

INVESTIGAÇÃO DA QUALIDADE DAS RECOMENDAÇÕES DE ANALISTAS PARA AÇÕES DOS BRICS

QUALITY ASSESSMENT OF BRICS ANALYST STOCK RECOMMENDATIONS

Rafael Moreira Antônio (USP) *rafaelantonio@usp.br*

Fabiano Guasti Lima (USP) *fabianoguastilima@gmail.com*

Tabajara Pimenta Junior (USP) *taba.jr@usp.br*

Marcelo Augusto Ambrozini (USP) *marceloambrozini@yahoo.com.br*

Endereço Eletrônico deste artigo: <http://www.raunimep.com.br/ojs/index.php/regen/editor/submissionEditing/1278>

Resumo

É estabelecido pela literatura relacionada aos analistas de mercado de capitais que eles são responsáveis por reduzir a assimetria informacional entre os investidores e as empresas e que, além disso, são responsáveis, direta ou indiretamente, pela precificação de ações e sobretudo auxiliam os investidores na formação e composição de carteiras de investimentos. É importante frisar também que o investimento em ações é uma alternativa para os investidores que muitas vezes desconhecem o mercado e por isso seguem as recomendações dos analistas. A partir desse panorama este estudo investiga a habilidade dos analistas de mercado de capitais em recomendar ações lucrativas aos investidores. Para tanto o estudo levanta as seguintes questões: (i) os analistas dos mercados de ações dos países que compõem o BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) mostram capacidade de recomendar operações de compra e venda efetivamente lucrativas nos últimos anos? (ii) houve o viés positivo nas recomendações feitas por eles, conforme o que foi detectado em estudos anteriores sobre outros mercados? A pesquisa foi realizada nos mercados acionários do Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul (BRICS) pois são considerados cinco importantes mercados emergentes e também pelo fato de que o conhecimento de mercados diversos é fundamental dada a internacionalização atual dos investimentos. Os dados analisados foram compostos por preços de fechamento de ações e por recomendações de compra e venda de ações, sob consenso, foram extraídas da base de dados Thomson ONE Analytics® e compreenderam o período de 2008 a 2014 o que representa 18.972 recomendações consensuais emitidas pelos analistas nos mercados analisados. Foram formadas

carteiras de ações a partir das recomendações (carteiras de ações favoravelmente e desfavoravelmente recomendadas) emitidas pelos analistas. Os retornos das carteiras foram comparados a partir de testes de diferença de médias e medianas e para aumentar a robustez do estudo foram feitos testes paramétricos e não paramétricos como utilizados em testes e estudos desenvolvidos anteriormente. É fundamental ressaltar que as carteiras foram formadas a partir de duas metodologias principais: i) portfólios ponderados por valor das ações (*Portfólio Value-weighted*) e ii) portfólios ponderados por número de ações (*Portfólio Equally-weighted*). Os resultados demonstram um viés otimista nas recomendações sendo que o país que apresentou o maior número de recomendações favoráveis à compra de ações foi a China. Esse viés já é reconhecidamente reportado por estudos anteriores. Outro resultado relevante e principal do estudo encontrado foi que os analistas não foram capazes de indicar ações lucrativas aos investidores do BRICS no período analisado, ou seja, as carteiras formadas por ações que receberam as recomendações de compra (favoráveis) não alcançariam um maior retorno aos acionistas caso os acionistas seguissem as indicações dos analistas nos mercados estudados.

Artigo recebido em: 18/07/2016

Artigo aprovado em: 26/06/2017

Introdução

Os analistas de mercado são agentes responsáveis por monitorar os relatórios contábeis e financeiros e avaliar o desempenho das companhias que possuem ações negociadas em bolsas de valores. A partir deste acompanhamento estes profissionais emitem opiniões e previsões sobre o desempenho futuro das empresas, fazendo recomendações de compra e venda de ações com o objetivo de auxiliar as decisões de investimento. Os analistas podem trabalhar de maneira independente ou como funcionários de corretoras; e podem ser ou não os responsáveis diretos pela gestão de carteiras de investimentos. Antônio et al. (2015) destacaram que os analistas possuem um relevante papel nos mercados a medida em que contribuem, direta ou indiretamente, com a precificação das ações e com a composição das carteiras de investimentos.

Os analistas de mercado são, portanto, agentes que atuam como intermediários no mercado de capitais e cuja principal função é auxiliar os investidores emitindo previsões e opiniões com especial destaque às recomendações de compra e venda de ações. Contudo, a qualidade de suas análises e, sobretudo, a efetividade de suas recomendações são elementos questionáveis. Vários estudos foram dedicados a este tema e os resultados, muito embora não

sejam conclusivos, têm mostrado que o sucesso das recomendações dos analistas fica em um nível bem aquém do que os agentes do mercado esperam, e têm mostrado que há um viés predominantemente positivo (indicação de compra de ações) nas recomendações emitidas.

O desempenho dos analistas e a qualidade de suas opiniões foram estudadas anteriormente por Antônio et al. (2015), Hobbs e Singh (2015), Sidhu e Tan (2011), Hall e Tacon (2010), Moshirian et al. (2009) e Irvine (2001). Nos estudos, os pesquisadores se utilizaram de diferentes previsões emitidas pelos analistas como preços alvo de ações, previsões de lucros por ação, recomendações e revisões de recomendações de ações. As pesquisas investigaram as opiniões consensuais e individuais dos analistas.

Lim e Kong (2004), Asquith et al. (2005) e Chan et al. (2006) usaram recomendações, preços alvo e previsões de lucros por ação para verificar o impacto da emissão destas opiniões no preço das ações, enquanto outros estudos como os de Bjerring et al. (1983), Elton et al. (1986), Womack (1996), Barber et al. (2001) e Moshirian et al. (2009) encontraram como resultado que os analistas possuem habilidade de selecionar ações subavaliadas e superavaliadas por meio de recomendações de investimentos em ações.

Outros estudos como os de Dimson e Marsh (1984), Elton et al. (1986), Brav e Lehavy (2003), Jegadeesh et al. (2004), Moshirian et al. (2009), Altinkılıç e Hansen (2009) e Yezegel (2015) apontaram que as previsões e opiniões emitidas pelos analistas afetam o mercado de capitais, ou seja, interferem nos preços de negociação das ações enquanto outros como os de Stickel (1995) e Womack (1996) apontaram que as recomendações favoráveis de ações são acompanhadas por retornos positivos das ações.

Adicionalmente, alguns estudos reportaram que os analistas são capazes de recomendar ações lucrativas, enquanto outros mostraram que os analistas não o são. Irvine (2001) relatou que um considerável número de estudos examinou as recomendações e previsões dos analistas e que, no entanto, pouco é conhecido sobre como estas opiniões são utilizadas pelos investidores e clientes.

Jegadeesh et al. (2004) examinaram as estratégias de negociações baseadas nas revisões de recomendações dos analistas e encontraram como resultado que as trocas trimestrais das recomendações, tais como as mudanças de recomendações desfavoráveis para favoráveis, apresentaram força preditiva sobre o retorno futuro das ações. Já para Antônio et al. (2015) os analistas não foram capazes de recomendar ações lucrativas no mercado acionário brasileiro.

Considerando o papel dos analistas e a atuação destes agentes como intermediários das informações com capacidade de reduzir a assimetria de informações por meio das emissões de opiniões, duas questões motivaram este estudo: (i) os analistas dos mercados de ações dos países do BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) mostraram capacidade de recomendar operações de compra e venda efetivamente lucrativas nos últimos anos? (ii) houve o viés positivo nas recomendações feitas por eles, conforme o que foi detectado em estudos anteriores sobre outros mercados?

Buscando respostas a estas questões, foi replicada a metodologia utilizada no estudo de Antônio et al. (2015), com base em testes de desempenho de carteiras formadas a partir de recomendações dos analistas dos mercados acionários dos países do BRICS. O estudo foi composto por uma série de recomendações dos analistas feitas no período entre o último trimestre de 2008 e o último trimestre de 2014.

Revisão da literatura

O papel dos analistas e a reação do mercado

Jegadeesh et al. (2004) argumentaram que os pesquisadores têm interesse em entender como as atividades dos analistas afetam a eficiência dos mercados e nesta linha diversos estudos apresentaram a reação do mercado a partir da divulgação das recomendações e revisões emitidas pelos analistas de mercado com destaque aos estudos de Dimson e Marsh (1984), Elton et al. (1986), Brav e Lehavy (2003), Jegadeesh et al. (2004), Francis e Soffer (1997), Moshirian et al. (2009), Altinkiliç e Hansen (2009) e Yezegel (2015).

Dimson e Marsh (1984) destacaram que os preços das ações reagem rapidamente ao conteúdo informacional das previsões e Brav e Lehavy (2003) apontaram que os preços alvos de ações emitidos pelos analistas são informativos. Já Moshirian et al. (2009) encontraram que os preços das ações reagem significativamente às recomendações na data do evento e nos dias posteriores a ele (o evento considerado na análise é a data da divulgação da recomendação ou revisão enquanto que a reação é a oscilação no preço das ações que receberam as recomendações).

Elton et al. (1986) examinaram a informação contida nas recomendações de compra (*buy*), venda (*sell*) e manutenção (*hold*) de ações e encontraram que há informação contida nas trocas (revisões) de recomendações. Francis e Soffer (1997) examinaram a relação entre retorno

das ações e as recomendações (novas e reiterações) e os seus resultados apresentaram que o mercado reage à emissão de novas recomendações de ações e suas revisões.

Outra linha de estudos aponta para o conteúdo dos relatórios emitidos pelos analistas e o impacto deste conteúdo no mercado. Asquith et al. (2005) investigaram a relação entre os retornos de mercado das ações e o conteúdo dos relatórios dos analistas. Os resultados mostraram que a informação dos relatórios é mais importante para *downgrades*, enquanto que elementos como os preços alvos e as justificativas dos analistas são mais significativos para as reiterações das opiniões dos analistas.

Em seus estudos Yezegel (2015) e Altinkiliç e Hansen (2009) versaram sobre o momento em que os analistas revisam/emitem suas recomendações. Enquanto Altinkiliç e Hansen (2009) argumentaram que o mercado é mais eficiente do que se acreditava, ou seja, quando a recomendações de ações é emitida o mercado já havia detectado as tendências nos preços das ações. Já Yezegel (2015) encontrou que os analistas revisaram suas recomendações após a divulgação dos lucros que é quando eles estão mais propensos a detectar uma fixação equivocada nos preços das ações (*mispicing*).

Para Chan et al. (2006) uma das extensões dos estudos aponta que as recomendações são capazes de predizer os retornos futuros das ações e os estudos têm olhado para a possibilidade de obtenção de lucros a partir de investimentos recomendados pelos analistas, como os de Barber et al. (2001), Stickel (1995) e Womack (1996).

Barber et al. (2001) documentaram que um portfólio de investimentos com recomendações mais favoráveis obteve um retorno bruto anormal médio de 4,13% enquanto que um portfólio com recomendações menos favoráveis alcançou uma rentabilidade bruta anormal média de - 4,91%. No estudo de Barber et al. (2001) as recomendações são classificações (*ratings*) numéricas com variação de 1 a 5 sendo que a recomendação de número 1 é a mais favorável e a recomendação com número 5 a menos favorável; além disso, houve o controle dos dados por risco de mercado, relação entre valor de mercado e o valor contábil (*book-to-market*) e os efeitos momentâneos dos preços das ações.

Alguns estudos apontaram que as revisões de recomendações podem auxiliar os investidores na composição das carteiras de investimento. Nesta linha, Stickel (1995) e Womack (1996) reportaram que revisões de recomendações favoráveis dos analistas individuais foram acompanhadas por retornos positivos das ações. Stickel (1995) apresentou que recomendações de compra foram associadas com uma média de 1,16% de aumento nos

preços das ações e as recomendações de venda foram acompanhadas por um declínio médio de 1,28% nos preços das ações.

Ainda para Womack (1996) as recomendações de compra ou venda emitidas pelos analistas tem um substancial impacto no preço imediatamente e nos meses subsequentes à emissão destas recomendações.

Em outra linha de investigação sobre o papel dos analistas e do impacto das previsões, Hall e Tacon (2010) verificaram se os analistas que emitiram previsões de lucros por ação (*EPS – Earning Per Share*) mais acurados em um ano, foram capazes de recomendar ações mais lucrativas aos investidores.

Estudos em mercados emergentes

Alguns estudos tiveram como foco o papel dos analistas e a sua atuação em mercados emergentes como os de Almeida e Dalmácio (2015), Antônio et al. (2015), Jiang et al. (2014), Martinez e Dumer (2014) e Moshirian et al. (2009).

Dos cinco estudos envolvendo mercados emergentes apresentados nesta seção, o de Moshirian et al. (2009) foi o primeiro a ser publicado. Os pesquisadores examinaram as recomendações de compra e venda de ações, feitas pelos analistas, de 13 mercados emergentes (Argentina, Brasil, China, Chile, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Coréia, México e África do Sul). Os resultados mostraram que o preço das ações reagiu às recomendações e que os analistas emitiram mais recomendações favoráveis do que desfavoráveis aos investidores nos mercados estudados e no período analisado que compreendeu a década de 1996 até 2005.

Jiang et al. (2014) estudaram as revisões de recomendações no mercado acionário chinês e encontraram que há reações de mercado às emissões destas revisões; além disso, os pesquisadores apontaram que a reação é mais forte para os *upgrades*. O estudo foi um realizado no período compreendido entre os anos de 2007 e 2011, extraídos do *China Stock Market Accounting Research* (CSMAR). Foram utilizados os retornos diários das ações e as revisões de recomendações de ações e as bolsas escolhidas foram as de *Shanghai Stock Exchange* (SSE) e *Shenzhen Stock Exchange* (SZSE).

Antônio et al. (2015) estudaram as recomendações de ações no mercado acionário brasileiro e encontraram que os analistas emitiram um maior número de recomendações favoráveis em comparação às desfavoráveis (viés positivo). Além disso, os resultados

indicaram que os analistas não foram capazes de identificar e recomendar ações lucrativas aos investidores. O estudo compreendeu uma análise de dados referentes ao período de 2000 a 2010 e utilizou recomendações consensuais trimestrais de ações e preços de fechamento trimestrais das ações. Os pesquisadores adotaram como estratégia o acompanhamento das recomendações emitidas para formar carteiras favoráveis e desfavoráveis e a partir de então verificaram a habilidade dos analistas em recomendar ações lucrativas.

O estudo de Almeida e Dalmácio (2015) investigou como a interação entre a concorrência do produto no mercado e o nível de governança corporativa afetaram a acurácia das previsões dos analistas. Neste estudo os autores concluíram que quanto maior a competitividade das indústrias e o nível de governança corporativa mais acuradas foram as previsões dos analistas. O pressuposto levantado está na relação de que a maior transparência nos reportes financeiros das companhias pode auxiliar os analistas na interpretação das informações e consequentemente na emissão das opiniões e previsões mais acuradas. Vale ressaltar que o estudo de Almeida e Dalmácio (2015) utilizou as previsões de lucros por ação (*EPS – Earning Per Share*); e que as previsões mais acuradas destes outputs são aquelas que estão mais próximas do real lucro por ação divulgado pelas companhias.

Na mesma linha, ou seja, com a comparação de lucros por ação previstos e reais o estudo de Martinez e Dumer (2014) verificou o impacto da adoção do IFRS no Brasil e o reflexo nas previsões dos analistas. Os resultados constataram que não houve mudança significativa da acurácia e do viés dos analistas nos anos em torno da adoção das normas. Vale destacar que o viés adotado pelo estudo de Martinez e Dumer (2014) considerou como otimista o analista que emitiu uma previsão de lucro por ação maior do que o lucro por ação apurado por determinada companhia.

Aspectos Metodológicos

Neste estudo foi considerada uma amostra composta pelos mercados de ações emergentes que compõem o BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul). Foram utilizadas as seguintes informações: a) recomendações consensuais de ações; e b) preços de fechamento das ações. Ambos os dados foram extraídos trimestralmente e o período analisado compreendeu desde o último trimestre de 2008 até o último trimestre de 2014.

Vale destacar que as recomendações consensuais são obtidas a partir da média aritmética das recomendações individuais dos analistas que acompanham e emitem recomendações de compra ou venda de determinada empresa. As recomendações são representadas por uma escala numérica e são divididas em *Strong Buy* (1.00 – 1.49), *Buy* (1.50 – 2.49), *Hold* (2.50 – 3.49), *Underperform* (3.50 – 4.49) e *Sell* (4.50 – 5.00).

Tanto as recomendações quanto os preços de fechamentos das ações foram extraídos da base de dados Thomson ONE Analytics® e vale ressaltar que estes dados foram usados em estudos anteriores como os de Antônio et al. (2015) e Moshirian et al. (2009). Já as recomendações e revisões de recomendações trimestrais também foram utilizadas também por Antônio et al. (2015) e Jegadeesh et al. (2004).

Na tabela 1 estão apresentadas as recomendações utilizadas neste estudo e pode-se verificar que o país que apresentou o maior número de recomendações foi a China, além disso, a tabela traz o número de analistas que emitiram as recomendações e o número de recomendações emitidas por ano.

Buscando verificar a capacidade de indicações de ações lucrativas aos investidores, possibilidade apontada pelos resultados dos estudos de Barber et al. (2001), Stickel (1995) e Womack (1996) foram formadas carteiras a partir de recomendações de compra e venda de ações emitidas pelos analistas de mercado e em seguida o desempenho das duas carteiras foram comparados.

A seguir estão apresentados os passos adotados para a ponderação e formação das carteiras que embasaram as considerações realizadas por este estudo.

Tabela 1 – Tipos de recomendações e número de estimativas emitidas, 2008* à 2014

Ano	Tipos de recomendações	Brasil		Rússia		Índia		China		África do Sul	
		Número de recomendações	Número de análises								
2008	<i>Strong Buy and Buy</i>	141	163	603	581	581	581	120	120	120	120
	<i>Hold</i>	95	86	195	312	312	312	86	86	86	86
	<i>Underperform and Sell</i>	38	77	473	103	2004	47	2941	43	2941	771
	Total	274	326	901	940	940	940	249	249	249	249
2009	<i>Strong Buy and Buy</i>	496	718	2155	2885	2885	2885	387	387	387	387
	<i>Hold</i>	443	342	896	1185	1185	1185	442	442	442	442
	<i>Underperform and Sell</i>	164	321	1621	616	9886	139	15071	188	15071	3520
	Total	1103	1381	3667	4209	4209	4209	1017	1017	1017	1017
2010	<i>Strong Buy and Buy</i>	562	886	2806	4370	4370	4370	395	395	395	395
	<i>Hold</i>	441	410	781	1113	1113	1113	424	424	424	424
	<i>Underperform and Sell</i>	148	335	2156	482	12973	125	20880	209	20880	3691
	Total	1151	1631	4069	5608	5608	5608	1028	1028	1028	1028
2011	<i>Strong Buy and Buy</i>	621	934	3236	6214	6214	6214	441	441	441	441
	<i>Hold</i>	433	452	780	969	969	969	414	414	414	414
	<i>Underperform and Sell</i>	163	347	2575	447	15150	86	31566	201	31566	3636
	Total	1217	1733	4463	7269	7269	7269	1056	1056	1056	1056
2012	<i>Strong Buy and Buy</i>	554	915	3626	6839	6839	6839	422	422	422	422
	<i>Hold</i>	526	523	839	1242	1242	1242	477	477	477	477
	<i>Underperform and Sell</i>	164	374	3368	515	17626	96	33173	195	33173	4107
	Total	1244	1812	4980	8177	8177	8177	1094	1094	1094	1094
2013	<i>Strong Buy and Buy</i>	585	923	4074	7040	7040	7040	392	392	392	392
	<i>Hold</i>	519	577	858	1399	1399	1399	546	546	546	546
	<i>Underperform and Sell</i>	179	367	3968	503	18748	107	30058	212	30058	3866
	Total	1283	1867	5435	8546	8546	8546	1150	1150	1150	1150
2014	<i>Strong Buy and Buy</i>	590	911	4277	7515	7515	7515	383	383	383	383
	<i>Hold</i>	539	616	842	1297	1297	1297	561	561	561	561
	<i>Underperform and Sell</i>	192	369	3778	536	18672	108	28862	236	28862	3919
	Total	1321	1896	5655	8920	8920	8920	1180	1180	1180	1180

*O ano de 2008 é representado pelo último trimestre.

Como anteriormente apontado as recomendações de compra e venda de ações, feitas pelos analistas, foram utilizadas para embasar a formação de carteiras de ações e foram separadas entre as carteiras que tiveram ações que receberam recomendações favoráveis e desfavoráveis. Para compor as carteiras as recomendações *Strong Buy* e *Buy* foram consideradas recomendações favoráveis, as recomendações *Underperform* e *Sell* foram consideradas desfavoráveis enquanto que as recomendações de *Hold* são classificadas como neutras.

A formação das carteiras seguiu a mesma estratégia empregada anteriormente por Antônio et al. (2015), e está apresentada a seguir:

- i. Em dezembro de 2008 as ações que receberam recomendações favoráveis compuseram a carteira de ações favoráveis (Carteira FR) enquanto as ações que receberam recomendações desfavoráveis foram incluídas na carteira de ações desfavoráveis (Carteira UR).
- ii. Nos demais trimestres as ações que estavam na Carteira FR e receberam recomendações favoráveis e de manutenção (*Hold*) permaneceram na Carteira FR e se receberam recomendações desfavoráveis foram migradas para a carteira de ações desfavoráveis (Carteira UR). De maneira análoga foi considerado o balanceamento das ações na carteira de ações desfavoráveis.

Os retornos das ações foram calculados como segue:

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) \quad (1)$$

Onde,

$R_{i,t}$ = retorno da ação i no tempo t

$P_{i,t}$ = preço de fechamento da ação i no tempo t

$P_{i,t-1}$ = preço de fechamento da ação i no trimestre $t - 1$

Em seguida foram calculados os retornos das carteiras de duas maneiras. A primeira delas foi a partir da ponderação pela quantidade de ações (*Portfólio equally-weighted*) e a segunda pelo valor das ações (*Portfólio value-weighted*). A seguir estão as representações matemáticas destas duas maneiras de cálculo:

a) Portfólio *equally-weighted*

$$R_p = \left(\frac{1}{n} R_1 \right) + \left(\frac{1}{n} R_2 \right) + \cdots + \left(\frac{1}{n} R_n \right) \quad (2)$$

Onde,

R_p = retorno da carteira

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

n = número de ações incluídas no trimestre

b) Portfólio *value-weighted*

$$R_p = \left(\frac{P_1}{P_t} R_1 \right) + \left(\frac{P_2}{P_t} R_2 \right) + \cdots + \left(\frac{P_n}{P_t} R_n \right) \quad (3)$$

Onde,

R_p = retorno da carteira

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

P_1, P_2 and P_n = preço de fechamento das ações incluídas no trimestre

P_t = soma dos preços de fechamento das ações incluídas no trimestre ($P_1 + P_2 + P_3 + \cdots + P_n$)

Depois de formadas as carteiras e obtidos os retornos trimestrais foram comparadas as médias dos retornos das duas carteiras formadas (considerados os dois portfólios *equally-weighted* e *value-weighted*) e testadas as hipóteses assim como o que fora proposto por Antônio et al. (2015), e está apresentado a seguir:

$H_0: R_{\mu_{FR}} = R_{\mu_{UF}} \rightarrow$ Os analistas não são capazes de prever o desempenho futuro das ações.

$H_1: R_{\mu_{FR}} > R_{\mu_{UR}} \rightarrow$ Os analistas são capazes de prever o desempenho futuro das ações.

Onde:

$R_{\mu_{FR}}$ é a média dos retornos da Carteira FR;

$R_{\mu_{UR}}$ é a média dos retornos da Carteira UR.

Resultados

A partir dos resultados dos testes e com o objetivo de responder os questionamentos propostos pelo presente estudo a tabela 2 apresenta e compara as recomendações favoráveis e desfavoráveis emitidas pelos analistas entre os anos de 2008 a 2014. Esta classificação é similar à adotada e apresentada anteriormente por Moshirian et al. (2009) e Antônio et al. (2015). No entanto reportamos a razão entre o número de recomendações favoráveis e o número de recomendações desfavoráveis com o objetivo de compararmos os países em que os analistas foram mais e menos otimistas em suas recomendações. Um aspecto fundamental à essa análise está pautado ao fato de que as diferenças entre o número de recomendações favoráveis e desfavoráveis demonstraram-se estatisticamente significativas (como evidenciado nos testes de diferenças entre médias e medianas).

A partir disso, pode se verificar que houve um maior número de recomendações favoráveis quando comparado com o número de recomendações desfavoráveis. A literatura prévia reportou igualmente este viés otimista dos analistas como os estudos de Moshirian et al. (2009), Antônio et al. (2015), Elton et al. (1986), Francis e Philbrick (1993), Womack (1996), Lin e McNichols (1998) e Jegadeesh e Kim (2006).

Para Lin e McNichols (1998) as recomendações de venda geram um maior volume de negociações. A consequência de um maior volume de negociações é um aumento nos ganhos dos analistas e suas corretoras. Este fato pode ser determinante para explicar este viés otimista na emissão de opiniões e recomendações.

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 a 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.

Kothari (2001) divide os incentivos para emissão de opiniões otimistas em motivações econômicas e postura cognitiva comportamental. A motivação econômica está relacionada ao incentivo que os analistas sofrem para emitirem previsões otimistas uma vez que recebem pelos serviços prestados. Este apontamento, feito por Kothari (2001), vai ao encontro do que fora apontado por Lin e McNichols (1998).

Na tabela 2 verifica-se a razão do número de recomendações favoráveis pelo número de recomendações desfavoráveis bem como os testes de diferenças entre médias e medianas do número de recomendações favoráveis e desfavoráveis emitidas pelos analistas. Ainda de acordo com a tabela 2 pode-se verificar que mercado de ações chinês (FR / UF = 49,6) foi o mercado com o maior viés otimista enquanto que a África do Sul (FR / UF = 2,1) foi o que apresentou o menor viés. Jiang et al. (2014) reportaram que os analistas apresentaram um claro viés positivo e os autores destacaram que os *upgrades* de recomendações representaram 60% das revisões naquele mercado.

Tabela 2 – Comparação entre as recomendações favoráveis e desfavoráveis

Parte A – Razão Favoráveis/Desfavoráveis

País	Ano							Média
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Brasil	3,7	3,0	3,8	3,8	3,4	3,3	3,1	3,4
Rússia	2,1	2,2	2,6	2,7	2,4	2,5	2,5	2,4
Índia	5,9	3,5	5,8	7,2	7,0	8,1	8,0	6,5
China	12,4	20,8	35,0	72,3	71,2	65,8	69,6	49,6
África do Sul	2,8	2,1	1,9	2,2	2,2	1,8	1,6	2,1

Parte B – Testes de diferença de médias (teste *t*) e medianas (Mann-Whitney)

Países	Teste <i>t</i>			Teste Mann-Whitney	
	df	<i>t</i>	Sig.	W	p-valor
Brasil	48	41,263	0,000	625	0,000
Rússia	48	28,051	0,000	625	0,000
Índia	48	18,046	0,000	625	0,000
China	48	15,323	0,000	625	0,000
África do Sul	48	25,174	0,000	625	0,000
N	25 trimestres			25 trimestres	

A partir da tabela 2 pode-se identificar que os analistas que recomendaram ações na China foram os mais otimistas dentre os mercados analisados neste estudo. Em termos médios, no mercado chinês, a razão entre recomendações favoráveis e desfavoráveis (RF/RD), foi sete vezes maior do que o segundo país mais otimista (representado pela Índia). Além disso, pode-se verificar que o viés dos analistas que atuam no mercado Chinês cresceu com o passar dos anos analisados enquanto que os nos demais mercados este viés permaneceu praticamente constante.

Outro aspecto relevante é que o investimento em bolsa de valores é uma alternativa para os investidores que por vezes desconhecem esse mercado e por isso acompanham as recomendações dos analistas de mercado. Adicionalmente, os analistas de mercado de capitais são responsáveis por reduzir a assimetria informacional entre os investidores e as empresas; e, principalmente, auxiliam os investidores na formação e na composição de carteiras de investimentos. Para reforçar a importância dos analistas Stickel (1995) e Womack (1996) apontaram que as recomendações favoráveis de ações são acompanhadas por retornos positivos das ações.

A partir desse contexto em conjunto com a proposta apresentada pelo presente estudo tem-se na tabela 3 o comportamento médio dos retornos anuais das carteiras formadas a partir das recomendações. Em destaque nesta tabela estão os anos em que os retornos das carteiras formadas a partir de recomendações desfavoráveis superaram os ganhos das carteiras de ações formadas a partir de recomendações favoráveis.

Os analistas de mercado que atuaram no mercado indiano apresentaram o melhor desempenho. Considerando as duas formas de ponderação das carteiras o retorno das ações que receberam recomendações desfavoráveis é superior somente no ano de 2009 e para a carteira formada a partir da ponderação pela quantidade de ações.

Já os analistas que recomendaram ações no mercado russo apresentaram o pior desempenho, pois conseguiram recomendar ações lucrativas nos anos de 2009, 2012 e 2013 (considerando a ponderação da carteira a partir de número de ações).

Tabela 3 – Retorno anual das carteiras

Ano	Brasil				Rússia			
	Portfólio equally-weighted		Portfólio value-weighted		Portfólio equally-weighted		Portfólio value-weighted	
	FR	UR	FR	UR	FR	UR	FR	UR
2008	-27,6%	-17,3%	-18,9%	-6,1%	-42,7%	-34,1%	-102,2%	-13,3%
2009	63,8%	42,1%	48,6%	26,2%	41,2%	13,9%	60,7%	61,4%
2010	10,6%	7,7%	8,0%	5,8%	1,7%	19,2%	-19,8%	7,1%
2011	-17,8%	-11,6%	-14,0%	75,8%	-23,8%	-11,8%	-11,6%	24,1%
2012	11,0%	-8,8%	15,2%	15,7%	-4,4%	-10,4%	1,6%	4,6%
2013	-15,5%	-11,4%	-6,6%	-1,7%	-6,3%	-12,3%	0,8%	7,4%
2014	-21,1%	-21,1%	-5,0%	2,7%	-12,9%	-9,8%	15,2%	42,0%

Ano	Índia				China			
	Portfólio equally-weighted		Portfólio value-weighted		Portfólio equally-weighted		Portfólio value-weighted	
	FR	UR	FR	UR	FR	UR	FR	UR
2008	-43,0%	-45,6%	-36,5%	-44,8%	-6,2%	-13,6%	-5,4%	-13,1%
2009	-71,9%	-70,7%	-22,5%	-33,9%	80,2%	81,9%	80,4%	86,9%
2010	85,2%	56,7%	77,1%	59,2%	8,0%	6,9%	18,1%	17,2%
2011	-5,5%	-20,2%	6,9%	-4,2%	-40,5%	-40,3%	-35,9%	-44,7%
2012	-13,5%	-26,6%	9,6%	6,9%	-2,3%	-2,0%	2,3%	-2,0%
2013	-13,5%	-37,1%	8,5%	-1,9%	17,6%	8,1%	29,4%	16,0%
2014	11,5%	-5,4%	39,6%	10,6%	31,1%	39,6%	35,3%	52,2%

Ano	África do Sul			
	Portfólio equally-weighted		Portfólio value-weighted	
	FR	UR	FR	UR
2008	-11,4%	-9,4%	-2,9%	-20,5%
2009	-5,0%	-7,1%	1,5%	27,3%
2010	15,1%	12,9%	17,3%	25,6%
2011	4,8%	1,3%	7,1%	9,3%
2012	8,9%	3,0%	9,3%	22,6%
2013	2,5%	4,8%	10,5%	8,8%
2014	5,2%	0,0%	15,9%	10,5%

A partir dos dados apresentados pode-se verificar que os analistas dos BRICS não foram capazes de prever o desempenho das ações que receberam recomendações favoráveis no período e mercados analisados. Este fato está apresentado na tabela 4 (testes paramétricos e não-paramétricos) e esta incapacidade em diferenciar o desempenho das ações foi apontada

anteriormente e corrobora com os estudos desenvolvidos por Antônio et al. (2015), Guerard e Beidleman (1986), Elton e Gruber (1972), and Cragg e Malkiel (1968).

A tabela 4, em sua parte A, apresenta os testes de diferença entre médias (testes paramétricos) dos retornos alcançados pelas ações que compuseram as carteiras favoráveis e desfavoráveis. Pode se verificar que o teste *t* para comparação de médias não apresentou significância estatística, o que significa dizer que os analistas não foram capazes de diferenciar os retornos das ações que receberam recomendações favoráveis daquelas que receberam recomendações desfavoráveis.

Ainda na tabela 4, em sua parte B, o teste apresentado é o de diferença entre medianas (testes não paramétricos) que também traz em seus resultados que os analistas não foram capazes de diferenciar os retornos das ações que receberam recomendações favoráveis daquelas que receberam recomendações desfavoráveis.

Pode-se verificar que em nenhum dos países analisados houve diferença estatisticamente significante entre os retornos das carteiras elaboradas a partir de recomendações favoráveis e desfavoráveis e vale ressaltar que a maneira como a carteira foi ponderada (valor ou quantidade) não alterou esses resultados.

Uma explicação para o fato de os analistas não serem capazes de diferenciar o retorno futuro das ações talvez resida no viés otimista das recomendações. Há uma possibilidade de que o viés possa ser explicado pelo conflito de interesses existente entre os analistas e os investidores, fato que fora reportado por Moshirian et al. (2009). Ainda com relação ao viés otimista na emissão das previsões Francis and Philbrick (1993) apontaram que os analistas são pressionados a produzir opiniões otimistas com o objetivo de manter a assimetria de informação.

Mais do que isso, os analistas podem concentrar seus interesses no volume de negócios gerado pela emissão de recomendações favoráveis, como apresentou Irvine (2001). Este ponto levantado por Irvine (2001) pode ainda ser complementado ao fato de que os analistas/corretoras serem remunerados por cada ordem (de compra ou venda) que é executada independentemente de os investidores obterem retornos positivos. Ainda para Irvine (2001) a ideia de que os analistas geram negócios para as corretoras tem sido sugerido como um determinante para a decisão de acompanhar determinada empresa e na emissão de opiniões pelos analistas. Além disso, Lin e McNichols (1998) apontam que este viés pode refletir o

Investigação da qualidade das recomendações de analistas para ações dos BRICS

Rafael Moreira Antônio, Fabiano Guasti Lima, Tabajara Pimenta Junior, Marcelo Augusto Ambrozini

incentivo dos analistas afiliados a corretoras em emitir recomendações excessivamente favoráveis com a finalidade de manter relações com os clientes.

Tabela 4 – Teste de diferença de medias e medianas para amostras independentes

Parte A – Teste *t* de diferença de médias

Países	Portfólio <i>Equally-weighted</i>				Portfólio <i>Value-weighted</i>			
	F	Sig.	t	Sig.	F	Sig.	t	Sig.
Brasil	,491	,487	,330	,743	,431	,514	-,847	,401
Rússia			,330	,743			-,847	,403
Índia	,609	,439	-,025	,980	,517	,476	-1,285	,205
China			-,025	,980			-1,285	,208
África do Sul	,118	,733	,772	,444	5,927	,019	-,656	,515
			,772	,444			-,656	,516
	,059	,809	,070	,945	,158	,693	,908	,368
			,070	,945			,908	,368
	,001	,981	,558	,579	,493	,486	,109	,914
			,558	,579			,109	,914

Parte B – Teste de diferenças de medianas

Estatísticas do teste Mann-Whitney	Portfólio <i>Equally-weighted</i>					Portfólio <i>Value-weighted</i>				
	Brasil	Rússia	Índia	China	África do Sul	Brasil	Rússia	Índia	China	África do Sul
Mann-Whitney U	310	304	275	261	310	277	286	230	246	306
Wilcoxon W	635	629	600	586	635	602	611	555	571	631
Z	-0,05	-0,16	-0,73	-1,00	-0,05	-0,69	-0,51	-1,60	-1,29	-0,13
Sig.. (2 caudas)	0,96	0,87	0,47	0,32	0,96	0,49	0,61	0,11	0,20	0,90
Sig. (2 caudas)	0,97	0,88	0,48	0,33	0,97	0,50	0,62	0,11	0,20	0,91
Sig. (1 cauda)	0,48	0,44	0,24	0,16	0,48	0,25	0,31	0,06	0,10	0,45
Ponto de probabilidade	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01

Considerações finais

Considerando a relevância do papel dos analistas de mercado na redução da assimetria de informações e como agentes que contribuem para a formação de carteiras de investimentos, este estudo levantou os seguintes questionamentos: (i) os analistas dos mercados de ações dos países do BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) mostraram capacidade de recomendar operações de compra e venda efetivamente lucrativas nos últimos anos? (ii) houve o viés positivo nas recomendações feitas por eles, conforme o que foi detectado em estudos anteriores sobre outros mercados?

A pesquisa pautou-se a partir da formação das carteiras de investimentos em ações que foram estruturadas com o acompanhamento das recomendações de compra e venda de ações para formar carteiras de investimentos que se estendeu de 2008 a 2014. A partir das carteiras formadas foram realizados testes estatísticos de diferenças entre médias e medianas para comparar os retornos entre as duas carteiras formadas (favoráveis e desfavoráveis). A partir

destes testes conclui-se que os analistas não foram capazes de recomendar ações lucrativas aos investidores nos mercados estudados.

Além disso, no período e mercados considerados, foi encontrado um viés otimista na emissão de recomendações dos analistas dos cinco países. Esse viés é representado pela emissão de mais recomendações favoráveis do que desfavoráveis. No mercado de capitais da China, os analistas mostraram-se mais otimistas, e no mercado da África do Sul, o viés otimista foi menos intenso.

Vale ressaltar que alguns investidores seguem as recomendações dos analistas por desconhecimento do mercado de ações ou por ausência de tempo hábil para o acompanhamento desses investimentos. Diante disso, o presente estudo contribui com a literatura relacionada às previsões dos analistas de mercado trazendo evidências nos mercados e países que compõem o BRICS. Além disso, o conhecimento de diferentes mercados, como os dos países que compõem o BRICS, pode ser relevante dada a internacionalização dos investimentos.

Como oportunidades para pesquisas futuras merecem destaque os seguintes aspectos: (i) a compreensão de como os investidores utilizam as previsões emitidas pelos analistas de mercado, (ii) como é embasada a decisão dos analistas na escolha de acompanhar determinada empresa, (iii) quais são as pressões sofridas pelos analistas por parte das corretoras de valores mobiliários (nos casos de analistas vinculados à estas corretoras) e (iv) qual é o reflexo da adoção do IFRS no Brasil nas efetividade das recomendações de compra e venda de ações.

Referências

ALMEIDA, J. E. F.; DALMÁCIO, F. Z. The Effects of Corporate Governance and Product Market Competition on Analysts' Forecasts: Evidence from the Brazilian Capital Market. **The International Journal of Accounting**, v. 50, p. 316-339, 2015.

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

ANTÔNIO, R.M.; LIMA, F.G.; PIMENTA JUNIOR, T. Stock recommendations and investment Portfólio formation: A study in the brazilian market. **Contaduría y Administración**, v. 60, p. 874-892, 2015.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

HOBBS, J.; SINGH, V.. A comparison of buy-side and sell-side analysts. **Review of Financial Economics**, v. 24, p. 42 – 51, 2015

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

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.

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.

JIANG, G. J.; LU, L.; ZHU, D. The information content of analyst recommendation revisions — Evidence from the Chinese stock market. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 29, p. 1-17, 2014.

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.

MARTINEZ, A. L.; DUMER, M. C. R. Adoption of IFRS and the Properties of Analysts' Forecasts: The Brazilian Case. **Journal of Accounting and Organizations**, v. 20, p. 3-16, 2014.

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.

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.

YEZEGET, A. Why do analysts revise their stock recommendations after earnings announcements?. **Journal of Accounting and Economics**, v. 59, p. 163-181, 2015.
