03%	50,84%

O retorno das carteiras em 2005 está apresentado no gráfico 8. Pode-se verificar que o retorno das ações que compuseram a carteira de ações favoráveis apresentou desempenho superior às desfavoráveis no segundo, terceiro e quarto trimestres.

O retorno acumulado médio da carteira de ações desfavoráveis foi de 12% enquanto que o retorno das ações favoravelmente recomendadas foi de 19%.

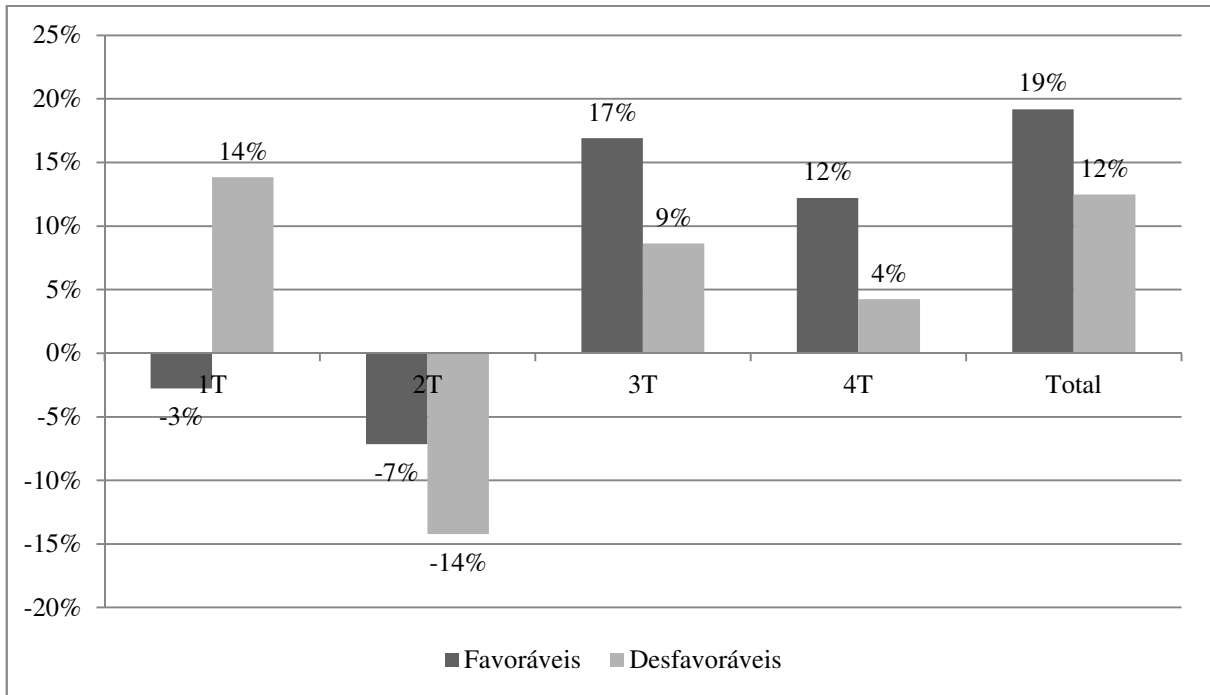


Gráfico 8 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2005

Na tabela 15, identifica-se que o retorno do mercado (Ibovespa) apresentou, para o ano de 2005, um maior desempenho dentre as opções de investimentos destacadas.

Tabela 15 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2005

Ano	Favoráveis		Desfavoráveis		Ibovespa		CDI	
	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco
2005	19%	13%	12%	6%	24%	14%	18,99%	38,57%

Em 2006 o desempenho da carteira de ações favoráveis foi superior no primeiro e no terceiro trimestre, como se pode verificar no gráfico 9, enquanto que a carteira de ações desfavoráveis superou a carteira de ações favoráveis no segundo e no quarto trimestre. Neste ano o retorno acumulado da carteira de ações favoráveis foi de 30% enquanto que a carteira de ações desfavoráveis foi de 27%.

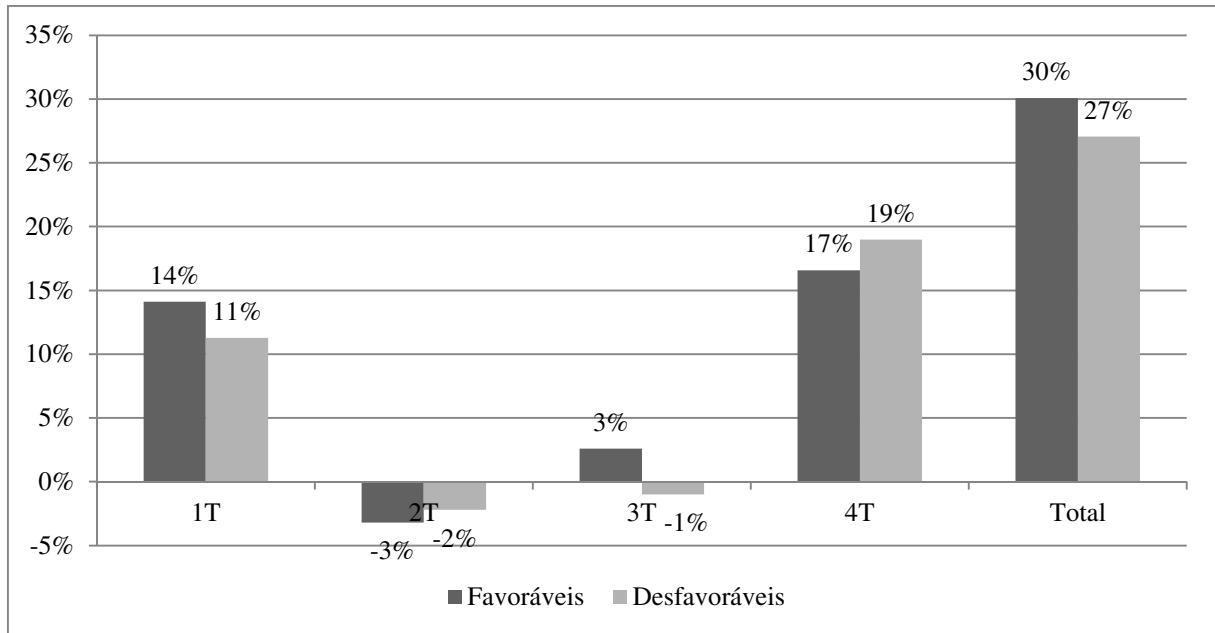


Gráfico 9 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2006

Em 2006 o maior retorno foi alcançado pela carteira de ações favoravelmente recomendadas em comparação à carteira de ações desfavoráveis, o Ibovespa e o CDI, como evidenciado na tabela 16.

Tabela 16 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2006

Ano	Favoráveis		Desfavoráveis		Ibovespa		CDI	
	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco
2006	30%	9%	27%	9%	28%	9%	16,15%	34,37%

Os retornos as carteiras no ano de 2007, apresentado no gráfico 10, demonstra que o desempenho da carteira de ações desfavoráveis foi superior em todo o período. Com isso, o retorno da carteira de ações desfavoravelmente recomendadas (61%) apresentou um maior desempenho com relação à carteira de ações favoravelmente recomendadas (10%).

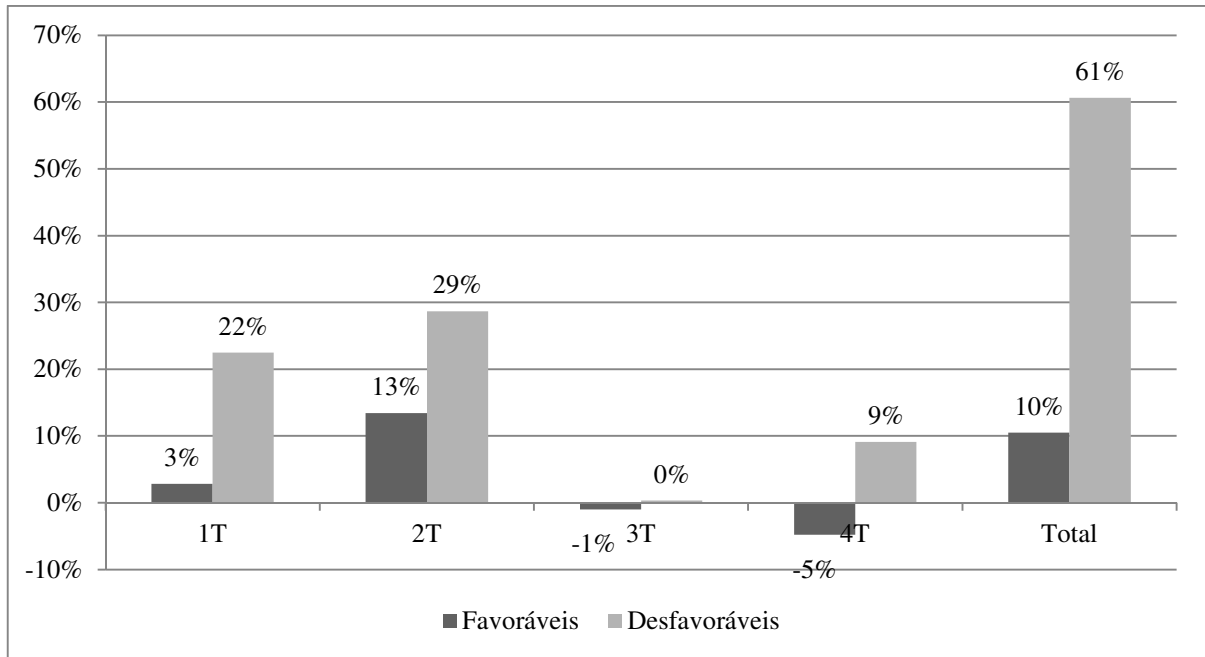


Gráfico 10 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2007

De acordo com a tabela 17 o desempenho da carteira de ações desfavoráveis superou, em 2007, o desempenho da carteira de ações favoráveis, o Ibovespa e o CDI.

Tabela 17 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2007

Ano	Favoráveis		Desfavoráveis		Ibovespa		CDI	
	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco
2007	10%	6%	61%	17%	36%	15%	23,26%	78,52%

Em 2008 o retorno das ações que tiveram recomendações desfavoráveis foi superior nos dois trimestres iniciais enquanto que no terceiro e no quarto trimestres o desempenho da carteira de ações favoráveis supera a carteira de ações desfavoráveis, como apresentado no gráfico 11, o que resultou um retorno acumulado de - 45% para a carteira de ações desfavoráveis contra - 34% da carteira de ações favoráveis.

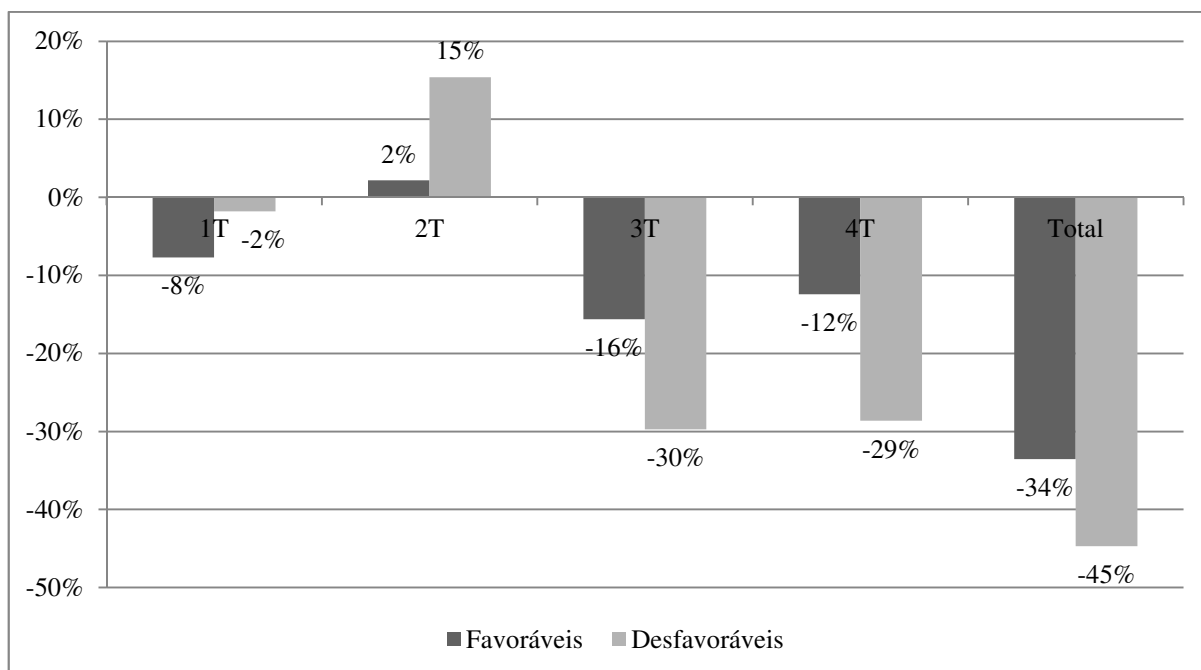


Gráfico 11 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2008

Em 2008 o desempenho do CDI supera as carteiras formadas pelas recomendações dos analistas e o desempenho de mercado, como se pode verificar na tabela 18. Vale ressaltar que em 2008 foi o ano da crise financeira.

Tabela 18 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2008

Ano	Favoráveis		Desfavoráveis		Ibovespa		CDI	
	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco
2008	- 34%	13%	- 45%	25%	- 53%	25%	19,10%	47,41%

Em 2009 a superioridade no desempenho da carteira de ações desfavoráveis representou o segundo, terceiro e quarto trimestres, como demonstrado no gráfico 12. O retorno acumulado das ações com recomendações favoráveis foi de 35%; já a carteira formada pelas ações que tiveram recomendações desfavoráveis foi de 63%, isso pode indicar novamente que os analistas não foram capazes de diferenciar os desempenho das ações.

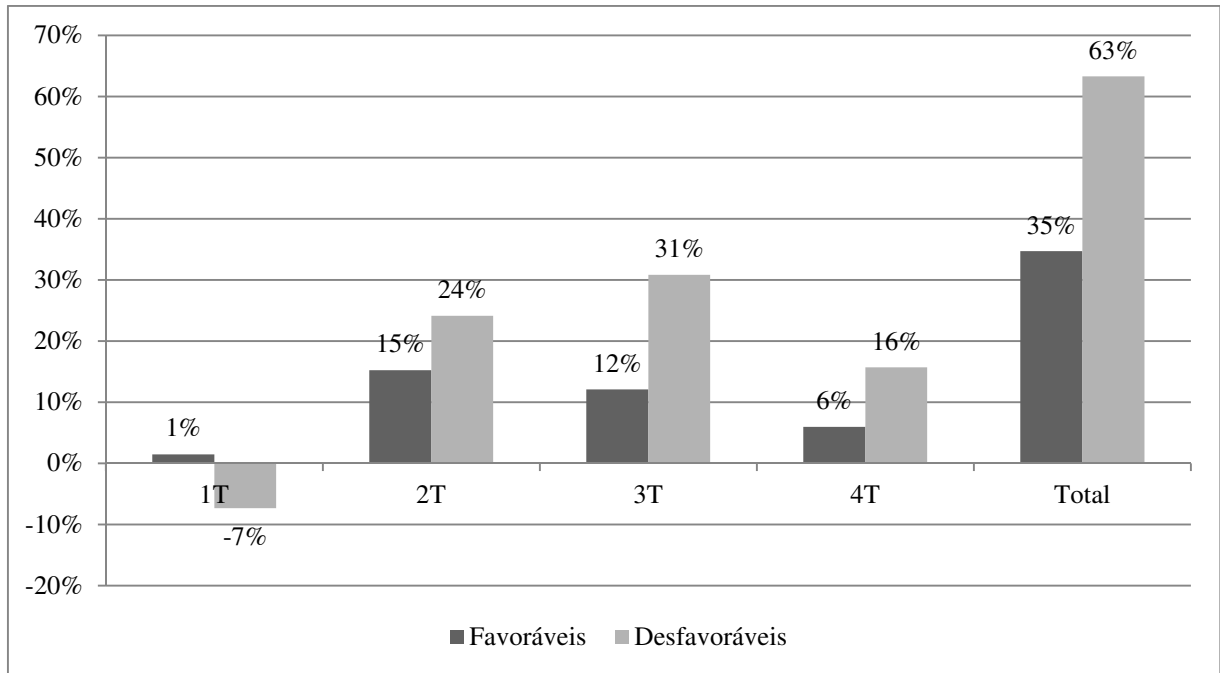


Gráfico 12 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2009

Na tabela 19 evidencia-se que o retorno das carteiras de ações desfavoráveis superou as demais opções de investimentos apresentadas.

Tabela 19 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2009

Ano	Favoráveis		Desfavoráveis		Ibovespa		CDI	
	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco
2009	35%	15%	63%	32%	60%	23%	17,27%	56,48%

Com relação ao último ano analisado, o gráfico 13 apresenta o retorno trimestral e acumulado de 2010. Neste ano o retorno das ações desfavoráveis (15%) foi novamente superior ao retorno das ações favoráveis (6%).

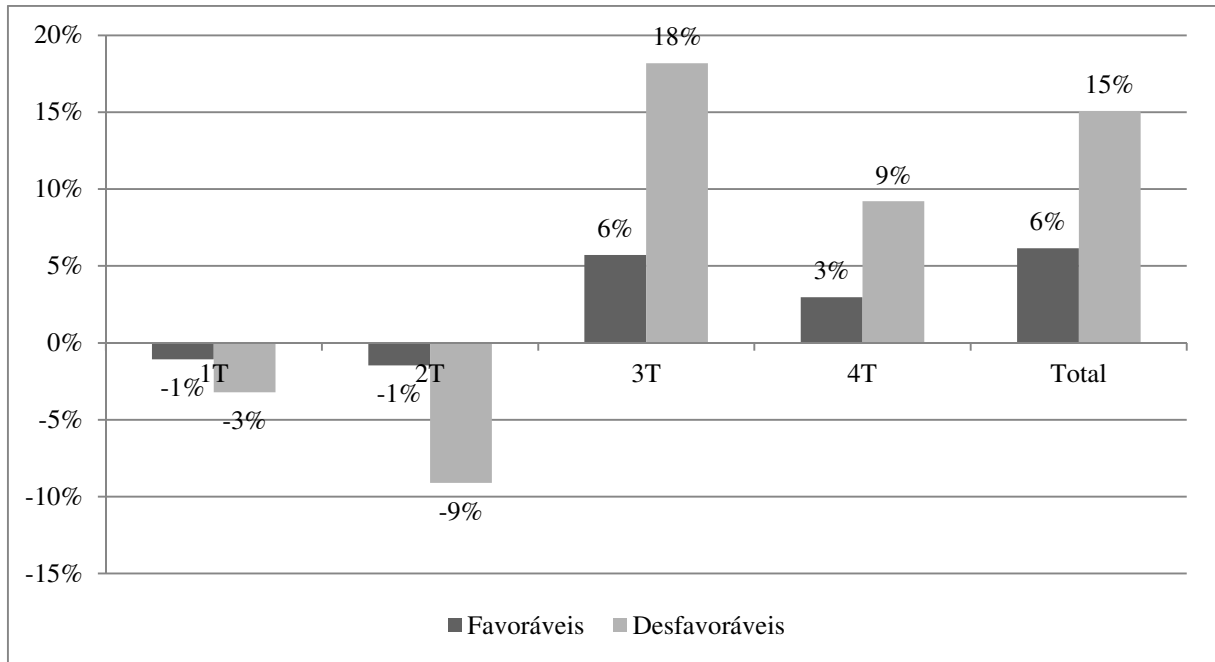


Gráfico 13 – Retornos trimestrais e acumulado das carteiras em 2010

Além disso, o retorno do CDI supera o retorno do Ibovespa e das carteiras favorável e desfavorável, como evidenciado na tabela 20. No entanto o retorno da carteira de ações desfavoráveis se aproxima do retorno do CDI e foi superior ao retorno da carteira de ações favoráveis.

Tabela 20 – Retorno e risco das carteiras, Ibovespa e CDI, 2010

Ano	Favoráveis		Desfavoráveis		Ibovespa		CDI	
	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco	Retorno	Risco
2010	6%	4%	15%	12%	1%	7%	17,32%	36,36%

Na tabela 21 estão apresentados os retornos acumulados das carteiras e do Ibovespa além do retorno anual do certificado de depósito interbancário (CDI) dos anos estudados nesta pesquisa.

Vale destacar que foram utilizadas nesta pesquisa as cotações de fechamento trimestrais ajustadas para proventos das ações recomendadas e do Ibovespa. A utilização de cotações ajustadas para proventos é consistente com os estudos de Bjerring *et al.* (1983) e Martinez (2004).

Dentre os onze anos analisados nesta pesquisa sete deles (2001, 2002, 2004, 2006, 2007, 2009 e 2010) o retorno acumulado da carteira de ações desfavoráveis foi superior à

carteira de ações favoráveis, enquanto que em quatro (2000, 2003, 2005 e 2008) dos onze anos a carteira de ações favoráveis apresentou um desempenho superior à carteira de recomendações desfavoráveis. Esses dados podem ser observados na tabela 21.

Tabela 21 – Retorno acumulado, desvio padrão e coeficiente de variação, 2000 – 2010

Ano	Carteira de Recomendações Favoráveis			Carteira de Recomendações Desfavoráveis		
	Retorno Acumulado	Desvio Padrão	Diferença em Relação ao Ibovespa	Retorno Acumulado	Desvio Padrão	Diferença em Relação ao Ibovespa
2000	-8%	3%	4%	-9%	6%	2%
2001	2%	12%	14%	5%	10%	17%
2002	-3%	13%	16%	46%	17%	64%
2003	69%	30%	1%	56%	23%	-12%
2004	33%	15%	17%	46%	21%	29%
2005	19%	13%	-5%	12%	6%	-12%
2006	27%	9%	-1%	30%	9%	2%
2007	10%	6%	-26%	61%	17%	24%
2008	-34%	13%	20%	-45%	25%	8%
2009	35%	15%	-26%	63%	32%	3%
2010	6%	4%	5%	15%	12%	14%

Ano	Carteira de Recomendações Favoráveis			Carteira de Recomendações Desfavoráveis		
	Retorno (%)	Desvio Padrão (%)	Coefficiente de variação (%)	Retorno (%)	Desvio Padrão (%)	Coefficiente de variação (%)
2000	-0,08	0,03	-0,36	-0,09	0,06	-0,63
2001	0,02	0,12	4,87	0,05	0,10	1,90
2002	-0,03	0,13	-4,78	0,46	0,17	0,37
2003	0,69	0,30	0,43	0,56	0,23	0,42
2004	0,33	0,15	0,44	0,46	0,21	0,46
2005	0,19	0,13	0,66	0,12	0,06	0,51
2006	0,27	0,09	0,33	0,30	0,09	0,29
2007	0,10	0,06	0,58	0,61	0,17	0,27
2008	-0,34	0,13	-0,39	-0,45	0,25	-0,55
2009	0,35	0,15	0,42	0,63	0,32	0,50
2010	0,06	0,04	0,65	0,15	0,12	0,78

1. Retorno do Ibovespa considerando o fechamento trimestral ajustado para proventos

2. Taxa DI – CETIP extraída do Portal Brasil.

Nos três primeiros anos (2000, 2001 e 2002) de análise o retorno das carteiras favoráveis e desfavoráveis apresentou um desempenho superior ao Ibovespa. Já em 2003 o retorno da carteira de ações favoráveis superou o retorno de mercado, o que não aconteceu

com a carteira de ações desfavoráveis; e em 2004 as carteiras favoráveis e desfavoráveis voltam a apresentar um desempenho superior ao retorno de mercado enquanto que em 2005 o retorno das carteiras desfavoráveis e favoráveis não supera o retorno de mercado.

Em 2006 e 2007 a carteira desfavorável apresenta retorno superior ao Ibovespa e a carteira de ações favoráveis não supera o mesmo índice. Em 2008 o retorno das carteiras favoráveis e desfavoráveis supera o retorno de mercado, já em 2009 o retorno da carteira de ações desfavoráveis supera o índice Ibovespa, diferentemente do retorno da carteira de ações favoráveis. Com relação à 2010 o retorno das carteiras favoráveis e desfavoráveis supera o retorno de mercado. Essas informações estão apresentadas na tabela 21.

Constata-se que em 9 (nove) dos 11 (onze) anos a carteira de ações desfavoráveis supera o retorno de mercado (Ibovespa) enquanto que em 7 (sete) anos a carteira de ações favoráveis supera o retorno de mercado, indicando que os analistas não foram capazes de diferenciar os retornos das ações favoravelmente e desfavoravelmente recomendadas.

Pode-se verificar, no gráfico 14, a ausência de consistência nos resultados das carteiras favoravelmente recomendadas.

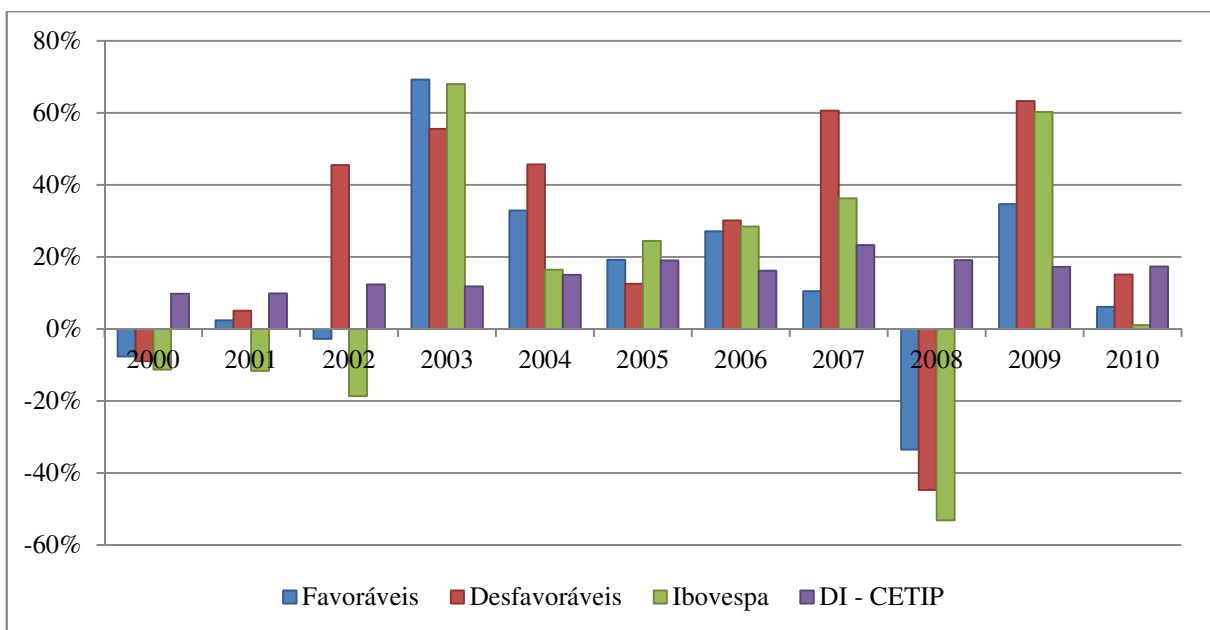


Gráfico 14 – Retorno acumulado anual das carteiras com recomendações favoráveis e desfavoráveis, Ibovespa e CDI

4.3 Teste de diferença entre as médias e medianas

A tabela 22 apresenta os testes de diferença de médias para amostras independentes dos retornos trimestrais das carteiras formadas neste estudo, ações favoravelmente e desfavoravelmente recomendadas pelos analistas brasileiros.

Tabela 22 – Teste t^1 de diferença de médias dos retornos trimestrais das carteiras

Grupos estatísticos										
Carteiras	N	Média	Desvio padrão	Erro padrão da média						
Favoráveis	44	0,037	0,117	0,018						
Desfavoráveis	44	0,063	0,151	0,023						

Teste Levene para igualdade de variância				Teste-t para igualdade de médias						
I ²	F	Sig.	T	gl.	Sig. ³	Diferença Médias	Dif. Erro Padrão	95% I.C. da Diferença		
								Inferior	Superior	
2000 à 2010	Sim	3,394	0,069	-0,912	86,000	0,364	-0,026	0,029	-0,083	0,031
	Não			-0,912	80,885	0,365	-0,026	0,029	-0,084	0,031

1. 5% de nível de significância

2. Igual variância assumida

3. Significância (2-caudas)

Pode-se constatar a partir dos resultados divulgados na tabela 22 que não houve diferença estatisticamente significativa (significância de 0,364) para um nível de significância de 95% entre os retornos trimestrais das carteiras formadas a partir das recomendações favoráveis e desfavoráveis. Dessa forma não se rejeita a hipótese nula (H_0), ou seja, os analistas não foram capazes de prever o desempenho futuro das ações para a amostra e período analisados.

Com o objetivo de reforçar o resultado foi realizado, além do teste paramétrico apresentado anteriormente, um teste não paramétrico de diferença de medianas. Este teste está reportado na tabela 23.

Tabela 23 – Teste de diferença entre medianas dos retornos trimestrais das carteiras

Ranques - Retornos Trimestrais			
Carteiras	N	Média dos Ranques	Soma dos Ranques
Favoráveis	44	41,636	1832
Desfavoráveis	44	47,364	2084
Estatísticas do Teste Mann-Whitney			
Mann-Whitney U			842
Wilcoxon W			1832
Z			-1,052
Significância Assintótica (2-caudas)			0,293
Significância Exata. (2-caudas)			0,297
Significância Exata (1-cauda)			0,148
Ponto de probabilidade			0,002

Confirma-se a partir do resultado do teste de diferença entre medianas, apresentado na tabela 23, que não houve diferença estatisticamente significativa (significância de 0,297) entre os retornos das carteiras formadas a partir das recomendações favoráveis e desfavoráveis dos analistas para o período analisado, reforçando assim o teste paramétrico apresentado anteriormente.

Na tabela 24 estão apresentados os retornos anuais bem como o número de ações que compuseram as carteiras favoráveis e desfavoráveis no período analisado; além disso, está reportado o número de recomendações consensuais anuais.

Pode se verificar que em todos os anos analisados o número de ações que compuseram a carteira de ações favoráveis foi maior do que o número de ações que compuseram a carteira de ações desfavoráveis, fato ocasionado pelo maior número de recomendações favoráveis em comparação às desfavoráveis e que é tratado na literatura (ELTON *et al.*, 1986, FRANCIS; PHILBRICK, 1993; WOMACK, 1996; LIN; MCNICHOLS, 1998; JEGADEESH; KIM, 2006; MOSHIRIAN *et al.* 2009) como viés positivo dos analistas.

Sobretudo é importante salientar que mesmo com um maior número de ações na carteira de ações favoráveis o retorno acumulado em 2001, 2002, 2004, 2006, 2007, 2009 e 2010 foi inferior ao da carteira de ações com recomendações desfavoráveis.

O maior número de ações favoravelmente recomendadas na composição das carteiras formadas pode indicar que os analistas preocupam-se mais com seus próprios lucros em detrimento ao desempenho dos investimentos recomendados. Além disso, as empresas que

são analisadas podem ser clientes ou potenciais clientes, como já abordado por estudos anteriores (LIN; MCNICHOLS, 1998; MOSHIRIAN *et al.* 2009; IRVINE, 2001)

As ações que compuseram as carteiras podem ser observadas no APÊNDICE A desta pesquisa. Neste apêndice estão dispostos os códigos de negociações na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) das ações que compuseram, anualmente, as carteiras formadas neste estudo.

Tabela 24 – Retorno e número de ações que compuseram as carteiras e número de recomendações consensuais, 2000 - 2010

Ano	Favoráveis		Desfavoráveis		Recomendações
	Retorno	Nº de ações	Retorno	Nº de ações	
2000	-8%	46	-9%	11	267
2001	2%	59	5%	12	274
2002	-3%	64	46%	8	275
2003	69%	62	56%	11	258
2004	33%	56	46%	20	283
2005	19%	66	12%	17	290
2006	27%	81	30%	12	341
2007	10%	129	61%	10	445
2008	-34%	157	-45%	15	636
2009	35%	147	63%	20	625
2010	6%	159	15%	16	654

Observa-se, ainda na tabela 24, que em 2003 o número de recomendações consensuais foi de 258, o menor dentre os anos analisados, e neste ano o retorno da carteira de ações favoráveis apresentou um desempenho superior (69%) quando comparado com o retorno da carteira de ações desfavoráveis (56%). No entanto, em 2009, ano em que houve o maior número de recomendações consensuais do período analisado (2000 – 2010) o retorno das ações formadas pelas ações favoravelmente recomendadas (6%) apresentou um desempenho inferior à carteira de ações desfavoráveis (15%).

As recomendações consensuais aumentaram em todos os anos analisados indicando crescimento nas recomendações que pode ter acompanhado o crescimento do mercado de capitais brasileiro. Além disso, o maior número de recomendações consensuais por parte dos analistas não representou melhor desempenho das ações recomendadas favoravelmente pelos analistas na amostra e período analisado nesta pesquisa.

5 CONCLUSÕES

Os analistas de mercado de capitais são responsáveis por analisar e identificar oportunidades lucrativas de investimentos aos demais participantes do mercado de capitais, elaboram relatórios que contêm recomendações de ações e previsões de lucros por ações.

Um aspecto importante no que tange às recomendações dos analistas de mercado é a reação ocasionada no preço das ações pelas recomendações e previsões emitidas pelos analistas. O que indica e reforça a influência e o papel dos analistas no mercado de capitais. Jegadeesh *et al.* (2004) ao evidenciarem que os analistas previram a direção do preço das ações assinalaram que as recomendações emitidas pelos analistas poderiam auxiliar na identificação de oportunidades lucrativas de investimentos aos participantes do mercado, mais especificamente aos investidores que acompanharam as previsões dos analistas de mercado. Ou seja, os analistas podem emitir recomendações de compras para ações subavaliadas e, de maneira paralela, recomendações de venda para ações superavaliadas.

A possibilidade de obtenção de lucros a partir do acompanhamento das recomendações dos analistas fora identificada por estudos prévios (BJERRING *et al.*, 1983; ELTON *et al.*, 1986; LIM; KONG, 2004; CHAN *et al.*, 2006; MOSHIRIAN *et al.*, 2009). Foi documentado que, nas amostras e mercados estudados, os investidores que seguiram as recomendações emitidas por analistas poderiam ter auferido lucros. Contudo, o estudo que merece destaque é o de Moshirian *et al.*, 2009 por ter ressaltado a possibilidade de obtenção de lucros a partir das recomendações emitidas em mercados emergentes – dentre eles o Brasil.

Assim o presente estudo investigou a seguinte questão de pesquisa: é possível obter lucros a partir do acompanhamento das recomendações de ações emitidas por analistas de mercados de capitais de empresas brasileiras?

A partir dos resultados obtidos com a pesquisa inicialmente identificou-se, na amostra analisada, um viés na emissão de recomendações favoráveis de ações, ou seja, há mais recomendações favoráveis em comparação às desfavoráveis. O percentual de ações que tiveram recomendações favoráveis (*Strong Buy* e *Buy*) gira em torno de 62% enquanto que 6% das recomendações foram desfavoráveis (*Underperform* e *Sell*), já as recomendações para manutenção dos papéis (*Hold*) representou 32% da amostra analisada. Evidenciando a preferência por recomendações otimistas.

O viés encontrado nas recomendações de analistas brasileiros no transcorrer do período analisado confirma o que fora documentado por estudos anteriores (ELTON *et al.*,

1986, FRANCIS; PHILBRICK, 1993; WOMACK, 1996; LIN; MCNICHOLS, 1998; JEGADEESH; KIM, 2006; MARTINEZ, 2004; MOSHIRIAN *et al.* 2009). O otimismo pode ser explicado pelo conflito de interesses entre os analistas que avaliam e recomendam ações de empresas que podem ser futuras clientes (LIN; MCNICHOLS, 1998; MOSHIRIAN *et al.* 2009). Além disso, Lin e McNichols, (1998) argumentaram que as recomendações de compra geram maior volume de negociações o que pode incentivar os analistas a emitirem um maior número de recomendações favoráveis em comparação às desfavoráveis.

Com relação ao retorno das carteiras formadas a partir do acompanhamento das recomendações de ações emitidas por analistas brasileiros constatou-se que em 9 (nove) dos 11 (onze) anos a carteira de ações desfavoráveis supera o retorno máximo do mercado (Ibovespa) enquanto que em 7 (sete) anos a carteira de ações favoráveis supera o retorno de mercado. Além disso, a partir dos testes de diferença entre médias e medianas não se rejeitou a hipótese nula, indicando que os analistas não foram capazes de diferenciar os retornos das ações favoravelmente e desfavoravelmente recomendadas. Esta constatação vai ao encontro de estudos (CRAGG; MALKIEL, 1968; ELTON; GRUBER, 1972; GUERARD; BEIDLEMAN, 1986) que igualmente questionaram a efetividade das previsões emitidas pelos analistas de mercado. Assim, o presente estudo não corrobora com o que fora assinalado por Moshirian *et al.* (2009) e Jegadeesh *et al.* (2004).

No Brasil entre os anos e amostra analisados o número de ações que compuseram a carteira de ações favoráveis foi substancialmente maior do que o número de ações da carteira de ações desfavoravelmente recomendadas. O número médio de papéis na carteira de ações favoráveis foi de 93 em comparação à uma média de 14 papéis na carteira de ações desfavoráveis. Com isso, o maior número de recomendações favoráveis pode indicar a maneira com a qual o analista brasileiro gera negócios para as corretoras, ou seja, vai ao encontro do que fora assinalado por Irvine (2001) de que o volume de negociações das ações cobertas pelos analistas foi maior do que o volume de negociações das ações não acompanhadas pelos analistas. O volume de negócios é um fator determinante na escolha do analista de qual empresa acompanhar. Além disso, Lin e McNichols, (1998) argumentaram que as recomendações de compra geram maior volume de negociações o que pode incentivar os analistas a emitirem um maior número de recomendações favoráveis em comparação às desfavoráveis.

Conclui-se, sobretudo que os analistas brasileiros foram otimistas e não possuíram a capacidade de selecionar ações superavaliadas e subavaliadas nas recomendações de ações emitidas entre 2000 e 2010.

5.1 Limitações da pesquisa e sugestões para estudos futuros

A primeira limitação a ser destacada neste estudo está relacionada à coleta das recomendações consensuais de ações da base de dados I/B/E/S, pois apesar de ser utilizada em estudos anteriores como os de Chan *et al.* (2006), Moshirian *et al.* (2009), Chen (2010) e Sidhu e Tan (2011) a base de dados pode não trazer todas as recomendações do mercado brasileiro deixando algumas corretoras fora da análise, não representando assim o mercado brasileiro. Além disso, a base de dados pode apresentar incorreções e erros relacionados ao armazenamento e a coleta dos dados, o que foge do controle deste estudo.

Outro aspecto importante a ser ponderado está relacionado ao período de análise. A pesquisa estendeu-se de 2000 à 2010 (onze anos) e os resultados estão atrelados e receberam influência do cenário econômico nacional e internacional no transcorrer do período analisado, isso indica que a mesma pesquisa em um período distinto pode apresentar resultados diferentes dos discutidos aqui.

Como sugestão para pesquisas futuras pode ser adotada a mesma metodologia de formação de carteiras realizada em outro período de análise para comparabilidade de resultados e consequentemente avaliar se o desempenho dos analistas brasileiros permanece inalterado. Outra sugestão é a formação de carteiras de ações diferentemente da metodologia empregada aqui possibilitando assim comparabilidade entre as carteiras, pode-se realizar pesquisa semelhante, no entanto utilizando somente *Upgrades e Downgrades* consensuais para a formação das carteiras.

Outro aspecto que pode ser investigado é a relação entre o volume de negociação das ações favoravelmente recomendadas e desfavoravelmente recomendadas para relacionar o volume de negociações com o viés positivo nas recomendações de ações dos analistas brasileiros semelhante com o que fora realizado por Irvine (2001). Esta análise pode complementar o que fora assinalado pela presente pesquisa como uma das explicações para desempenho apresentado dos analistas.

Ainda como sugestão pode-se aplicar um estudo de campo com o objetivo de identificar a motivação do viés nas recomendações e previsões dos analistas de mercado, pois o aspecto comportamental é determinante à elaboração dos relatórios dos analistas. Além disso, tentar captar aspectos comportamentais que envolvem o processo de análise e emissão de recomendações e previsões por parte dos analistas.

REFERÊNCIAS⁴

ALTINKILIC, O.; HANSEN, R.S. On the information role of stock recommendation revisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 48, p. 17-36, 2009.

ASQUITH, P.; MIKHAIL, M.B.; AU, A .S. Information content of equity analyst reports. **Journal of Financial Economics**, v. 75, p. 245-282, 2005.

BARBER, B.; LEHAVY, R.; MCNICHOLS, M.; TRUEMAN, B. Can investors profit from the prophets? Consensus analyst recommendations and stock returns. **Journal of Finance**, v. 56, p. 531-563, 2001.

BJERRING, J.H.; LAKONISHOK, J; VERMAELEN, Theo. Stock Prices and Financial Analysts' Recommendations. **Journal of Finance**, v. 38, n. 1, p. 187-204, 1983.

BOFF, L.H; PROCIANOY, J.L.; HOPPEN, N. O uso de informações por analistas de investimento na avaliação de empresas: à procura de padrões. **RAC. Revista de Administração Contemporânea**, v. 10, n. 4, p. 169-192, 2006.

BOVESPA. **Bolsa de valores de São Paulo**. 2008. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em 26/04/2011.

BRASIL. Instrução CVM n. 388, de 30/04/2003. **Comissão de Valores Mobiliários**, 2003.

BRAV, A; LEHAVY R. An Empirical analysis of analysts' target prices: short-term informativeness and long-term dynamics. **Journal of Finance**, v. 58, n. 5, p. 1933-1967, 2003.

BROWN, L.D; ROZEFF, M.S. The superiority of analyst forecasts as measures of expectations: evidence from earnings. **Journal of Finance**, v. 33, p. 1-16, 1978.

BROWN, L.D.; HAGERMAN, R.L.; GRIFFIN, P.A.; ZMIJEWSKI, M.E. An evaluation of alternative proxies for the market's assessment of unexpected earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 9, p. 159-93, (1987a).

⁴ De acordo com a Associação Brasileira de Normas Técnicas NBR 6023.

BROWN, L.D.; HAGERMAN, R.L.; GRIFFIN, P.A.; ZMIJEWSKI, M.E. Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 9, p. 61-87, (1987b).

BROWN, R.; CHAN, H.W.H.; Ho, Y. K. Analysts' recommendations: from which signal does the market take its lead? **Review of Quantitative Finance Accounting**, v. 33, p. 91-111, 2009.

CHAN, H.W.H.; BROWN, R.; HO, Y.O. Initiation of brokers' recommendations, market predictors and stock returns. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 16, p. 213-231, 2006.

CHEN, X. Australian evidence on the accuracy of analysts' expectations: the value of consensus and timeliness prior to the earnings announcement. **Accounting Research Journal**, v. 23, p. 94-116, 2010.

CRAGG, J.G.; MALKIEL, B. The Consensus and Accuracy of Some Predictions of the Growth of Corporate Earnings. **Journal of Finance**, v. 23, p. 67-84, 1968.

DALMÁCIO, F.Z. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro**: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização. Tese [Doutorado em Controladoria e Contabilidade]. São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2009.

DIMSON, E.; MARSH, P. An Analysis of Brokers' and Analysts' Unpublished Forecasts of UK Stock Returns. **Journal of Finance**, v. 39, n. 5, p. 1257-1292, 1984.

DORAN, J.S.; FODOR A.; KRIEGER K. Option market efficiency and analyst recommendations. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 37, p. 560-590, 2010.

ELTON, E.J.; GRUBER, M.J. Earnings Estimates and the Accuracy of Expectational Data. **Management Science**, v. 18, p. 409-24, 1972.

ELTON, J.; GRUBER, M.J.; GROSSMAN, S. Discrete expectational data and portfolio performance. **Journal of Finance**, v. 41, p. 699-713, 1986.

FAMA, E. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. **Journal of Financial Economics**, v. 49, p. 283-206, 1998.

FAMA, E.; FRENCH, K. The cross-section of expected stock returns. **Journal of Finance**, v. 47, p. 427-465, 1992.

FRANCIS, J.; PHILBRICK, D. Analysts decisions as products of a multi-task environment. **Journal of Accounting Research**, v. 31, p. 216-230, 1993.

FRANCIS, J.; SOFFER, L. The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions. **Journal of Accounting Research**, v. 35, p. 193-211, 1997.

FRIED, D.; GIVOLY, D. Financial analysts' forecasts of earnings: a better surrogate for market expectations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 4, p. 85-107, 1982.

GREEN, T.C. The value of client access to analyst recommendations. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 41, p. 1-24, 2006.

GUERARD, J.B.; BEIDLEMAN, C.R. A New Look at Forecasting Annual Corporate Earnings in the U.S.A. **European Journal of Operational Research**, v. 23, p. 288-293, 1986.

HALL, J.L.; TACON, P.B. Forecast accuracy and stock recommendations. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 6, p. 18-33, 2010.

IRVINE, P. J. A. Do analysts generate trade for their firms? Evidence from the Toronto stock exchange. **Journal of Accounting and Economics**, v. 30, p. 209-226, 2001.

ISI WEB OF KNOWLEDGE. **Journal Citation Reports**. Disponível em: < <http://admin-apps.webofknowledge.com/JCR/JCR>>. Acesso em: 29 mai. 2012.

IVKOVIC', Z.; JEGADEESH, N. The timing and value of forecast and recommendation revisions. **Journal of Financial Economics**, v. 73, p. 433-463, 2004.

JEGADEESH, N.; TITMAN, S. Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. **Journal of Finance**, v. 48, p. 65-91, 1993.

JEGADEESH, N.; KIM, W.J.; KRISCHE, S.; LEE, C. Analyzing the analysts: when do recommendations add value? **Journal of Finance**, v. 59, n. 3, p. 1083-1124, 2004.

JEGADEESH, N.; KIM, W.J. Value of analyst recommendations: International evidence. **Journal of Financial Markets**, v. 9, p. 274-309, 2006.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 4, p. 305-360, 1976.

LIM, T.K.; KONG, H. C. New evidence on price impact of analyst forecast revisions. **International Review of Financial Analysis**, v. 13, p. 161-190, 2004.

LIN, H., MCNICHOLS, M. Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, 1-34, 1998.

LOH, R.K.; MIAN, G.M. Do accurate earnings forecasts facilitate superior investment recommendations? **Journal of Financial Economics**, v. 80, p. 455-483, 2006.

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. Tese [Doutorado em Administração de Empresas]. São Paulo – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2004.

_____. Otimismo e viés de seleção dos analistas. **BBR. Brazilian Business Review**, Vitória, v. 4, n. 2, p. 104-118, 2007.

MIKHAIL, M.B.; WALTHER, B.R.; WILLIS, R.H. Do security analysts exhibit persistent differences in stock picking ability? **Journal of Financial Economics**, v. 74, p. 67-91, 2004.

MOYER, R.C.; CHATFIELD, R. E.; SISNEROS, P. M. Analyst monitoring activity: agency costs and demands. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 24, p. 503-512, 1989.

MOSHIRIAN, F.; NG, D.; WU, E. The value of stock analysts' recommendations: evidence from emerging markets. **International Review of Financial Analysis**, v. 18, p. 74-83, 2009.

PORTAL BRASIL. **Certificados de Depósito Interbancário - CDI**. Disponível em: <http://www.portalbrasil.net/indices_cdi.htm>. Acesso em: 31 mai. 2012.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social**: métodos e técnicas. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SALVA, C.; SONNEY, F. The value of analysts' recommendations and the organization of financial research. **Review of Finance**, v. 15, p. 397-440, 2011.

SIDHU, B.; TAN, H.C. The Performance of Equity Analysts During the Global Financial Crisis. **Australian Accounting Review**, v. 21, n. 56, p. 32-43, 2011.

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

WOMACK, K. Do brokerage analysts' recommendations have investment value? **Journal of Finance**, v. 51, p. 137-167, 1996.

APÊNDICE A – Ações que compuseram as carteiras, 2000-2010

Ano	Carteira	Ações								
2000	Favoráveis	BBDC4	OIBR4	BRKM5	BRFS3	CEBR5	CEDO4	CLSC4	CEPE5	
		CMIG4	COCE5	PCAR4	CNFB4	CPLE6	CTNM4	CYRE3	ELET6	
		ELPL4	EBTP4	ETER3	FESA4	FFTL4	GGBR4	GUAR4	ITSA4	
		ITUB4	KLBN4	LAME4	POMO4	GOAU4	MTSA4	NETC4	PETR4	
		SBSP3	SNSY5	SLED4	SHUL4	CSNA3	CRUZ3	TNLP4	VIVT4	
		TCSL4	TBLE3	UNIP6	USIM5	VALE5	VIVO4			
	Desfavoráveis	AVIL3	BBAS3	BMTO4	LIPR3	ESTR4	LREN3	RHDS3	MGEL4	
		RAPT4	SUZB5	ILMD4						
	2001	Favoráveis	GETI4	AMBV4	BDLL4	BBDC4	BRAP4	OIBR4	BRKM5	BRFS3
			CEBR5	CEDO4	CLSC4	CEPE5	CMIG4	COCE5	PCAR4	CNFB4
CPLE6			CTNM4	CYRE3	ELET6	ELPL4	EMAE4	EBTP4	ESTR4	
ETER3			FESA4	FFTL4	FRAS4	GGBR4	GUAR4	ROMI3	ITSA4	
ITUB4			KLBN4	LAME4	LREN3	MGEL4	POMO4	GOAU4	NETC4	
PETR4			SBSP3	SLED4	VAGV4	CSNA3	CRUZ3	SUZB5	TNCP4	
TNLP4			VIVT4	TCSL4	TBLE3	UGPA3	UNIP6	USIM5	VALE5	
VIVO4			WEGE3	DXTG4						
Desfavoráveis		ALPA4	BBAS3	BMTO4	LIPR3	LREN3	RHDS3	MGEL4	RAPT4	
		SUZB5	TEKA4	WHRL4	ILMD4					
2002	Favoráveis	GETI4	AMBV4	BBAS3	BDLL4	BBDC4	BRAP4	OIBR4	BRKM5	
		BMTO4	BRFS3	CCRO3	CEBR5	CLSC4	CEPE5	CMIG4	COCE5	
		CGAS5	PCAR4	CNFB4	CPLE6	CTNM4	CYRE3	ELET6	ELPL4	
		EMAE4	EBTP4	ETER3	FESA4	FFTL4	FRAS4	GGBR4	GUAR4	
		ROMI3	ITSA4	ITUB4	KLBN4	LAME4	LREN3	MGEL4	POMO4	
		GOAU4	NETC4	PETR4	SBSP3	SLED4	VAGV4	CSNA3	CRUZ3	
		SUZB5	TEKA4	TNCP4	TNLP4	TMAR5	VIVT4	TCSL4	TBLE3	
		UGPA3	UNIP6	USIM5	VALE5	VIVO4	WEGE3	WHRL4	DXTG4	
	Desfavoráveis	ALPA4	BRAP4	BMTO4	POMO4	NETC4	RAPT4	WHRL4	ILMD4	
2003	Favoráveis	GETI4	AMBV4	BBAS3	BDLL4	BBDC4	BRAP4	OIBR4	BRKM5	
		BMTO4	BRFS3	CCRO3	CEBR5	CLSC4	CMIG4	COCE5	CGAS5	
		PCAR4	CNFB4	CPLE6	CTNM4	CYRE3	ELET6	ELPL4	EMAE4	
		EBTP4	FESA4	FFTL4	FRAS4	GGBR4	GUAR4	ROMI3	ITSA4	
		ITEC3	ITUB4	KLBN4	LAME4	LREN3	MGEL4	POMO4	GOAU4	
		PETR4	RAPT4	SBSP3	SLED4	CSNA3	CRUZ3	SUZB5	TEKA4	
		TNCP4	TNLP4	TMAR5	VIVT4	TCSL4	TBLE3	TRPL4	UGPA3	
		UNIP6	USIM5	VALE5	VIVO4	WEGE3	WHRL4			
	Desfavoráveis	GETI4	ALPA4	BDLL4	BRAP4	GUAR4	NETC4	RAPT4	SLED4	
		TEKA4	TNCP4	ILMD4						
2004	Favoráveis	ALLL3	AMBV4	BBAS3	BDLL4	BBDC4	BRAP4	OIBR4	BRKM5	
		BRFS3	CCRO3	CLSC4	CMIG4	COCE5	CGAS5	PCAR4	CNFB4	
		CPLE6	CTNM4	ELET6	ELPL4	EMAE4	EBTP4	FESA4	FJTA4	
		FFTL4	FRAS4	GGBR4	ROMI3	ITSA4	ITUB4	KLBN4	LAME4	
		RHDS3	POMO4	GOAU4	PETR4	RAPT4	RSID3	SBSP3	SAPR4	
		CSNA3	CRUZ3	SUZB5	TNLP4	TMAR5	VIVT4	TCSL4	TBLE3	
		TRPL4	UGPA3	UNIP6	USIM5	VALE5	VIVO4	WEGE3	ILMD4	
	Desfavoráveis	GETI4	ALPA4	BDLL4	BOBR4	CGAS5	CYRE3	ETER3	EUCA4	
		FJTA4	GUAR4	INEP4	CTKA4	MGEL4	MRSLL4	MTSA4	NETC4	
	SLED4	VAGV4	TEKA4	TNCP4						

continua

continuação

Ano	Carteira	Ações								
2005	Favoráveis	GETI4	ALLL3	ALPA4	AMBV4	BTOW3	BBAS3	BBDC4	BRAP4	
		OIBR4	BRKM5	BRFS3	CCRO3	CLSC4	CMIG4	COCE5	PCAR4	
		CNFB4	CPLE6	CTNM4	CPFE3	DASA3	ELET6	ELPL4	EMAE4	
		EBTP4	ENBR3	FESA4	FJTA4	FFTL4	FRAS4	GGBR4	GOLL4	
		GRND3	ROMI3	ITSA4	ITUB4	KLBN4	RENT3	LAME4	LREN3	
		POMO4	GOAU4	PETR4	PSSA3	SZPQ4	RAPT4	RSID3	SBSP3	
		SAPR4	SLED4	CSNA3	CRUZ3	SUZB5	TAMM4	TNLP4	TMAR5	
		VIVT4	TCSL4	TBLE3	TRPL4	UGPA3	UNIP6	USIM5	VALE5	
	VIVO4	WEGE3								
	Desfavoráveis	GETI4	ALPA4	BDLL4	BOBR4	CGAS5	EMBR3	ETER3	FESA4	
		FRAS4	GUAR4	INEP4	MGEL4	MTSA4	NETC4	SLED4	TEKA4	
		TNCP4								
	2006	Favoráveis	AVIL3	GETI4	ALLL3	ALPA4	AMBV4	BTOW3	BBAS3	BDLL4
			BBDC4	BRAP4	OIBR4	BRKM5	BRFS3	CCRO3	CLSC4	CMIG4
COCE5			PCAR4	CNFB4	CTAX4	CSMG3	CPLE6	CSAN3	CTNM4	
CPFE3			CARD3	CYRE3	DASA3	ELET6	ELPL4	EBTP4	ENBR3	
EQTL3			FESA4	FJTA4	FFTL4	GFS3	GGBR4	GOLL4	GRND3	
IDNT3			ROMI3	ITSA4	ITUB4	KLBN4	RENT3	LAME4	LREN3	
LUPA3			POMO4	GOAU4	MMXM3	NATU3	NETC4	OHLB3	PETR4	
PSSA3			SZPQ4	RAPT4	RSID3	SBSP3	SAPR4	SLED4	CSNA3	
CRUZ3			SUZB5	TAMM4	TNLP4	TMAR5	VIVT4	TCSL4	TOTS3	
TBLE3			TRPL4	UGPA3	UNIP6	UOLL4	USIM5	VALE5	VIVO4	
WEGE3										
Desfavoráveis		BDLL4	BOBR4	CGAS5	EMAE4	EMBR3	ETER3	FESA4	FRAS4	
		MGEL4	NETC4	TEKA4	TNCP4					
2007		Favoráveis	AVIL3	GETI4	ALLL3	ALPA4	AMBV4	AEDU11	BTOW3	BBAS3
	BEES3		BDLL4	BEMA3	BRML3	BBDC4	BRAP4	AGRO3	OIBR4	
	BRKM5		BRFS3	BISA3	CCIM3	CCRO3	CLSC4	CMIG4	COCE5	
	CGAS5		PCAR4	CNFB4	CTAX4	CSMG3	CPLE6	CSAN3	CTNM4	
	CPFE3		CRDE3	CREM3	CARD3	CYRE3	DASA3	DAYC4	VAGR3	
	ELET6		LIPR3	ELPL4	EMBR3	EBTP4	ENBR3	EQTL3	ETER3	
	EZTC3		FESA4	FFTL4	FRAS4	GFS3	GSHP3	GGBR4	GOLL4	
	GPIV11		GRND3	GUAR4	GVTT3	IDNT3	IGTA3	ROMI3	ITSA4	
	ITUB4		JBSS3	JHSF3	KLBN4	KROT11	RENT3	LOGN3	LAME4	
	LREN3		LPSB3	LUPA3	MDIA3	POMO4	MRFG3	MEDI3	LEVE4	
	FRIO3		GOAU4	BEEF3	MMXM3	NATU3	NETC4	ODPV3	OHLB3	
	PDGR3		PETR4	PTPA4	PINE4	PSSA3	POSI3	PFRM3	PRVI3	
	SZPQ4		RAPT4	RDNI3	RSID3	SAPR4	STBP11	SCAR3	SLED4	
	CSNA3		SLCE3	SFSA4	CRUZ3	SUZB5	TAMM4	TCSA3	TGMA3	
	TNLP4		TMAR5	VIVT4	TCSL4	TOTS3	TBLE3	TRPL4	UGPA3	
	UNIP6		UOLL4	USIM5	VALE5	VLID3	VIVO4	WEGE3	WHRL4	
	WSO11									
	Desfavoráveis	AVIL3	CLSC4	CTNM4	EMAE4	EBTP4	FRAS4	LIGT3	MGEL4	
CRUZ3		TNCP4								

continua

continuação

Ano	Carteira	Ações									
2008	Favoráveis	ABCB4	GETI4	AGEN11	ALLL3	ALPA4	AMBV4	AMIL3	AEDU11		
		BTOW3	BBAS3	BRSR6	BEMA3	BHGR3	BICB4	BVMF3	BBRK3		
		BRML3	BBDC4	BRAP4	AGRO3	OIBR4	BRKM5	BRFS3	BISA3		
		CCIM3	CCRO3	CMIG4	HGTX3	COCE5	CGAS5	PCAR4	CNFB4		
		CTAX4	CSMG3	CPLE6	CSAN3	CTNM4	CPFE3	CRDE3	CREM3		
		CZRS4	CCPR3	CYRE3	DASA3	DAYC4	RADL3	DTEX3	VAGR3		
		ELET6	ELPL4	EMBR3	ENBR3	EQTL3	ETER3	EVEN3	EZTC3		
		FHER3	FFTL4	FRAS4	GFS3	GSHP3	GGBR4	GOLL4	GPIV11		
		GRND3	GUAR4	GVT3	HBOR3	HYPE3	IDNT3	IGTA3	ROMI3		
		IDVL4	VIVR3	MYPK3	ITSA4	ITUB4	JBSS3	JHSF3	KLBN4		
		KROT11	MILK11	LLIS3	LIGT3	LLXL3	RENT3	LOGN3	LAME4		
		LREN3	LPSB3	LUPA3	MDIA3	MAGG3	POMO4	MRFG3	AMAR3		
		MEDI3	LEVE4	FRIO3	GOAU4	BEEF3	MMXM3	MPXE3	MRVE3		
		MULT3	NATU3	NETC4	ODPV3	OGXP3	OHLB3	BPNM4	PRBC4		
		PDGR3	PETR4	PINE4	PSSA3	POSI3	PFRM3	PRVI3	SZPQ4		
		RAPT4	RDCD3	RDNI3	RSID3	SAPR4	STBP11	SCAR3	SMT03		
		SLED4	SEBB11	CSNA3	SLCE3	SFSA4	SULA11	SUZB5	TAMM4		
		TCSA3	TGMA3	TNLP4	TMAR5	VIVT4	TEMP3	TCSL4	TOTS3		
		TBLE3	TRPL4	TRIS3	TPIS3	UGPA3	UNIP6	UOLL4	USIM5		
		VALE5	VLID3	VIVO4	WEGE3	WSON11					
		2008	Desfavoráveis	AVIL3	CLSC4	CSAN3	CREM3	CZRS4	VAGR3	EBTP4	GOLL4
MILK11	MGEL4			FRIO3	SZPQ4	SAPR4	CRUZ3	TNCP4			
2009	Favoráveis	ABCB4	GETI4	ALLL3	AMBV4	AMIL3	AEDU11	BTOW3	BBAS3		
		BRSR6	BEMA3	BICB4	BVMF3	BBRK3	BRML3	BBDC4	BRAP4		
		AGRO3	OIBR4	BRKM5	BRFS3	BISA3	CCIM3	CCRO3	CMIG4		
		HGTX3	COCE5	CGAS5	PCAR4	CNFB4	CTAX4	CSMG3	CPLE6		
		CSAN3	CPFE3	CREM3	CZRS4	CCPR3	CYRE3	DASA3	DAYC4		
		RADL3	DTEX3	VAGR3	ELET6	ELPL4	EMBR3	ENBR3	EQTL3		
		ESTC3	ETER3	EVEN3	FHER3	FESA4	FFTL4	FRAS4	GFS3		
		GSHP3	GGBR4	GPIV11	GRND3	GUAR4	GVT3	HBOR3	HYPE3		
		IDNT3	IGTA3	ROMI3	IDVL4	VIVR3	MYPK3	ITSA4	ITUB4		
		JBSS3	JHSF3	KLBN4	KROT11	LLIS3	LIGT3	LLXL3	RENT3		
		LOGN3	LAME4	LREN3	LPSB3	LUPA3	MDIA3	MAGG3	POMO4		
		MRFG3	AMAR3	MEDI3	GOAU4	BEEF3	MMXM3	MPXE3	MRVE3		
		MULT3	NATU3	NETC4	ODPV3	OGXP3	OHLB3	BPNM4	PRBC4		
		PDGR3	PETR4	PINE4	PSSA3	POSI3	PFRM3	PRVI3	RAPT4		
		RDCD3	RDNI3	RSID3	STBP11	SCAR3	SMT03	SLED4	SEBB11		
		CSNA3	SLCE3	SFSA4	SULA11	SUZB5	TAMM4	TCSA3	TGMA3		
		TNLP4	TMAR5	VIVT4	TEMP3	TCSL4	TOTS3	TBLE3	TRPL4		
		TRIS3	TPIS3	UGPA3	UNIP6	UOLL4	USIM5	VALE5	VLID3		
		VIVO4	WEGE3	WSON11							
		2009	Desfavoráveis	ALPA4	CLSC4	CSAN3	CZRS4	VAGR3	LIPR3	FIBR3	GSHP3
				VVAR3	GOLL4	GUAR4	VIVR3	FRIO3	PRBC4	SZPQ4	SAPR4
SFSA4	CRUZ3			TNCP4	UNIP6						

continua

		conclusão									
Ano	Carteira	Ações									
2010	Favoráveis	ABCB4	GETI4	AGEI3	ALSC3	ALLL3	ALPA4	AMBV4	AMIL3		
		AEDU11	BTOW3	BBAS3	BRSR6	BEMA3	BHGR3	BICB4	BVMF3		
		BBRK3	BRML3	BRPR3	BBDC4	BRAP4	AGRO3	OIBR4	BRKM5		
		BRFS3	BISA3	CCRO3	CMIG4	CTIP3	HGTX3	CIEL3	COCE5		
		CGAS5	PCAR4	CNFB4	CTAX4	CSMG3	CPL6	CSAN3	CPFE3		
		CREM3	CARD3	CCPR3	CYRE3	DASA3	DAYC4	DIRR3	RADL3		
		DTEX3	VAGR3	ECOR3	ELET6	ELPL4	EMBR3	ENBR3	EQTL3		
		ESTC3	ETER3	EVEN3	EZTC3	FHER3	FESA4	FFTL4	GFS3		
		GGBR4	GOLL4	GPIV11	GRND3	GVT3	HBOR3	HYPE3	IDNT3		
		IGTA3	ROMI3	IDVL4	VIVR3	MYPK3	ITSA4	ITUB4	JBSS3		
		JHSF3	JSLG3	KLBN4	KROT11	LLIS3	LIGT3	LLXL3	RENT3		
		LOGN3	LAME4	LREN3	LPSB3	LUPA3	MDIA3	MAGG3	POMO4		
		MRFG3	AMAR3	MEDI3	GOAU4	MIL3	BEEF3	MMXM3	MPXE3		
		MRVE3	MULT3	MPLU3	NATU3	NETC4	ODPV3	OGXP3	OHLB3		
		OSXB3	BPNM4	PRBC4	PDGR3	PETR4	PINE4	PSSA3	POSI3		
		PFRM3	PRVI3	RAPT4	RDCD3	RDNI3	RSID3	SAPR4	SANB4		
		STBP11	SCAR3	SMTO3	SLED4	SEBB11	CSNA3	SLCE3	SULA11		
		SUZB5	TAMM4	TCSA3	TGMA3	TNLP4	TMAR5	VIVT4	TEMP3		
		TCSL4	TVIT3	TOTS3	TBLE3	TRPL4	TRIS3	TPIS3	UGPA3		
		UOLL4	USIM5	VALE5	VLID3	VIVO4	WEGE3	WSON11			
			Desfavoráveis	ALPA4	CCIM3	CLSC4	CZRS4	FIBR3	GSHP3	VVAR3	GRND3
				GUAR4	IDVL4	VIVR3	FRIO3	SFSA4	CRUZ3	TEMP3	UNIP6

APÊNDICE B – Empresas estudadas nesta pesquisa, 2000-2010

Nome	Código	Nome	Código	Nome	Código
Abc Brasil	ABCB4	Estrela	ESTR4	OGX Petroleo	OGXP3
Acos Vill	AVIL3	Eternit	ETER3	OHL Brasil	OHLB3
AES Tiete	GETI4	Eucatex	EUCA4	Oi	OIBR4
Agre Emp Imo	AGEI3	Even	EVEN3	OSX Brasil	OSXB3
Agrenco	AGEN11	Eztec	EZTC3	P.Acucar-Cbd	PCAR4
Aliansce	ALSC3	Fer Heringer	FHER3	Panamericano	BPNM4
All Amer Lat	ALLL3	Ferbasa	FESA4	Parana	PRBC4
Alpargatas	ALPA4	Fibria	FIBR3	PDG Realt	PDGR3
Ambev	AMBV4	Fleury	FLRY3	Petrobras	PETR4
Amil	AMIL3	Forjas Taurus	FJTA4	Petropar	PTPA4
Ampla Energ	CBEE3	Fras-Le	FRAS4	Pine	PINE4
Ananguera	AEDU11	Gafisa	GFSA3	Porto Seguro	PSSA3
B2W Varejo	BTOW3	Generalshopp	GSHP3	Positivo Inf	POSI3
Banestes	BEES3	Gerdau	GGBR4	Profarma	PFRM3
Banrisul	BRSR6	Gerdau Met	GOAU4	Providencia	PRVI3
Bardella	BDLL4	Gol	GOLL4	Quattor Petr	SZPQ4
Bematech	BEMA3	Gp Invest	GPIV11	RaiaDrogasil	RADL3
BHG	BHGR3	Grazziotin	CGRA4	Randon Part	RAPT4
Bicbanco	BICB4	Grendene	GRND3	Redecard	RDCD3
BMF Bovespa	BVMF3	Guararapes	GUAR4	Renar	RNAR3
Bombril	BOBR4	GVT Holding	GVTT3	Rodobensimob	RDNI3
BR Brokers	BBRK3	Helbor	HBOR3	Rossi Resid	RSID3
BR Malls Par	BRML3	Hypermarcas	HYPE3	Sabesp	SBSP3
BR Properties	BRPR3	Ideiasnet	IDNT3	Sanepar	SAPR4
Bradesco	BBDC4	IGB S/A	IGBR3	Sansuy	SNSY5
Bradespar	BRAP4	Iguatemi	IGTA3	Santander BR	SANB4
Brasil	BBAS3	Inds Romi	ROMI3	Santos Brp	STBP11
Brasilagro	AGRO3	Indusval	IDVL4	Sao Carlos	SCAR3
Braskem	BRKM5	Inepar	INEP4	Sao Martinho	SMTO3
Brasmotor	BMTO4	Iochnp-Maxion	MYPK3	Saraiva Livr	SLED4
BRF Foods	BRFS3	Itausa	ITSA4	Savarg	VAGV4
Brookfield	BISA3	Itautec	ITEC3	Schulz	SHUL4
Cambuci	CAMB4	ItauUnibanco	ITUB4	Seb	SEBB11
CC Des Imob	CCIM3	JBS	JBSS3	Sid Nacional	CSNA3
CCR SA	CCRO3	JHSF Part	JHSF3	SLC Agricola	SLCE3
Ceb	CEBR5	Joao Fortes	JFEN3	Sofisa	SFSA4
Cedro	CEDO4	JSL	JSLG3	Souza Cruz	CRUZ3
Celesc	CLSC4	Karsten	CTKA4	Springs	SGPS3
Celpe	CEPE5	Klabin S/A	KLBN4	Sul America	SULA11
Cemig	CMIG4	Kroton	KROT11	Suzano Papel	SUZB5
Cetip	CTIP3	Laep	MILK11	Tam S/A	TAMM4

continua

Continuação					
Nome	Código	Nome	Código	Nome	Código
Cia Hering	HGTX3	Le Lis Blanc	LLIS3	Tecnisa	TCSA3
Cielo	CIEL3	Light S/A	LIGT3	Tegma	TGMA3
Coelce	COCE5	LLX Log	LLXL3	Teka	TEKA4
Comgas	CGAS5	Localiza	RENT3	Tele Nort Cl	TNCP4
Confab	CNFB4	Log-In	LOGN3	Telef Brasil	VIVT4
Contax	CTAX4	Lojas Americ	LAME4	Telemar	TNLP4
Copasa	CSMG3	Lojas Marisa	AMAR3	Telemar N L	TMAR5
Copel	CPLE6	Lojas Renner	LREN3	Tempo Part	TEMP3
Cosan	CSAN3	Lopes Brasil	LPSB3	Tim Part S/A	TCSL4
Coteminas	CTNM4	Lupatech	LUPA3	Tivit	TVIT3
CPFL Energia	CPFE3	M G Poliest	RHDS3	Totvs	TOTS3
Cr2	CRDE3	M. Diasbranco	MDIA3	Tractebel	TBLE3
Cremer	CREM3	Magnesita SA	MAGG3	Tran Paulist	TRPL4
Cruzeiro Sul	CZRS4	Mangels Indl	MGEL4	Trisul	TRIS3
Csu Cardsystem	CARD3	Marcopolo	POMO4	Triunfo Part	TPIS3
Cyre Com-Ccp	CCPR3	Marfrig	MRFG3	Tupy	TUPY4
Cyrela Realty	CYRE3	Marisol	MRSL4	Ultrapar	UGPA3
Dasa	DASA3	Medial Saude	MEDI3	Unipar	UNIP6
Daycoval	DAYC4	Metal Leve	LEVE4	Uol	UOLL4
Direcional	DIRR3	Metal frio	FRIO3	Usiminas	USIM5
Dixie Toga	DXTG4	Metisa	MTSA4	V-Agro	VAGR3
Duralex	DTEX3	Mills	MILS3	Vale	VALE5
Ecorodovias	ECOR3	Minerva	BEEF3	Valefert	FFTL4
Eletronbras	ELET6	MMX Miner	MMXM3	Valid	VLID3
Eletropar	LIPR3	MPX Energia	MPXE3	Viavarejo	VVAR3
Eletropaulo	ELPL4	MRV	MRVE3	Viver	VIVR3
Emae	EMAE4	Multiplan	MULT3	Vivo	VIVO4
Embraer	EMBR3	Multiplus	MPLU3	Weg	WEGE3
Embratel Part	EBTP4	Natura	NATU3	Whirlpool	WHRL4
Energias BR	ENBR3	Net	NETC4	Wilson Sons	WSON11
Equatorial	EQTL3	Odontoprev	ODPV3	Yara Brasil	ILMD4
Estacio Part	ESTC3				