

O poder dos analistas de mercado e legitimação de investidores: Estudo sobre o teor das opiniões a partir da estrutura de comunicação de Mikhail Bakhtin

ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO

Universidade Federal do Paraná

ANA CLAUDIA AFRA NEITZKE

Universidade Federal do Paraná

Resumo

O mercado de ações funciona enquanto um complexo de interações sociais que se materializam na junção de interesses comuns. Os distintos atores participantes destes buscam a solidificação de seus próprios interesses e, neste momento, passam a imperar figuras que exercem influência crescente sobre os investidores. O papel dos analistas de mercado assume relevância crescente frente a cenários de instabilidade econômica, mudanças aceleradas das estruturas de capital, e complexidade das projeções sobre o futuro dos negócios. Assim, tais atores têm seu poder legitimado quando da aceitação das suas opiniões perante os investidores e financiadores de capital. A investigação foi conduzida de modo a analisar o poder dos analistas de mercado na emissão de opiniões sobre expectativas de rentabilidade e negociação no mercado de ações brasileiro. Para tanto, adotou-se uma metodologia qualitativa que teve na técnica de Análise do Discurso a sua principal orientação investigativa. O direcionamento epistemológico da investigação é o pragmatismo, na medida em que busca na prática factual as explicações para a realidade pactuada em dados contextos. As ideias do Círculo de Bakhtin forneceram a sustentação teórica e conceitual para exploração da questão de pesquisa, uma vez que a interação verbal, o enunciado concreto, o signo ideológico e o dialogismo, serviram como base para um estudo em profundidade do poder dos analistas. Deste modo, os relatórios de tais profissionais foram analisados em cinco instâncias, congregadas em quatro pilares, que fornecem significados acerca do discurso anterior aos pareceres emitidos. Os achados conduzem à afirmação de que não há neutralidade nos discursos emanados pelos analistas de mercado, ainda que sejam consagrados pela escrita.

Palavras chave: Analistas de mercado, Poder, Investidores.

1 Introdução

A organização dos mercados de capitais outorga visibilidade para os mais variados tipos de negócios, o que amplia o rol de possibilidades de investimento e financiamento. A dinamicidade dos mercados e a sistematização de mecanismos de divulgação de informações por agentes de regulação asseguram meios para que os investidores realizem avaliações acerca do desempenho futuro das organizações, o que faculta maior autonomia no processo de análise das decisões de investimento e financiamento. Tais situações são comuns a mercados perfeitos, contudo, naqueles que em a eficiência é questionável, emergem problemas de assimetria informacional (Beyer, Cohen, Lys & Walther, 2010). Neste cenário, com efeito, o papel dos analistas de mercado assume relevância crescente (Zhang, 2008).

O desempenho das recomendações dos analistas contribui para a legitimação das avaliações de mercado. Nesta direção, os analistas tendem a agir em conjunto com outros analistas, formando grupos estrategicamente organizados, de modo a alinhar as opiniões emitidas ao mercado (Altinkiliç & Hansen, 2009). O aumento da demanda por pareceres de analistas faz-se como um dos catalisadores à proliferação de opiniões emitidas, contudo, este fenômeno está condicionado à oferta de informações sobre anúncios de lucros, eventos recentes, cotações de preços e dinâmica de longo prazo (Altinkiliç & Hansen, 2009; Yezege, 2015). A literatura aponta que a emissão de opiniões dos analistas impacta, com maior ou menor materialidade, o preço das ações, o gerenciamento de resultados, as atividades de financiamento, o valor da empresa e o custo de capital (Beyer, 2008; O'Brien & Tan, 2015).

As projeções de lucros e recomendações realizadas por analistas de mercado refletem na forma como as pessoas percebem o risco dos investimentos, implicando também na composição das carteiras e na demanda por tipos específicos de investimentos (Martinez, 2004). O principal questionamento ocorre justamente nas relações de poder implícitas nos pareceres emitidos por tais atores, uma vez que a opinião de negócios pode dissuadir a percepção de gerentes de fundos, e investidores em geral, acerca das possibilidades de rendimento futuro de uma organização ou mesmo, de um segmento de mercado (Clement, Hales & Xue, 2011; Friedman, 2014; Li & You, 2015).

O mercado congrega distintos analistas, sendo possível segregá-los de acordo com o impacto de suas ações. O primeiro tipo recebe o nome de analista *sell-side*, uma vez que suas avaliações possuem grande poder de repercussão no mercado, já que os contratantes deste serviço são corretoras, institutos independentes de pesquisa e bancos de investimento (Beyer, Cohen, Lys & Walther, 2010; O'Brien & Tan, 2015), na sequência podem-se destacar os analistas *buy-side*, os quais usufruem das análises realizadas pelos analistas *sell-side* e que, por dispor destes dados, ampliam suas previsões para fatias maiores do mercado, e aqueles ditos independentes (Martinez, 2004; Saito, Villalobos & Benetti, 2008).

A congregação das relações de poder dos analistas *sell-side*, em termos do impacto das opiniões emitidas, foi analisada por Niehaus e Zhang (2010) e Kirk (2011), os quais perceberam um aumento no volume de negociações, propriedade institucional e liquidez após a divulgação destas informações. Em outros termos, a visibilidade e a crença na qualidade das projeções dos analistas são fatores relevantes no mercado (Jacob, Lys & Neale, 1999). Ademais, a posição geográfica dos analistas, com relação às organizações ou mercados em análise, reflete positivamente nas projeções realizadas (Malloy, 2005).

Disto isto, tem-se a seguinte questão norteadora: **qual a influência do poder dos analistas de mercado na emissão de opiniões sobre expectativas de rentabilidade e negociação no mercado de ações brasileiro?**

Para resolução deste questionamento, foram definidos os seguintes objetivos específicos: i) analisar os arquétipos dos relatórios dos analistas de mercado; ii) investigar o grau de convergência dos pareceres dos analistas que participam de um mesmo arranjo institucional; e por fim, (iii) analisar o teor das opiniões sobre expectativas de rentabilidade e negociação no mercado de ações brasileiro a partir dos pilares da estrutura de comunicação de Mikhail Bakhtin.

O poder pode ser um elemento condicionante da legitimação de ações praticadas por analistas de mercado que, por seu turno, simboliza o discurso externado ao público destas informações. A previsão de lucros e retornos futuros faz-se uma pauta de discussão recorrente no ambiente acadêmico, a qual apresentou distintas ênfases investigativas ao longo dos períodos, sendo que a qualidade das previsões é uma constante dentre as pesquisas (Jacob, Lys & Neale, 1999). A relevância desta investigação recai para a análise conjunta do poder institucionalizado e do discurso empregado pelos analistas de mercado quando da estruturação de opiniões e pareceres sobre projeções realizadas, o que fortalece o campo de pesquisa acerca desta temática.

2 Fundamentação Teórica

2.1 Previsão de retornos futuros e a ressonância das opiniões de analistas de mercado

O estudo dos impactos provocados pelos analistas no mercado é de natureza complexa, dada a dinamicidade e multiplicidade de variáveis envolvidas neste processo. Neste transcurso investigativo, conforme Beyer (2008) é possível identificar distintas correntes na literatura, as quais se debruçam sobre os incentivos e estratégias de previsão dos analistas, os objetivos de comunicação e sobre os incentivos de divulgação de previsões de lucros.

O poder intrínseco aos analistas de mercado gera relações de dominação e concentração de avaliações - manipulação de opiniões, num processo de dissimulação da realidade das empresas (Yezege, 2015). Friedman (2014) destaca que o processo a concentração de poder nas relações do mercado de capitais gera vieses, principalmente relacionados a: compensação de incentivos, qualidade de relatórios, valor da empresa, e rentabilidade informacional. Clement, Hales e Xue (2011) advogam que os analistas respondem com maior intensidade às pressões do mercado de acordo com o grau de informações disponíveis, sendo estas correspondentes a mudanças e ganhos futuros. Não obstante, relatam que o risco assumido pelos analistas é compensado, quando se apresentam sensíveis às oscilações do mercado de ações, ou seja, aqueles que sinalizam maior precisão das previsões mercadológicas exercem maior influência perante a opinião dos seus pares.

O ceticismo presente em investigações que têm tal temática como elemento central corresponde às implicações decorrentes das previsões dos analistas sobre os ganhos futuros das empresas (Clement, Hales & Xue, 2011). Com base no estudo de Bernhardt, Campello e Kutsoati (2006), torna-se possível afirmar que as previsões de grupos de analistas influentes no mercado gera consenso entre os demais, polarizando as previsões num processo tendencioso de ultrapassar o senso comum sobre os cenários futuros do mercado. Entretanto, o ambiente de informações corporativas não se limita aos relatórios de analistas. Beyer, Cohen, Lys e

Walther (2010) analisaram as principais decisões que delimitam o ambiente informacional das corporações quando participantes do mercado de capitais, sendo elas: (a) divulgação voluntária, (b) divulgações normativas, e (c) decisões envolvendo relatórios de analistas; os autores concluem que tais decisões formam uma teia complexa de relações, que tem a informação como elemento estratégico e intercambiável.

O momento da emissão dos pareceres dos analistas de mercado também demanda atenção, pois podem sinalizar os tipos de incentivos recebidos para tais ações e a orientação estratégica de analistas *sell-side* (Beyer, Cohen, Lys e Walther, 2010). Com relação aos incentivos, os autores incluem: a maximização da reputação dos analistas, otimização das relações com os usuários das informações dos pareceres, e a maximização do valor das previsões perante os investidores (individuais e institucionais). Sob a ótica de Irvine, Lipson e Puckett (2007) e Guttman (2010), os investidores atribuem valor, de uso ou de troca, a tais relatórios quando dispõem de informações restritas.

Em adição, um dos agravantes da solidificação das previsões realizadas pelos analistas são as pressões ambientais para que as corporações alcancem estes resultados (Dechow, Myers & Shakespeare, 2010). Tal fenômeno é avaliado em termos de qualidade dos lucros, o que não necessariamente figura como a essência dos fatos, este é um dos argumentos apresentados por Dechow, Ge e Schrand (2010). Conforme os autores, a qualidade dos lucros é um conceito que assume sentido perante aqueles que procedem à avaliação das corporações e por isso está vinculado aos ditames de um modelo de decisão, ou seja, reflete tão somente o discurso de uma dada comunidade, o qual tem potencial para afetar fatores como o custo de capital. Ademais, faz-se necessário considerar os erros de previsão advindos de problemas econométricos (Rogers & Van Buskirk, 2013). Ainda assim, o mercado reage positivamente as previsões dos analistas percebidos como mais experientes (Jung, Pae & Yoo, 2015).

Zhang (2008) investiga a capacidade de resposta dos analistas quando do anúncio de lucros pelas corporações, inferindo que investidores agem como expectadores das revisões dos analistas, também que a quantidade de opiniões emitidas ao mercado apresentou um crescimento crescente, dada a possibilidade de ganho destas práticas. Neste momento, cabe destacar os riscos, ou encargos, reclamados aos analistas. Os encargos assumidos por estes profissionais dizem respeito a orientações para decisões de compra e venda de ações, a esse respeito tem-se o estudo desenvolvido por Womack (1996) que é um dos pioneiros sobre esta temática (Bradshaw, 2012). Talvez seja este um dos motivos para que analistas façam previsões pessimistas (Beyer, 2008). Nesta direção, faz-se relevante compreender as dimensões do poder designado aos analistas de mercado.

2.2 O poder legitimado às opiniões dos analistas de mercado

O poder torna-se cognoscível a partir do exame das relações sociais, já que emerge das influências provocadas por um indivíduo, ou grupo de indivíduos, sobre *outrem* (Faria, 2002). A relação em si não consiste - necessariamente - em uma exposição direta de regras de comando e sim, numa interferência na forma como as pessoas percebem o mundo e suas conexões (Faria, 2002). O poder pode ser outorgado ou construído a partir de estruturas formalmente arranjadas. Por tratar do indivíduo, múltiplas ontologias podem ser empregadas neste processo investigativo.

Os mecanismos de poder também são recorrentes no mercado acionário, ainda que sejam expressos em um nível subjetivo de análise. A pesquisa recente de Li e You (2015) indica que os analistas criam de valor para as empresas mediante a emissão de pareceres sobre

expectativas de rendimento futuro, assim interferindo na forma como os investidores percebem os riscos potenciais das ações; tornando possível o questionamento instaurado da academia de que os analistas reduzem a assimetria informacional. Em outros termos, os analistas projetam suas crenças sobre os investidores, dissimulando percepções numa tentativa de exercer o poder mediante a efetividade de seus pareceres.

O trabalho de Li e You (2015) foi apreciado por Hansen (2015), o qual analisou criticamente as fontes de valor criadas pelos analistas, de modo a inicialmente destacá-las, aos moldes do trabalho original, e na sequência confrontar os achados do trabalho com percepções já consolidadas pela academia. As considerações de Hansen (2015) sinalizam que:

(1) os analistas criam expectativas no mercado quando do anúncio de cobertura de determinadas empresas, gerando impressões acerca do desempenho tanto operacional quanto da gestão; (2) a opinião dos analistas impulsiona uma espécie de vigilância sobre a assimetria de informações do mercado, provocando redução do custo de capital e a elevação do preço das ações (fato este refutado estatisticamente pelo primeiro estudo); (3) existem especulações quanto ao crescimento no volume de negociação das ações das empresas cobertas por analistas; e (4) os analistas expõem novas informações ao mercado ao usufruírem dos dados divulgados pelas empresas, típico caso de mercados ineficientes. Estes fatores auxiliam na compreensão do poder materializado pelos analistas.

As relações de poder emergem em múltiplos formatos, de modo a constituir um todo coerente que subsiste enquanto os indivíduos se sujeitarem aos seus ditames (Faria, 2002), ou seja, os analistas influenciam os investidores na medida em que estes legitimam o discurso ao qual são submetidos, seja pela falta de informações ou pela negação do real funcionamento das forças de mercado. Ainda conforme o autor, o poder também é contraditório na medida em que tanto pode ser praticado como forma de apoio aos agentes, quanto para manutenção dos interesses daquele que o exerce. A esse respeito, podem ser citadas as motivações para emissão de opiniões ao mercado.

Os analistas são motivados a emitir opiniões positivas acerca de suas expectativas de rentabilidade, havendo indicativos na literatura de que as compensações econômicas têm potencial para resultar em opiniões favoráveis, ao passo que estas estimulam o desenvolvimento dos negócios (Martinez, 2004). O que se afirma é que os analistas ao primar por seus próprios interesses cedem espaço à interpretações enviesadas sobre o mercado, resultando em uma interferência dissimulada no ambiente de ocorrência dos fenômenos. Desta forma, o poder pode ser identificado quando da percepção de articulações de sentido político, sob este título estando toda e qualquer sistematização estratégica, incluindo os sistemas de comunicação; de relações de autoridade; e de coerção, ainda que manifesta de modo indireto (Faria, 2002). Na sequência expõe-se a metodologia adotada para este trabalho.

3 Metodologia

A orientação epistemológica desta investigação é o pragmatismo, pois tem como pressuposto que a realidade pode ser compreendida a partir dos fatos. Em adição, assume que a prática estabelece relações de sentido sobre a realidade, o que pode ser constatado a partir da verificação da concretude do *modus operandi* dos indivíduos (James, 1979). Tendo este direcionamento, adotou-se uma postura empirista como mecanismo para intervenção junto ao objeto de estudo, sendo este deduzido a partir de construções de sentido - já que o poder existe enquanto abstração da mente. Ainda assim, sua existência pode ser presumida pelo

impacto provocado nos agentes aos quais se impõe. Assim, entende-se que o poder dos analistas pode ser compreendido a partir do discurso emanado em seus relatórios.

O trabalho é de caráter qualitativo, na medida em que adota a técnica de Análise do Discurso como meio de identificação do sentido dos enunciados do texto produzido pelos analistas. Nestes termos, foram necessários dois momentos reflexivos acerca das mensagens contidas nos relatórios. No primeiro momento, buscou-se a identificação de tendências e padrões dentre os relatórios coletados, ou seja, indícios de que há um tipo de regularidade que aproxima a forma de comunicação de informações ao mercado, aos investidores. Já no momento subsequente, os enunciados concretos identificados foram reavaliados, de modo a identificar relações entre os discursos materializados através dos pareceres dos analistas (Lüdke & André, 1986).

Neste momento, faz-se pertinente destacar que a literatura forneceu o subsídio para construção de proposições acerca das relações entre os analistas de mercado, entre estes e as instituições das quais fazem parte, como também entre analistas e o público investidor. As proposições são categóricas e dizem respeito a quatro elementos: interação verbal, enunciado concreto, signo ideológico e dialogismo, conforme abaixo demonstrado. O que aqui se defende é que o discurso dos analistas pode ser identificado a partir destes pilares, o que faculta a junção de sentidos que definem a estrutura de poder praticada. Porquanto, as inferências da investigação dizem respeito às relações entre composições teóricas e a realidade observada. Assim, sujeitas a confrontação com trabalhos de mesma orientação temática.

3.1 Coleta dos Dados

Os dados são oriundos de relatórios produzidos por analistas de mercado vinculados a três instituições: Fator S/A Corretora de Valores; ATIVA - S/A Corretora de Títulos, Câmbio e Valores; e Gradual Investimentos. As análises foram produzidas no contexto de um convênio firmado entre a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC e a BM&FBOVESPA, que tem como objetivo fornecer oportunidades para que empresas de baixa liquidez ganhem visibilidade a partir da emissão de opiniões de analistas de mercado. As informações são referentes ao ano de 2014 e foram disponibilizadas em duas línguas no *site* da Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA.

A lógica instaurada pelo convênio consiste na produção de quatro relatórios para cada empresa, realizados por equipes de analistas vinculados a instituições independentes sorteadas e fiscalizadas pela APIMEC. Em termos totais, foram 6 relatórios produzidos em português para o ano de 2014. Este cenário foi compreendido enquanto oportunidade para a investigação, já que por se tratar de empresas com baixa visibilidade, os analistas submeteram suas análises a maiores níveis de risco em razão da carência de informações anteriores sobre o negócio. Tais fatores, em consequência, aumentam a ressonância das opiniões destes profissionais, a demanda por pareceres e o grau de insegurança com relação às recomendações de compra e venda de ações. Um discurso semelhante também serviu como base para o estudo de O'Brien e Tan (2015).

3.2 Técnica para análise da convergência dos pareceres

O discurso manifesto pelas mensagens constantes nos relatórios de analistas é discutido a partir dos pilares do Círculo de Bakhtin. Para que o sentido das palavras se tornasse cognoscível ao interlocutor (materializado na figura do pesquisador) foi empregada a Análise do Discurso, que enfatiza a relevância do sujeito da fala; assim, assumindo-se que os

enunciados contém em si um significado que somente pode emergir a partir da interpretação do interlocutor (Faria, 2015). Sob esta perspectiva, ainda segundo o autor, aquele que fala não distancia-se de sua história, percepção de mundo, dimensão espacial e da pessoa a quem dirige seu discurso.

O sujeito da fala, em todos os relatórios analisados, consiste em analistas vinculados a corretoras e/ou consultorias independentes, que foram sorteadas a partir dos termos firmados no acordo entre a APIMEC e a BM&FBOVESPA. Ainda que se intitulem autônomos e independentes destas instituições, tais profissionais manifestam sua opinião mediante a estruturação de um documento formal, orientado para o público investidor, com possibilidade de ganhos variáveis sobre a intermediação de negociações. Em outros termos, o discurso é construído de modo a atender aos preceitos da parceria firmada, logo não está isento das relações de poder intrínsecas a essa relação, fato esse que será sinalizado nas análises aqui realizadas.

As ideias de Mikhail Bakhtin são renomadas em distintos campos do conhecimento – com destaque para as ciências da linguagem, em razão de suas contribuições para compreensão e interpretação das estruturas do diálogo (Bubnova, Baronas & Tonelli, 2011). A formação do sentido do discurso é um dos temas centrais da sua obra, sendo explorada a noção de “enunciado”(Molon & Vianna, 2012). Os enunciados são compostos de códigos, de discursos integrados de múltiplas vozes, e sua junção conjuga sentido ao discurso. As ideias do Círculo de Bakhtin são compostas por quatro pilares: a interação verbal, o enunciado concreto, o signo ideológico e o dialogismo (Molon & Vianna, 2012), os quais são descritos na Tabela 1.

Tabela 1 Pilares da estrutura de comunicação

Categorias de Análise	Elementos Constitutivos	Descritor
Interação verbal	Interação verbal/discursiva	Trata do tipo de comunicação, a qual depende da intenção verbal anterior ao discurso. Aqui, considera-se a comunicação em relação a alguém, ou seja, o interlocutor assume papel responsivo.
Enunciado concreto	Visão de mundo	O sentido do texto e a interação com o sujeito estão conectados, neste sentido o discurso não se manifesta para além de seus enunciados. O discurso dá-se a um determinado público, e para tal, assume uma forma que lhe é própria (torna-se uma unidade). Por isto mesmo, a noção de tempo é um elemento relevante a ser ponderado.
Signo ideológico	Valoração ideológica	Refere-se a enunciados, com entonação de valoração ideológica, podendo-se destacar: 'isto é', 'se é verdadeiro', 'falso', 'correto', 'justificado', e 'bom/ruim'.
	Orientação apreciativa	Diz respeito a uma valoração apreciativa do discurso (constrói o significado das palavras). Tais enunciados poder ser percebidos pelo sujeito através de elementos como: 'concordar', 'discordar', 'aceitar', 'refutar', 'ponderar', e 'ignorar'.
Dialogismo	Objetos enunciados	Acentos valorativos/orientações, ideias gerais,

pontos de vista, apreciações e entonações.

Fonte: Esta tabela foi construída como uma síntese das articulações realizadas por Molon e Vianna (2012), em “O Círculo de Bakhtin e a Linguística Aplicada”.

A Tabela 1 funciona como uma orientação geral para a redução dos textos expressos nos relatórios, de modo que cada enunciado foi classificado em categorias de análise. A convergência dos relatórios foi presumida através da concentração de enunciados em cada categoria, o que será detalhado na sequência.

4 Análise e Discussão dos Resultados

Os enunciados contidos nos relatórios foram analisados em três etapas: (1) leitura dos relatórios, com destaque para indicativos do posicionamento político e ideológico dos analistas; (2) classificação dos enunciados entre as categorias de análise (interação verbal, enunciado concreto, signo ideológico e dialogismo); e (3) reflexão acerca da materialidade dos enunciados concretos enquanto amarração com o poder legitimado aos analistas de mercado. Nesta direção, torna-se relevante destacar que os enunciados foram considerados enquanto fragmentos textuais, recorrentemente frases completas ou expressões de sentido inseridas no interior dos textos, extraídos dos relatórios dos analistas, sendo estes classificados como *sell-side*. A Figura 1 aponta a quantidade de enunciados identificados e o grau de ocorrência desses em cada categoria; na sequência são realizadas reflexões acerca do sentido destas expressões textuais.

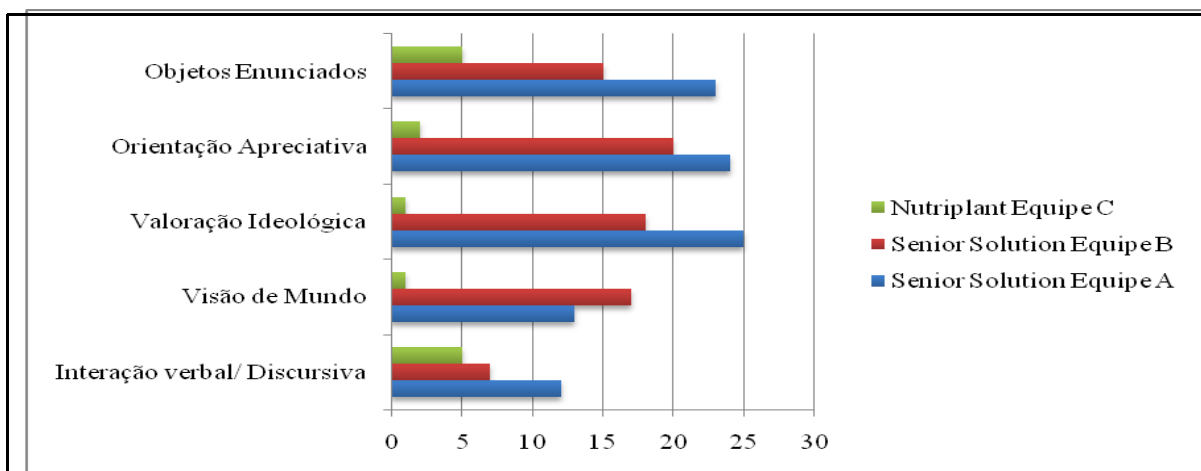


Figura 1 Enunciados concretos e a classificação numérica entre categorias de análise

Fonte: Dados da pesquisa.

4.1 Interação Verbal

A relação entre locutor e interlocutor assume papel relevante para a comunicação, é por meio dessa percepção que o ato de se expressar torna-se cognoscível ao observador externo (Molon & Vianna, 2012). Ainda segundo os autores, a linguagem é construída em um momento sócio-histórico delimitado por ocorrências e fatos característicos desse período, que tem no sujeito falante a condução de um discurso orientado para um ator único, que tenha existência concreta ou presumida. Sob tais considerações, percebe-se que o relatório dos analistas é construído de modo a exprimir significados a potenciais investidores, contudo a opinião ali expressa não é destituída de fatores externos, como o ambiente econômico e

político, as relações sociais intrínsecas a realidade analisada, suas percepções do real e do modo como se afigura, como também, da escala de poder materializada pelas interações entre os agentes participantes da realidade. A Tabela 2 apresenta exemplos de enunciados concretos analisados nesta categoria (ao total foram 24 enunciados).

Tabela 2 Expressões identificadas como interação verbal

Empresa	Período da Emissão	Recomendação	Interação verbal/ Discursiva
Senior Solution	Janeiro	Equal Weight	"Os números de 2014 mostram a Senior Solution sendo negociada com um pequeno desconto, justificado pelo risco associado ao seu menor tamanho" - Equipe A.
	Maio	Neutro	"Os riscos de execução inerentes à estratégia de crescimento inorgânico e a possibilidade de acirramento da competição ainda são elevados e, dessa forma, preferimos seguir observando os próximos resultados e desdobramentos da tática a ser adotada [...] obtendo uma relação risco/retorno que julgamos mais favorável" - Equipe B.
	Junho	Overweight	"O mercado de software brasileiro ainda é muito fragmentado. Esse cenário é positivo para a empresa e sua estratégia de consolidação [...]" - Equipe A.
	Setembro	Neutro	"A Senior Solution desenvolveu uma estratégia pioneira no mercado de TI para a vertical financeira, de consolidação do setor que é bastante pulverizado". "Com isso, temos um case de investimento interessante, no qual vemos potenciais de crescimento por ambas as vias, orgânico e inorgânico" - Equipe B.
	Dezembro	Overweight	"Apesar da valorização da ação desde nosso último relatório, acreditamos que o preço ainda reflete um desconto excessivo" - Equipe A.
Nutriplant	Junho	Compra	"As perspectivas são positivas para 2014 [...]". "Também, espera-se o crescimento das marcas Nutriplant e Quirios e a ampliação dos canais de distribuição da Companhia" - Equipe C.

Fonte: Dados da pesquisa.

A título de reflexão, um enunciado não consiste em uma fala inerte, desvinculada da realidade e de orientações intencionais de sentido; uma vez que os enunciados materializam um discurso, anterior às expressões escritas (Narzetti, 2012). Em termos práticos, foi possível perceber que as opiniões dos analistas sintetizam argumentos de autoridade, encadeados por agentes de mercado e emitidos num discurso concreto para anunciar expectativas de rentabilidade e negociação futuras. Por isso mesmo, o discurso é anterior à sua comunicação ao mercado. O que se percebe recorrente dentre os relatórios é que os analistas se utilizam de expedientes para legitimar argumentos que representam percepções pessoais sobre as empresas em análise, como consequência, seus comunicados podem representar tão somente análises enviesadas do real, mas que acabam por influenciar o modo como os investidores interpretam o potencial dos negócios.

A organização dos argumentos ao longo dos relatórios também pode ser destacada, já que houve uma sintonia entre os pareceres no sentido de que as opiniões são comunicadas

logo nos primeiros enunciados, delimitando uma certa relação hierárquica dentre argumentos de autoridade. Ademais, os analistas se mostraram conservadores em seus relatórios seja pela comunicação direta, ou pela expressão latente, como em "apesar de apreciarmos o case de investimento da Senior Solution e seu grande potencial de valorização, ainda mantemos nossa recomendação NEUTRA para SNSL3" - Equipe B. O conservadorismo mostra-se como um elemento interessante à análise, uma vez que indica a resistência dos analistas frente a indicações contrárias as suas pressuposições.

4.2 Enunciado concreto

As visões de mundo estão consolidadas no discurso (Molon & Vianna, 2012), ao passo que poder-se-ia afirmar que os pareceres emitidos pelos analistas exprimem não somente suas opiniões sobre rentabilidade e volume de negociação, mas também a forma como concebem e interpretam o mundo. A Tabela 3 apresenta exemplos de um conjunto dos 31 enunciados analisados nesta categoria, os quais são fragmentos extraídos de distintos momentos dos relatórios divulgados ao mercado.

Tabela 3 Expressões identificadas como visão de mundo

Empresa	Período da Emissão	Recomendação	Interação verbal/ Discursiva
Senior Solution	Janeiro	Equal Weight	"Nossas perspectivas gerais continuam as mesmas, i) esperamos que os gastos de bancos com TI continue com seu alto crescimento, especialmente referente a softwares, ii) a busca por maior eficiência operacional deve manter a demanda por serviços de outsourcing, e iii) a falta de aumento na quantidade de instituições financeiras continua sendo um desafio para o segmento de consultoria" - Equipe A.
	Maio	Neutro	"Vale destacar que nossas projeções não envolvem nenhuma aquisição que venha a ser feita pela companhia [...] o que por sua vez também imputa um risco excedente ao case de investimento" - Equipe B.
	Junho	Overweight	"Atualizamos nossas projeções em função, principalmente, das seguintes evidências: (i) os gastos de bancos com TI devem continuar aumentando especialmente devido à crescente parcela de investimento em software; (ii) a busca por eficiência operacional deve sustentar a demanda por serviços terceirizados; (iii) a maior previsibilidade devido à maior parcela de receitas recorrentes; e (iv) a base de clientes menos concentrada - Equipe A.
	Setembro	Neutro	"Acreditamos que alguma operação possa ser concretizada nos próximos meses". Na sequência "Apesar do potencial de realização de novas aquisições por parte da Senior Solution, vale destacar que nossas projeções não envolvem nenhuma aquisição que venha a ser feita pela companhia [...]" - Equipe B.

	Dezembro	Overweight	"O segmento de Software foi o único que nos deixou um pouco reticentes: apesar dos resultados serem em linha com nossas estimativas, a empresa apresentou dificuldades em adicionar novos clientes". "Portanto, a partir de uma perspectiva conservadora, preferimos reduzir um pouco nossas estimativas para adição de clientes" - Equipe A.
Nutriplant	Junho	Compra	-

Fonte: Dados da pesquisa.

Um investidor desatento poderia julgar que os acontecimentos narrados pelos analistas, como fatores passíveis de ocorrência, deveriam - de fato - se materializar em ações, tornando a gestão ineficaz quando da inconcretude de tais atos; quando, em termos objetivos, são apenas abstrações produzidas acerca daquilo que acreditam que deveria ocorrer, a partir de uma análise aparente sobre os números reportados pelas entidades analisadas. Tal achado é condizente com os relatos de Clement, Hales e Xue (2011) acerca das opiniões de negócios.

As reproduções apresentadas na Tabela 3 fornecem indícios de visões de mundo presentes no discurso emitido por analistas, que acabam por ser solidificadas em análises numéricas que os direciona a emitir opiniões que tenham essas orientações, ainda que os resultados das modelagens indiquem o contrário. A temporalidade também se faz presente ao longo do discurso contido no relatório emitido acerca da Nutriplant, os analistas realizam projeções de modo a ratificar a crença de que a organização terá desempenho favorável nos anos vindouros, contudo, este é um resultado latente não grafado no texto.

O sistema de regras também demanda análises, em função de condicionar a forma linguística da construção do discurso (Narzetti, 2012). Sob esse prisma, seria possível questionar a soberania dos analistas quando da concepção de suas falas, em razão de que suas previsões dizem respeito a fenômenos sociais e, por isso mesmo, estão condicionadas a um dado tempo e espaço, donde o grau de assertibilidade destas condiciona a imagem e a credibilidade de tais profissionais perante o mercado.

Assim, enunciados como "destacamos que a empresa tem efetuado melhorias além do esperado por nós, caso continue assim, podemos vir a elevar nossa recomendação para SNSL3" - Equipe B, poderiam vir acompanhados por pareceres otimistas e não reticentes, como o caso de uma recomendação neutra. A esse respeito, seria possível inferir que o grau de exposição das opiniões faz com que os analistas se mantenham a margem de afirmações pontuais, possivelmente em razão da insuficiência de motivações para tal (Martinez, 2004). Em síntese, o relatório respeita a uma forma legitimada pelos atores participantes do mercado, tornando as opiniões circunscritas a previsões sob as condições factíveis.

4.3 Signo Ideológico

A análise do signo ideológico foi aqui segregada em dois momentos, a (i) valoração ideológica - que diz respeito ao posicionamento ideológico do sujeito falante; e a (ii) orientação apreciativa - que se refere aos sentidos conferidos ao sujeito, mediante a justaposição de apreciações individuais com a realidade em pauta (Molon & Vianna, 2012).

Tabela 4 Expressões identificadas como valoração ideológica

Empresa	Período da	Recomendação	Interação verbal/ Discursiva
---------	------------	--------------	------------------------------

	Emissão		
Senior Solution	Janeiro	Equal Weight	"O crescimento por vias de aquisições é um importante propulsor para empresa, apesar de ser difícil de prever". "Como uma grande motivação para o IPO foi dar gás para estratégia de aquisições e como somente uma aquisição foi feita desde então, esperamos anúncios desse caráter para 2014" - Equipe A.
	Maio	Neutro	"A consolidação dos custos da Drive continua impactando no EBITDA, impedindo um avanço maior da margem, mas que está em franca recuperação após um início de 2013 bem ruim" - Equipe B.
	Junho	Overweight	"No que diz respeito à margem bruta, o fraco desempenho da Drive em 2013 encolheu a margem consolidada do segmento e acreditamos que ainda vai demorar para esse segmento atingir o nível da margem bruta do ano passado" - Equipe A.
	Setembro	Neutro	"O setor de softwares e serviços voltado para o setor financeiro apresenta boas perspectivas de crescimento, tendo em vista a contínua busca por aumento de produtividade e redução de custos por parte das instituições financeiras" - Equipe B.
	Dezembro	Overweight	"Apesar de 2013 ter apresentado a menor taxa de crescimento da base histórica, acreditamos que este foi um resultado pontual, resultado de fatores econômicos, como a queda das taxas de juros no Brasil" - Equipe A.
Nutriplant	Junho	Compra	"Consideramos o câmbio uma variável chave para o crescimento da companhia no curto prazo" - Equipe C.

Fonte: Dados da pesquisa.

A valoração ideológica assume uma conotação de posicionamento ideológico, o que percebeu-se recorrente nos relatórios analisados - foram 44 em termos totais. Todavia, a quantidade em si de expressões não constitui o foco destas análises e sim, o sentido que apresentam. A Tabela 4 funciona como uma espécie de sumário, que pontua a conotação dos enunciados aqui apreciados. Os analistas se expressam de modo a direcionar seus argumentos para fatos que consideram relevantes e, desse modo, tendem a destacar termos que julgam positivos, negativos, bons ou ruins. A valoração ideológica se manifesta quando os enunciados contém elementos que simbolizam a ideologia destes atores (analistas), o que atribui viés às análises sobre expectativas de rendimento futuro e volume de negociação.

A exposição de ideologias não necessariamente deturpa os pareceres, mas deve ser considerada com cautela pelos investidores, principalmente quando não acompanhadas de dados concretos. Com tal orientação, o interlocutor necessita verificar a associação das valorações ideológicas com a realidade (Narzetti, 2012). O que aqui se afirma é que considerações como "vemos a estratégia de consolidação da empresa, através de aquisições e crescimento orgânico, como sólido, potencialmente gerando um *upside*" - Equipe A, necessitam ser tensionadas com a realidade do mercado, uma vez que podem simplesmente exprimir a percepção do analista sobre um acontecimento da empresa em análise. Em adição, a Análise do Discurso permitiu constatar que frequentemente os analistas utilizam seus enunciados ideológicos como parâmetros para composição dos demais relatórios, ou seja, caso suas pressuposições não se confirmem, os profissionais tendem a emitir opiniões não favoráveis.

Tabela 5 Expressões identificadas como orientação apreciativa

Empresa	Período da Emissão	Recomendação	Interação verbal/ Discursiva
Senior Solution	Janeiro	Equal Weight	"Observando as linhas de receita não recorrente (Serviços e Consultoria), vemos resultados irregulares e a falta de um aumento orgânico consistente de clientes, nos deixando cautelosos quanto a uma melhor perspectiva de crescimento e expansão das margens" - Equipe A.
	Maio	Neutro	"O destaque negativo em nossa visão fica com mais uma redução no número de clientes da unidade de software, que só se mantém em alta com o incremento do ticket médio" - Equipe B.
	Junho	Overweight	"Desde a perda de um grande contrato no final de 2012, a empresa vem mostrando sinais de recuperação no segmento de serviços". "Contudo, devido ao aspecto não recorrente desse resultado, ainda temos uma postura conservadora quanto ao segmento no longo prazo [...]" - Equipe A.
	Setembro	Neutro	"[...] acreditamos que a companhia possui espaço para melhoria substancial do atual nível de margens, porém, mantemos certo conservadorismo diante dos gastos necessários em inovação, dado o objetivo de aumentar o market share. Dessa forma, a companhia deverá obter sinergias futuramente com a redução dos custos de operar simultaneamente sistemas com funcionalidades similares" - Equipe B.
	Dezembro	Overweight	O segmento de Serviços teve um desempenho significativamente acima das nossas estimativas para os últimos dois trimestres [...]. Contudo, dado o aspecto não recorrente dessa linha, continuamos conservadores quanto ao longo prazo do segmento, estimando uma fraca expansão da receita e uma queda da margem bruta em 2015" - Equipe A.
Nutriplant	Junho	Compra	"Concluindo, por fluxo de dividendos descontados a ação da Nutriplant seria atraente devido ao potencial de valorização calculado desde que o investidor aceite esperar alguns anos para ver o forte crescimento do EBITDA e lucro líquido" - Equipe C.

Fonte: Dados da pesquisa.

A apreciação é um dos elementos característicos dos analistas, uma vez que o objetivo destes consiste na emissão de opiniões acerca de suas expectativas de rentabilidade e negociação. A linguagem que aqui permeia é endossada pela expertise de tais atores, ainda assim, diz respeito ao contato do locutor com a realidade. A Tabela 5 aponta alguns dos 46 fragmentos analisados, que potencialmente contém ruídos. A tendência é que o investidor ou futuro investidor compreenda o discurso a partir de suas próprias apreciações, de modo a confrontá-las com as orientações apreciativas dos analistas. Não obstante, o investidor fará emergir significados a partir daqueles enunciados que interpreta como dotados de sentido (Molon & Vianna, 2012), tomando decisões a partir da junção de vozes e do grau em que ratifica as orientações expressas pelos analistas de mercado (identidade).

4.4 Dialogismo

O conceito de dialogismo é uma das principais contribuições do Círculo de Bakhtin (Narzetti, 2012). Este conceito foi aqui traduzido enquanto categoria, considerando-se que os relatórios dos analistas necessitaram ser analisados sob o ponto de vista de entonações e mesmo de emoções, de frases que representassem os acentos valorativos destes profissionais. Os termos buscados são exemplificados na Tabela 6, e em sua maioria remetem a valorações do tipo "acima das nossas estimativas", "lenta tendência de recuperação", "esperamos que", "acreditamos que", "achamos que", dentre outros. Ao total, 43 expressões foram verificadas e analisadas.

Tabela 6 Expressões identificadas como objetos enunciados

Empresa	Período da Emissão	Recomendação	Interação verbal/ Discursiva
Senior Solution	Janeiro	Equal Weight	"Os últimos resultados estavam em sua maioria em linha com nossas estimativas, com as fontes de receita recorrentes (Software e Outsourcing) ficando um pouco acima de nossa previsão, apesar das margens mostrarem uma lenta tendência de recuperação" - Equipe A.
	Maio	Neutro	"A Senior Solution apresentou números do 4Q13 um pouco acima das nossas expectativas, em função da recuperação da receita do segmento de serviços mais acelerado que o esperado por nós" - Equipe B.
	Junho	Overweight	"Apesar de a receita não recorrente de longo prazo continuar difícil de ser prevista e de a Senior Solution não ter uma taxa de crescimento orgânico tão forte quanto outras empresas de software, dada sua maior parcela de receita recorrente e sua menor concentração de clientes, vislumbramos um cenário menos arriscado" - Equipe A.
	Setembro	Neutro	"Como todos os investimentos em renda variável, além do grande potencial de ganhos, existem alguns fatores de risco que devem ser ressaltados, e no mercado de software não é diferente" - Equipe B.
	Dezembro	Overweight	"Acreditamos que, devido às especificidades do sistema financeiro nacional, a competição externa oferece riscos limitados à Senior Solution" - Equipe A.
Nutriplant	Junho	Compra	"Recomendamos a compra das ações da Nutriplant para aqueles investidores de longo prazo que não tem pressa e concordam em esperar 2-3 anos para ver os resultados crescerem substancialmente" - Equipe C.

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação ao dialogismo, nota-se que os analistas demonstram valorações, principalmente, ao afirmar o seu nível de assertividade em previsões passadas, como também, o quanto a entidade se desviou de suas previsões originais. Dito de outro modo, pelo teor dos enunciados é possível perceber que os analistas pretendem ressaltar a relevância do próprio trabalho, isso não sendo identificado para o relatório realizado sobre a Nutriplant. Ademais, os pareceres não são pautados no conjunto completo de fatores relevantes no nível da empresa, já

que a renúncia a determinados fatos também é indicada no texto; o que remonta a consideração de que as análises são essencialmente numéricas, apenas dotadas de sentido qualitativo quando o analista compreende o mercado em análise e detém expertise para tal.

A partir dos achados, percebe-se que os relatórios de analistas de mercado têm uma função estrategicamente organizada, que ao mesmo tempo em que servem como recurso para relatar previsões sobre rentabilidades futuras, dissimulam um discurso consolidado pelo meio, cuja função é orientar esforços para concentração de influências junto ao mercado. O poder aqui não deve ser compreendido como a coerção a determinadas posturas e sim como uma relação sólida entre grupos de analistas, que tem como principal função a comunicação das opiniões do grupo ao mercado. Porquanto, as opiniões emitidas não são neutras, já que respeitam um discurso consolidado por um grupo de atores.

5 Considerações Finais

A investigação foi conduzida de modo a analisar o poder dos analistas de mercado na emissão de opiniões sobre expectativas de rentabilidade e negociação no mercado de ações brasileiro. Tal orientação foi motivada pela visceral recorrência de investidores aos trabalhos produzidos por tais atores para fins de tomada de decisão, aqui emergindo questionamentos acerca do poder legitimado a estes profissionais no mercado acionário. Assim, os analistas poderiam ser considerados enquanto agentes condutores da realidade, em função do grau em que conseguem influenciar as decisões de compra e venda de ações. Os relatórios dos analistas foram analisados em cinco distintas instâncias, congregadas em quatro pilares, que fornecem significados (ocultos ao observador desatento) acerca do discurso anterior aos pareceres emitidos. Destarte, o objeto da pesquisa demandou uma nova ontologia, que fosse suficiente à compreensão das relações em pauta.

A pesquisa sinalizou que os analistas se valem de argumentos de autoridade quando delimitam o texto e, nesse momento, estão potencialmente atuando como condutores da realidade. Tais argumentos são condescendentes a uma escala hierárquica de autoridade, que consiste em dissimular percepções acerca da forma como a empresa deveria conduzir suas ações e, posteriormente, criticar a postura da gestão quando da não consecução dos indicadores estimados. Nesta linha, Li e You (2015) afirmam que os analistas emitem opiniões no intuito de auferir reconhecimento pelos investidores, sendo esta uma possível resposta ao tipo de comunicação empregada.

Os analistas apresentaram certo grau de conservadorismo em seus relatórios, possivelmente em função da exposição demasiada de seus argumentos - considerando-se que não há consenso de mercado para as empresas analisadas, já que estas somente foram submetidas ao crivo de analistas devido a uma parceria firmada entre duas instituições. Ademais, o conservadorismo manifestou-se como a resistência dos analistas frente a resultados contrários aos seus pressupostos. O discurso, com efeito, sujeita-se a um conjunto de regras sob as quais será produzido. Contudo, não isenta os pareceres de julgamentos valorativos.

As análises também revelaram que os pareceres contidos nos relatórios dos analistas são reflexos de discursos anterior e àquilo que estava sendo expresso, que representam a junção de vozes; as quais conduzem o sentido da mensagem a ser encadeada no relatório. Em outros termos, os relatórios não representam tão somente a opinião dos analistas e sim, simbolizam as interações entre os agentes participantes do mercado, situados em um dado tempo e espaço, e sujeitos ao poder ali instaurado. O que aqui se afirma, com Fabrício (2008), é que não há neutralidade nos discursos emanados pelos analistas de mercado, ainda que sejam consagrados

pela escrita. Para Fabrício (2008), há quebra da neutralidade em função de escolhas, as quais podem ser perceptíveis ao sujeito ou não, de relações de poder, e em razão de posicionamento político e ideológico. Tais noções foram identificadas em distintos momentos nos textos.

Os achados da investigação têm em si uma contribuição para os investidores de mercado, uma vez que representam ruídos passíveis de ocorrência quando da interpretação dos pareceres de analistas. A percepção destes auxilia na tomada de decisões conscientes e autônomas, sobre a compra e venda de ações. Em adição, as análises qualitativas aqui realizadas têm potencial para endossar trabalhos futuros, de modo a fornecer subsídios à construção de modelos que representem, em termos quantitativos, a ressonância das opiniões dos analistas. Assim, os achados podem ser submetidos a refutação estatística - o que provoca um avanço neste complexo campo de pesquisa.

As limitações dos achados podem ser sinalizadas a partir da consideração de que as interpretações estão sujeitas à subjetividade dos pesquisadores e, como consequência, são passíveis de apreciações de valor. Entretanto, uma pesquisa futura seria suficiente para percepção do grau de subjetividade expressa nas análises, mediante a exposição destas a testes estatísticos (da limitação surge uma oportunidade). Para trabalhos futuros recomenda-se a verificação do impacto das opiniões dos analistas no preço das ações, antes e após o anúncio das apreciações; de modo a também contribuir para com as linhas investigativas de Hansen (2015) e Li e You (2015).

Referências:

- Altinkılıç, O. & Hansen, R. S. (2009). On the information role of stock recommendation revisions. *Journal of Accounting and Economics*, 48, 17–36.
- Bernhardt, D., Campello, M., & Kutsoati, E. (2006). Who herds? *Journal of Financial Economics*, 80, 657-675.
- Beyer, A. (2008). Financial analysts' forecast revisions and managers' reporting behavior. *Journal of Accounting and Economics*, 46, 334–348.
- Beyer, A., Cohen, D.A., Lys, T.Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 296-343.
- Bradshaw, M. T. (2012). Discussion of “Analysts’ industry expertise”. *Journal of Accounting and Economics*, 54, 121–131.
- Bubnova, T., Baronas, R. L., & Tonelli, F. (2011). Voz, sentido e diálogo em Bakhtin. *Bakhtiniana*, São Paulo, 6(1), 268-280, Ago./Dez.
- Clement, M. B., Hales, J., & Xue, Y. (2011). Understanding analysts' use of stock returns and other analysts' revisions when forecasting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 51, 279–299.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344-401.
- Dechow, P. M., Myers, L. A., & Shakespeare, C. (2010). Fair value accounting and gains from asset securitizations: a convenient earnings management tool with compensation side-benefit. *Journal of Accounting and Economics*, 49, 2–25.

- Fabício, B. F. (2008). Linguística Aplicada como espaço de desaprendizagem. In: Moita Lopes, Luiz Paulo da. (Org.) *Por uma Linguística Aplicada Indisciplinar*. 2 ed. São Paulo: Parábola Editorial, 45-65.
- Faria, J. H. de (2002). Economia política do poder: uma proposta teórico-metodológica para o estudo e a análise das organizações. In: *Encontro de Estudos Organizacionais*, 2, Recife. Anais...Recife: Observatório da Realidade Organizacional: PROPAD/UFPE: ANPAD, 2002.
- Faria, J. H. de (2015, setembro). Análise de discurso em estudos organizacionais: as concepções de Pêcheux e Bakhtin. *Anais do XXXIX Encontro da ANPAD*, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Friedman, H. L. (2014). Implications of power: When the CEO can pressure the CFO to bias reports. *Journal of Accounting and Economics*, 58, 117-141.
- Guttman, I. (2010). The timing of analysts' earnings forecasts. *Accounting Review*, 85, 513-545.
- Hansen, R. S. (2015). What is the value of sell-side analysts? Evidence from coverage changes – A discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 60, 58–64.
- Irvine, P. J., Lipson, M., & Puckett, A. (2007, mai.). Tipping. *Review of Financial Studies*, 20(3), 741-768.
- Jacob, J., Lys, T.Z., & Neale, M. A. (1999). Expertise in forecasting performance of security analysts. *Journal of Accounting and Economics*, 28, 51–82.
- James, W. (1979). Pragmatismo: ensaios de empirismo radical. São Paulo. Abril Cultural. Coleção Os Pensadores.
- Jung, J. H., Pae, J., & Yoo, C-Y. (2015). Do analysts treat winners and losers differently when forecasting earnings? *International Journal of Forecasting*, 31, 531–549.
- Kirk, M. (2011). Research for sale: determinants and consequences of paid-for analyst research. *Journal of Financial Economics*, 100, 182-200.
- Li, K. K., & You, H. (2015). What is the value of sell-side analysts? Evidence from coverage initiations and terminations. *Journal of Accounting and Economics*, 60, 141–160.
- Lüdke, M., & André, M. E. D. (1986). *Pesquisa em educação: abordagens qualitativas*. São Paulo: EPU.
- Malloy, C. J. (2005). The geography of equity analysis. *Journal of Finance*, 60, 719-755.
- Martinez, A. L. (2004). *Analisando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas do mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto*. Tese de Doutorado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Molon, N. D., & Vianna, R. (2012, jul./dez.). O Círculo de Bakhtin e a Linguística Aplicada. *Bakhtiniana*, São Paulo, 7(2), 142-165.
- Narzetti, C. N. P. (2012). *O percurso das ideias do Círculo de Bakhtin da análise do discurso francesa*. Tese de Doutorado, Programa de Pós-Graduação em Linguística e Língua Portuguesa da Faculdade de Ciências e Letras- Unesp, Araraquara, São Paulo, SP, Brasil.
- Niehaus, G., Zhang, D. (2010). The impact of sell-side analyst research coverage on an affiliated broker's market share of trading volume. *Journal of Banking and Finance*, 34, 776-787.
- O'Brien, P. C., & Tan, H. (2015). Geographic proximity and analyst coverage decisions: evidence from IPOs. *Journal of Accounting and Economics*, 59, 41–59.

- Rogers, J. L., & Van Buskirk, A. (2013). Bundled forecasts in empirical accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, 55, 43-65.
- Saito, R., Villalobos, S. J. S., & Benetti, C. (2008, out./nov./dez). Qualidade das projeções dos analistas sell-side: evidência empírica do mercado brasileiro. *R. Adm.*, São Paulo, 43(4), 356-369.
- Womack, K.L. (1996). Do brokerage analysts' recommendations have investment value? *Journal of Finance*, 51, 137-167.
- Yezege, A. (2015). Why do analysts revise their stock recommendations after earnings announcements? *Journal of Accounting and Economics*, 59, 163-181, 2015.
- Zhang, Y. (2008, set.). Analyst Responsiveness and the Post-Earnings-Announcement Drift. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 201-215.