

EFEITOS DAS RECOMENDAÇÕES CONSENSUAIS DOS ANALISTAS SOBRE OS PREÇOS DAS AÇÕES: UM ESTUDO NO MERCADO BRASILEIRO¹*EFFECTS OF ANALYST CONSENSUS RECOMMENDATIONS ABOUT STOCK PRICES: A STUDY IN THE BRAZILIAN MARKET***Evadio Pereira Filho²**

Doutorando em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Norte

Professor do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia da Paraíba

evadio.filho@gmail.com<https://orcid.org/0000-0003-3340-1233>**RESUMO**

Objetivo: Este artigo investigou se a divulgação das recomendações dos analistas financeiros afeta igualmente às ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Fundamento: Os investidores racionais, ao tomarem suas decisões, consideram inúmeras informações. Parte destas são confeccionadas por analistas financeiros, as quais exercem um papel crítico sobre a volatilidade dos preços dos ativos. Esse fenômeno foi constatado por Stickel (1995) e Womack (1996). Contudo, a Hipótese do Mercado Eficiente salvaguarda um pensamento distinto. Preconiza que nenhum investidor, apropriando-se de informações, é capaz de alcançar ganhos excedentes. Assim, o não consenso dos trabalhos empíricos põe essa temática como um eixo teórico ainda em construção na literatura.

Método: Os procedimentos metodológicos empregados voltaram-se ao estudo de evento, contando com a análise de um conjunto de dezoito ações negociadas no mercado brasileiro.

Resultados: Dentre os achados, foi percebido um comportamento incongruente entre os ganhos médios proporcionados pelos ativos e os pareceres emitidos pelos especialistas. Após a data em que ocorreu a mudança de recomendação, os retornos diários anormais médios foram predominantemente negativos ao passo que as orientações dos analistas apontaram para a compra de ativos. Essa tendência manteve-se nas análises desenvolvidas a partir das janelas (3, 7 e 11 dias) e dos retornos diários médios por ação. No entanto, constatou-se que a maior fração dos retornos anormais não foram significantes. Houve a sustentação da hipótese de que o mercado brasileiro de ações manifesta-se de forma semelhante após a divulgação das recomendações consensuais de analistas. Reforça, assim, os postulados de Fama (1970).

Contribuições: Os *insights* acadêmicos permitem alargar a discussão sobre a maneira como os preços dos ativos se posicionam após a divulgação de informações de especialistas. Isso oferta subsídios sobre quais dados os investidores devem considerar nos atos de decisões de investimento.

Palavras-chave: Recomendações consensuais. Retornos anormais. Mercado brasileiro.

¹ Artigo recebido em: 21/08/2017. Revisado por pares em: 29/11/2018. Reformulado em: 03/12/2018. Recomendado para publicação em: 13/12/2018 por Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão (Editor Geral). Publicado em: 07/02/2018. Organização responsável pelo periódico: UFPB.

² Endereço: BR-110, s/n - Alto da Tubiba, Patos - PB, 58700-000

DOI: <http://dx.doi.org/10.18405/recfin20180201>

ABSTRACT

Objective: This article investigated whether the publication of recommendations of financial analysts affects equally the actions traded on the São Paulo Stock Exchange.

Background: Rational investors, when making their decisions, consider a lot of information. Some of these are made by financial analysts, who play a critical role in the volatility of asset prices. This phenomenon was observed by Stickel (1995) and Womack (1996). However, the Efficient Market Hypothesis holds a different thinking. Reports that no investor, appropriating information, is able to achieve surplus gains. Thus, the non-consensus of the empirical works puts this theme as a theoretical axis still under construction in the literature.

Method: The methodological procedures used returned to the study of the event, counting on the analysis of a set of eighteen shares traded in the Brazilian market.

Results: Among the findings, an inconsistent behavior was observed between the average gains provided by the assets and the opinions issued by the experts. After the date of the recommendation change, the average abnormal daily returns were predominantly negative whereas the analysts' orientations pointed to the purchase of assets. This tendency was maintained in the analyzes developed from the windows (3, 7 and 11 days) and average daily returns per assets. However, it was found that the largest fraction of the abnormal returns was not significant. There was support for the hypothesis that the Brazilian stock market manifests itself in a similar way after the dissemination of consensual recommendations by analysts. It reinforces, therefore, the postulates of Fama (1970).

Contributions: Academic insights allow us to broaden the discussion of how asset prices position themselves after the disclosure of expert information. This provides subsidies on what data investors should consider in the acts of investment decisions.

Keywords: Consensus recommendations. Abnormal returns. Brazilian market.

1 INTRODUÇÃO

Ao compor portfólios ou ao formular estratégias de negociação, os investidores racionais tomam suas decisões com base nas informações que o mercado financeiro disponibiliza-lhes. Os atores (corretoras e analistas, por exemplo) frequentemente lançam recomendações de compra ou venda, as quais são percebidas como fontes de valor de investimento. Segundo Arun, Shankaran e Jayadev (2016), tais recomendações cada vez mais ganham notoriedade. Destarte, a publicização de informações contábeis e das recomendações dos analistas financeiros desempenham um papel crítico sobre a volatilidade dos preços dos ativos.

No entanto, a Hipótese do Mercado Eficiente enfatiza que nenhum investidor, apropriando-se de informações, é capaz de alcançar ganhos excedentes. Pautados nessa premissa, Ljungqvist, Marston e Wilhelm (2006) alegaram que as recomendações dos analistas não possibilitaram a obtenção de retornos anormais. Estes teóricos constataram que recomendações mais ousadas dos analistas ou mudanças favoráveis de recomendações não acarretariam um aumento na probabilidade do banco em ganhar mandato de subscrição. O ensaio empírico de Sachin e Anupam (2017) registrou achados similares.

Por conseguinte, alguns trabalhos puseram à prova a referida hipótese. Estudos avaliaram o quanto as recomendações de analistas impactam os preços das ações. Stickel (1995) e Womack (1996), por exemplo, evidenciaram, após mudança de recomendação dos analistas, retornos anormais significativos. Já Barber, Lehavy, McNichols e Trueman (2001) defenderam que a estratégia de comprar ativos altamente recomendados pelos analistas e a venda daqueles com recomendações menos favoráveis permitiam o alcance de retornos excedentes. Green (2006) também apontou a presença de retornos anormais em seu estudo. O autor relatou que para recomendações de *upgrades* e *downgrades* os ganhos médios oscilaram de 1,02% a 1,50% e se limitaram aos espaços temporais mais próximos

ao evento (até dois dias). Já Murg, Pachler e Zeitlberger (2014) asseguraram que somente em mudanças abruptas de recomendações é possível diagnosticar a existência de retornos anormais. Há portanto, na literatura, contradições a respeito do impacto das recomendações dos analistas sobre os preços dos ativos.

À luz do exposto, o objetivo do presente trabalho é investigar se a divulgação das recomendações dos analistas financeiros afeta igualmente às ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Para tanto, foi empregada a metodologia de estudo de evento com dezoito ações negociadas no mercado brasileiro. Assim, esse ensaio justifica-se pelos *insights* acadêmicos que oferta a discussão sobre o exame de como os preços dos ativos se comportam após a divulgação de informações de especialistas.

2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS

Fama (1970) propôs a Hipótese do Mercado Eficiente. Em essência, essa teoria asseverou que nenhum investidor é capaz de alcançar retornos excessivos, tomando por base a utilização de informações. Esse fenômeno respaldou-se no fato de que o preço das ações incorpora, instantaneamente, as informações relevantes que o influenciam. Em seu bojo teórico, o autor categorizou o mercado a partir de quão eficiente era perante às informações. Emergiram três subgrupos. O primeiro, rotulado *forma fraca*, apontou um mercado de capitais que reflete toda a informação histórica de preços. Isso conduz os preços das ações a seguirem uma distribuição randômica, o que torna ainda mais complexo o processo de estimar os retornos previstos. Na modalidade *semiforte*, os preços das ações se ajustam às informações publicamente disponíveis aos investidores. Contudo, reflexões empíricas se debruçaram sobre a rapidez com que o mercado reagiu a publicização de novas notícias. No mais, a forma *forte* revelou que os preços dos ativos incorporam toda e qualquer informação, inclusive aquelas de cunho privado. Determinados grupo de investidores dispõem de informações privilegiadas, podendo usá-las para obter benefícios.

Diversos trabalhos empíricos (Stickel, 1995, Womack, 1996, Barber *et al.*, 2001, Green, 2006, Murg *et al.*, 2014) contribuíram com o enriquecimento e discussão sobre a teoria dos mercados eficientes. Até então, não houve um consenso a respeito da efetiva existência, ou não, de retornos anormais decorrentes de informações veiculadas no mercado.

2.2 Estudos Empíricos

Consoante Stickel (1995) e Womack (1996), a partir de recomendações dos analistas, é possível traçar estratégias de investimento rentáveis já que retornos excessivos são tangíveis. Os achados revelaram que as recomendações influenciam os preços das ações. Logo, alterações favoráveis das recomendações dos analistas geram retornos positivos no momento do anúncio. Caso contrário, provocam retornos negativos. Evidências símiles, na bolsa de valores de Xangai, também foram constatadas no trabalho empírico de Kong, Lin, Liu e Tan (2016). Para estes, investidores institucionais ganham retornos anormais por meio de reações comerciais diante das recomendações de analistas. Ao examinar 16.957 mudanças de recomendações entre 1988 e 1991, Stickel (1995) acrescentou que, a curto prazo, as flutuações de preços foram resultantes dos seguintes elementos: força da recomendação, magnitude da mudança de recomendação, credibilidade do analista, revisões de previsão de ganhos contemporâneos, tamanhos da corretora e da empresa recomendada. Já Womack (1996) afirmou que, pós-recomendação, as modificações nos preços das ações estendem-se até: um mês, para os casos *upgrades* (estratégias mais ousadas), e seis meses para *downgrades* (estratégias mais cautelosas).

Já Barber *et al.* (2001) avaliaram o quanto, em média, os preços sofrem alterações decorrentes das recomendações consensuais dos analistas. Para tanto, foram coletadas 360 mil recomendações proferidas por mais de 4,3 mil analistas entre os anos de 1985 e 1996. Os dados derivaram da base

Zacks. Em suma, as descobertas indicaram que os investidores preferem adquirir ações em firmas cujas recomendações de consenso são mais favoráveis. De forma análoga, a preferência pela venda ocorreria no momento em que as recomendações forem menos favoráveis. Os autores evidenciaram que os ativos altamente recomendados sobrepujam os menos favoravelmente recomendados, por mês, em 102 pontos percentuais. Além disso, asseguram que é salutar a execução de estratégias que combinem a compra de ativos altamente recomendados por analistas e a venda daqueles com recomendações menos favoráveis. Esse procedimento geraria, em média, um retorno bruto anormal de 75 pontos percentuais por mês. No entanto, realçaram que este retorno poderá reduzir caso os investidores não atuem após mudança nas recomendações consensuais dos analistas.

Ljungqvist *et al.* (2006) investigaram se o comportamento dos analistas impactou a probabilidade dos bancos ganharem mandatos de subscrição. Foi empregada uma amostra de 16.625 ofertas de dívidas e ações, negociadas entre 1993 e 2002. Nenhuma evidência empírica foi encontrada no sentido de respaldar a hipótese de que recomendações mais ousadas dos analistas ou mudanças favoráveis de recomendações aumentariam a probabilidade do banco em ganhar mandato de subscrição. Esse achado confronta, em partes, os postulados de Barber *et al.* (2001).

Por sua vez, Green (2006) averiguou se o acesso antecipado às recomendações que os clientes das corretoras possuíam, eram capazes de desencadear valores incrementais de investimento. Os dados indicaram que, após a recomendação de *upgrades*, os rendimentos médios de dois dias foram de 1,02%. De maneira símile, os *downgrades* refletiram retornos médios de 1,50%. Ratificou, portanto, os apontamentos de Womack (1996). A curto prazo, as oportunidades de ganhos excedentes se proliferaram por até duas horas, contados da publicação da nova recomendação do analista. O teórico recomenda que estratégias calcadas em calendário podem proporcionar retornos diários anormais positivos de até 10 pontos percentuais.

Complementar ao estudo de Stickel (1995), Sorescu e Subrahmanyam (2006) declararam que era substancial avaliar a relação entre peculiaridades inerentes aos analistas (anos de experiência e imagem da corretora a qual tinham vínculo) e as reações dos preços às recomendações desses profissionais. Os achados apontaram que, a longo prazo, as mudanças de recomendações de analistas experientes superaram aquelas proferidas por indivíduos com menor *expertise*. Essas diferenciações revelam uma ineficiência do mercado. No mais, há indícios de que os investidores são mais sensíveis a recomendações com tons dramáticos e enfáticos, projetadas por analistas menos experientes em comparado com aquelas cujo direcionamento é mais comedido e as quais são elaboradas por analistas mais experientes.

Por fim, Murg *et al.* (2014) perscrutaram o efeito das recomendações dos analistas sobre o comportamento, a curto prazo, dos ativos negociados no mercado de capitais austríaco. Constataram que mudanças abruptas de recomendações proporcionam retornos anormais expressivos. Por exemplo, sair de uma recomendação de vender para comprar registrou ganhos excessivos na ordem de 1.232%. Já as recomendações puras (do tipo comprar ou vender) também apresentaram retornos anormais, porém em patamares menores: 0,436% e -0,672%, respectivamente. No mais, observou-se que, no dia do evento, a magnitude dos retornos anormais está relacionada com o tamanho da empresa. Resultado que se assemelha as evidências do estudo de Stickel (1995). Em um trabalho semelhante, Arun *et al.* (2016) avaliaram o referido impacto tomando por base o mercado de ações indiano. Revelaram que os analistas estão mais propensos a divulgar recomendações de compra. No entanto, o sucesso da capacidade preditiva não ultrapassa 50% dos casos.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O método empregado foi estudo de evento. Para Aizenman, Jinjarak, Lee e Park (2015), essa técnica é útil para examinar as reações dos mercados perante a publicização de notícias. O estudo de evento permite evidenciar a teoria de Eficiência de Mercado, postulada por Fama (1970), e a qual

defende que nenhum investidor apropria-se de retornos excedentes haja vista que os preços das ações incorporam, integral e instantaneamente, todas as informações referentes a um ativo. O escopo desta metodologia respalda-se nos ganhos anormais, na data do evento ou em períodos adjacentes de tempo, os quais se constata frente às expectativas de retorno das ações. Nesse contexto, o objetivo é investigar se a divulgação das recomendações consensuais dos analistas financeiros afeta igualmente às ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. A escolha por essa tipologia de recomendação está fundamentada no estudo de Barber *et al.* (2001).

$$H_0: AR_{it} = 0$$

A variável AR_{it} retrata o retorno anormal evidenciado no preço da ação i , e resultante do evento analisado no instante t . De início, foram capturadas as recomendações consensuais dos analistas a respeito de dezoito ativos negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). Nessa etapa, o intuito foi identificar, para cada ativo, a mais recente mudança de recomendação consensual dos analistas, tomando por base um período de 12 meses (limite máximo situado em 16 de maio de 2017). As datas em que ocorreram essas alterações de recomendação demarcaram os eventos a serem estudados (dia zero). Por exemplo, se para uma ação j o dia 03 de março do corrente ano apontou a última mudança de recomendação, então essa data passou a ser referência para a investigação do evento. Com base nessas informações preliminares, foram coletados um conjunto de preços nominais de fechamento de cada uma das dezoito ações. Observou-se 153 dias de negociação (rotulada janela de estimação), anteriores a data do evento, totalizando 2754 observações. A delimitação da amostra obedeceu a dois critérios: a) as ações deveriam apresentar pelo menos um contingente de cem observações relativas à preços de fechamento, anteriores a data do evento; b) e deveriam estar vigentes no período abrangido pelo trabalho. No mais, as coletas foram executadas na base de dados *Bloomberg*.

A etapa subsequente compreendeu os cálculos dos retornos diários das ações (R_{it}), os quais foram extraídos a partir do logaritmo da razão entre os preços de fechamento, em moeda nacional, da ação i nas datas t ($P_{i,t}$) e $t-1$ ($P_{i,t-1}$). A escolha por uma função logarítmica (equação 1) respalda-se no trabalho de Soares, Rostagno e Soares (2002). Para os autores, o emprego da fórmula logarítmica para apreensão dos retornos faz com que estes tenham um comportamento muito próximo à distribuição normal. Isso valida o uso de testes paramétricos.

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

A obtenção dos retornos anormais constituiu o passo posterior. Para tanto, foi necessário apreender os retornos que as ações poderiam ofertar, caso o evento não tivesse ocorrido (retornos esperados). Nesse estudo, foi utilizada a modelagem de fator único, derivada do *Capital Assets Pricing Model* (CAPM), a qual estabelece uma relação linear entre os retornos da ação i (R_{it}) e os retornos da carteira de mercado (R_{mt}). O trabalho de Mackinlay (1997) justifica a escolha. A equação 2 ilustra o modelo. Ademais, o retorno de mercado (R_{mt}) foi obtido de forma análoga aos retornos diários das ações, com a substituição dos preços de fechamento pelo Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA). Este representa um índice resultante de uma carteira teórica de ativos e foi usado como uma *proxy* da carteira de mercado.

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (2)$$

Os retornos anormais simbolizam os resíduos (\hat{u}_{it}) da regressão sobredita. Retrata a subtração entre os retornos reais e estimados, conforme ilustra a equação 3.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | R_{mt}) = R_{it} - [\alpha_i + \beta_i R_{mt}] = \hat{u}_{it} \quad (3)$$

Ademais, capturou-se os retornos anormais cumulativos para três janelas ao redor da data do evento. Foram consideradas as janelas de 3 dias (-1, +1), 7 dias (-3, +3) e 11 dias (-5, +5). Esse procedimento está fundamentado no estudo de Mackinlay (1997) e cuja finalidade foi examinar, dentro da janela do evento, se as reações do mercado propagaram-se por alguns dias. Por fim, foi empregado o teste *t* para averiguar a significância estatística dos retornos anormais. Isso possibilitou avaliar o quão os retornos anormais na data do evento se distanciam de zero.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

As Tabelas 1 e 2 ilustram, respectivamente, os retornos diários anormais médios para o conjunto de dezoito ações e os retornos anormais médios cumulativos para as três janelas selecionadas. Nota-se que, nas datas posteriores ao evento (+1 a +5), houve uma supremacia de retornos anormais negativos. Isso indica que as previsões de retorno foram superiores aos reais ganhos (houve erros de predição). No entanto, essa evidência empírica foi discrepante com a maior parcela das recomendações dos analistas. Cerca de 88% dos pareceres dos analistas apontaram para recomendações de compras, com maior ou menor intensidade. Consoante Arun *et al.* (2016), esta postura é comum dentro do mercado de ações. Esses direcionamentos configurariam como eficazes se, somente se, os retornos anormais constatados fossem positivos, uma vez que o retorno real do ativo superaria as previsões de retornos esperados pelos investidores. Ademais, ao nível de 5%, há evidências estatísticas de que as informações divulgadas afetam de maneira similar o mercado de ações, pois nenhum dos retornos diários anormais médios foi significativo.

Tabela 1: Retornos diários anormais médios

Período	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Teste t	Significância	H ₀
-5	0,000615	-0,013021	0,022629	0,006929	0,377	0,711	Não rejeitada
-4	0,000159	-0,016735	0,026462	0,007871	0,086	0,933	Não rejeitada
-3	-0,004221	-0,074901	0,004424	0,017953	- 0,997	0,333	Não rejeitada
-2	0,003504	-0,003256	0,036660	0,008718	1,705	0,106	Não rejeitada
-1	0,002619	-0,006712	0,039054	0,009942	1,118	0,279	Não rejeitada
0	-0,007260	-0,100493	0,025735	0,026120	- 1,179	0,255	Não rejeitada
+1	0,002427	-0,010622	0,022876	0,006989	1,473	0,159	Não rejeitada
+2	-0,000545	-0,026977	0,011545	0,007881	- 0,293	0,773	Não rejeitada
+3	-0,000928	-0,014316	0,009297	0,004818	- 0,817	0,425	Não rejeitada
+4	-0,000668	-0,007061	0,009480	0,004335	- 0,654	0,522	Não rejeitada
+5	0,001383	-0,007922	0,011542	0,004511	1,301	0,211	Não rejeitada

Fonte: Dados da pesquisa

No que tange às janelas de 3, 7 e 11 dias, também é possível constatar que as recomendações dos analistas, essencialmente, voltadas à compra acabam por não se alinhar com as evidências mercadológicas. Ao examinar os interstícios, foram percebidos retornos anormais médios cumulativos negativos. Contrários, em se tratando do sinal, inclusive as evidências dos estudos de Murg *et al.* (2014). Estas observações melhor se ajustariam aos apontamentos de venda de ações, pois se espera que os investidores tenham retornos reais cumulativos menores do que aqueles previstos para um dado período. Todavia, os retornos anormais médios cumulativos não foram significantes, ao nível de 5%. Isso ratifica a teoria de Fama (1970), uma vez que os retornos excedentes não foram constatados.

Tabela 2: Retornos anormais médios cumulativos

Período	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Estatística t	Significância	H ₀
(-1, +1)	-0,00221	-0,09231	0,05777	0,03135	- 0,300	0,768	Não rejeitada
(-3, +3)	-0,00440	-0,09448	0,03674	0,02648	- 0,706	0,490	Não rejeitada
(-5, +5)	-0,00291	-0,08352	0,04481	0,02631	- 0,470	0,644	Não rejeitada

Fonte: Dados da pesquisa

Ademais, ao investigar os retornos diários anormais médios, tomando ação por ação, nota-se que apenas seis observações (grifadas em cinza) foram significantes a 5% (valor t superior a 1,96). De um conjunto de 198 dados, um pouco mais de 3% das evidências sustentaram a existência de retornos anormais, realçando as conclusões anteriormente postuladas. Contrapõe-se, assim, aos estudos de Stickel (1995), Womack (1996) e Barber *et al.* (2001). A Tabela 3 traz esses resultados. No mais, constatou-se que quatro observações foram negativas. Isso indicou que as previsões de retorno foram superiores aos reais ganhos. Nesse cenário, espera-se que o analista recomende a venda do ativo. Por outro lado, duas observações foram positivas, revelando que os retornos reais superaram a previsão de ganhos. Os investidores ganharam mais do que esperavam. Nesse caso, um analista com bom desempenho deveria recomendar a compra do ativo. Destaca-se também que, das poucas constatações de retornos excedentes significantes, a maior parcela (4 observações) centrou-se na data do evento. Isso aproxima-se das evidências de Murg *et al.* (2014). Houve indícios de que os raros casos de retornos anormais, quando ocorrem, não transpõem a efetiva data do evento (dia zero). Reforça a ideia de Fama (1970), em que as informações veiculadas no mercado rapidamente tendem a incorporar-se aos preços.

Quanto à relação entre retornos anormais significantes e as recomendações dos analistas, um desajuste foi constatado. Por exemplo, para as ações 1, 9 e 16, após as indicações de analistas para efetuar compras, esperava-se que os reais retornos sobrepujassem os retornos previstos. Conquanto, esse fenômeno não foi observado. Retornos anormais negativos foram diagnosticados, apontando resultados indesejáveis pelos investidores. Por outro lado, a ação 3 demarcou um caso de êxito. Foi indicado a compra de ações dessa empresa, e, na data do evento, detectou-se retornos anormais positivos. Segundo Bodie, Kane e Marcus (2014), esse desalinhamento pode ser resultante do otimismo empregado pelos analistas ao redigirem suas avaliações sobre as perspectivas das empresas. Essa concepção também é comungada por Arun *et al.* (2016).

Tabela 3: Retornos diários anormais médios, por ação

Período	Ação 1		Ação 2		Ação 3		Ação 4		Ação 5		Ação 6		Ação 7		Ação 8		Ação 9	
	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t
	*R: Comprar		*R: Comprar forte		*R: Comprar		*R: Comprar		*R: Comprar		*R: Comprar		*R: Vender		*R: Comprar		*R: Comprar	
-5	-0,0001	-0,023	0,0028	0,538	-0,0023	-0,287	-0,0130	-1,009	0,0004	0,055	0,0012	0,113	-0,0040	-0,209	0,0000	-0,008	0,0226	1,934
-4	0,0000	0,000	-0,0040	-0,767	-0,0026	-0,328	-0,0040	-0,312	0,0004	0,055	0,0026	0,250	0,0265	1,390	0,0011	0,193	-0,0167	-1,430
-3	0,0030	0,688	-0,0042	-0,810	0,0031	0,388	-0,0101	-0,780	0,0004	0,058	-0,0005	-0,047	-0,0749	-3,933	0,0007	0,117	-0,0040	-0,342
-2	0,0027	0,635	0,0021	0,398	-0,0033	-0,408	0,0032	0,249	0,0004	0,055	0,0033	0,315	0,0367	1,925	0,0023	0,391	0,0051	0,438
-1	-0,0009	-0,208	-0,0004	-0,082	0,0130	1,624	0,0053	0,413	0,0004	0,055	-0,0023	-0,220	0,0391	2,051	0,0007	0,117	0,0042	0,362
0	-0,0085	-1,975	0,0009	0,176	0,0257	3,225	-0,0091	-0,704	0,0004	0,058	-0,0017	-0,160	-0,0042	-0,218	-0,0050	-0,862	-0,1005	-8,590
+1	-0,0040	-0,932	-0,0003	-0,053	0,0131	1,644	-0,0013	-0,103	0,0004	0,055	0,0073	0,686	0,0229	1,201	0,0038	0,648	0,0039	0,337
+2	0,0039	0,895	-0,0018	-0,343	-0,0085	-1,061	0,0115	0,895	0,0004	0,056	0,0037	0,346	-0,0270	-1,417	-0,0049	-0,846	0,0021	0,182
+3	0,0025	0,588	-0,0006	-0,109	-0,0064	-0,808	0,0093	0,721	0,0004	0,056	0,0025	0,236	-0,0143	-0,752	0,0004	0,067	-0,0054	-0,463
+4	0,0006	0,143	0,0002	0,042	0,0095	1,188	-0,0071	-0,547	0,0004	0,057	0,0036	0,343	-0,0067	-0,351	-0,0017	-0,294	-0,0065	-0,554
+5	0,0013	0,290	-0,0002	-0,045	0,0035	0,438	0,0026	0,201	0,0004	0,054	0,0006	0,053	-0,0079	-0,416	0,0076	1,292	0,0115	0,987
Período	Ação 10		Ação 11		Ação 12		Ação 13		Ação 14		Ação 15		Ação 16		Ação 17		Ação 18	
	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t	AR	Teste t
	*R: Comprar		*R: Comprar		*R: Comprar forte		*R: Vender forte		*R: Comprar		*R: Comprar		*R: Comprar		*R: Comprar forte		*R: Comprar	
-5	-0,0007	-0,061	-0,0018	-0,348	-0,0008	-0,136	0,0010	0,120	-0,0006	-0,087	-0,0012	-0,179	0,0099	1,244	0,0003	0,031	-0,0025	-0,207
-4	0,0034	0,305	0,0003	0,060	0,0001	0,023	-0,0001	-0,010	-0,0004	-0,051	-0,0037	-0,541	-0,0003	-0,035	0,0003	0,031	-0,0002	-0,013
-3	0,0037	0,327	0,0005	0,102	0,0014	0,241	0,0003	0,043	0,0000	-0,006	0,0044	0,642	-0,0003	-0,035	0,0003	0,027	0,0002	0,018
-2	0,0014	0,124	-0,0008	-0,146	-0,0002	-0,036	0,0006	0,069	-0,0003	-0,034	0,0039	0,564	0,0083	1,044	0,0002	0,025	-0,0026	-0,219
-1	-0,0005	-0,048	-0,0001	-0,012	-0,0007	-0,120	0,0007	0,086	-0,0002	-0,025	-0,0018	-0,267	-0,0067	-0,845	0,0002	0,023	-0,0028	-0,228
0	0,0047	0,412	0,0008	0,160	0,0036	0,650	0,0000	0,004	0,0000	0,001	0,0051	0,744	-0,0387	-4,880	0,0003	0,028	-0,0046	-0,377
+1	0,0021	0,188	-0,0003	-0,054	0,0006	0,112	-0,0001	-0,013	-0,0001	-0,016	-0,0106	-1,543	0,0016	0,206	0,0002	0,025	0,0044	0,365
+2	-0,0019	-0,172	0,0004	0,081	0,0010	0,187	0,0001	0,011	-0,0001	-0,012	0,0019	0,274	0,0075	0,949	0,0002	0,024	0,0016	0,130
+3	0,0025	0,219	0,0012	0,237	-0,0013	-0,234	0,0004	0,056	-0,0002	-0,026	-0,0018	-0,255	-0,0042	-0,533	0,0002	0,026	-0,0020	-0,163
+4	0,0045	0,398	0,0009	0,172	0,0011	0,202	0,0004	0,044	-0,0002	-0,026	-0,0061	-0,890	-0,0049	-0,620	0,0003	0,028	-0,0003	-0,027
+5	0,0079	0,702	0,0012	0,227	0,0001	0,021	0,0007	0,087	0,0000	-0,003	0,0010	0,145	-0,0063	-0,794	0,0003	0,026	0,0008	0,068

Nota. Legenda: AR: retornos anormais médios da ação i no tempo t . *R: recomendações consensuais dos analistas na data do evento. Fonte: Pesquisa (2017)

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo propôs um debate acerca dos efeitos da divulgação de recomendações consensuais de analistas financeiros sobre os preços das ações comercializadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Para isto, foram examinadas, a partir da técnica intitulada estudo de evento, às reações decorrentes das mudanças de recomendações mais recentes, tomando por base um período de 12 meses. Um conjunto de dezoito ações integrou o ensaio teórico-empírico. Os resultados apontaram que, após tornar público as modificações de recomendação, os retornos diários anormais médios saltaram de uma predominância de ganhos positivos para ganhos negativos. Esse comportamento é incompatível com a maior fração dos pareceres dos analistas: os quais direcionaram para a compra. A partir do evento, como os reais ganhos observados no mercado foram inferiores às projeções desses retornos, esperava-se que os direcionamentos gravitassem sobre a lógica da venda de ativos. Ao focar nas janelas de 3, 7 e 11 dias, a supremacia dos retornos negativos também foi evidenciada.

No entanto, constatou-se que, em geral, os retornos anormais não foram significantes ao nível de 5%. Isso realça os postulados de Fama (1970). Inclusive, esta evidência manteve-se quando se aplicou um prisma ainda mais particular: avaliação dos retornos diários médios por ação. Poucas evidências de retornos excedentes (com significância estatística) foram notadas e limitaram-se à data do evento. Isso aproxima-se das evidências de Murg *et al.* (2014).

Limitações cercam o presente trabalho, a exemplo do número reduzido de eventos e ações que o compõem. Portanto, generalizações não são aconselháveis pois os achados limitam-se às restrições incorporadas, incluindo o recorte temporal. Não obstante, o mesmo fornece *insights* para teóricos na área de finanças assim como para investidores. Contudo, ampliar o contingente de investigações nessa temática permitirá uma compreensão mais profunda do fenômeno.

REFERÊNCIAS

- Aizenman, J., Jinjark, Y., Lee, M. & Park, D. (2015). Developing countries' financial vulnerability to the eurozone crisis: an event study of equity and bond markets. *Journal of Economic Policy Reform*, 19,(1), 1-19.
- Arun, S., Shankaran, B. & Jayadev, M. (2016). Investment Value of Analyst Recommendations: Evidence from the Indian Stock Market. *South Asian Journal of Management*, 23(2), 7-24.
- Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M. & Trueman, B. (2001). Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns. *The Journal of finance*, 56(2), 531-563.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. (2014). *Fundamentos de investimento*. 9ª edição. Porto Alegre: Mc Graw Hill.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 283-417.
- Green, T. C. (2006). The Value of Client Access to Analyst Recommendations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(1), 85-109.

- Kong, D., Lin, C., Liu, S. & Tan, W. (2016, no prelo). *Whose Money Is Smart? Institutional and Individual Trading Based on Analyst Recommendations*. Recuperado em 01 de junho de 2017 de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2818249
- Ljungqvist, A., Marston, F. & Wilhelm, W. J. (2006). Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendations. *The Journal of Finance*, 61(1), 301-340.
- Mackinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, v. XXXV, 13-39.
- Murg M., Pachler, M. & Zeitlberger, A. C. M. (2014). The impact of analyst recommendations on stock prices in Austria (2000–2014): evidence from a small and thinly traded market. *Central European Journal of Operations Research*, 24(3), 595-616.
- Sachin, M. & Anupam, R. (2017). Informative Value of Equity Analyst Recommendations in India. *Journal of Business Management Studies*, 13(1), 27-35.
- Soares, R. O., Rostagno, L. M. & Soares, K. T. C. (2002). Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: *Anais XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração (EnANPAD)*. Salvador/BA.
- Sorescu, S. & Subrahmanyam, A. (2006). The Cross Section of Analyst Recommendations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(1), 139-168.
- Stickel, S. (1995). The autonomy of the performance of buy and sell recommendations. *Financial Analysts Journal*, 51(5), 25-39.
- Womack, K. (1996). Do brokerage analysts' recommendations have investment value? *The Journal of Finance*, 51(1), 137-167.