

**PREVISÕES DE ANALISTAS EM PERÍODOS DE INSTABILIDADE ECONÔMICA:
A GOVERNANÇA CORPORATIVA IMPORTA?**

LUIA TOMI YANAGUIBASHI LEAL

Mestranda do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis -UFPB

FILIFE COELHO DE LIMA DUARTE

Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis -UFPB

ORLEANS SILVA MARTINS

Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - UFPB

Resumo

O objetivo deste trabalho foi analisar a influência da governança corporativa na acurácia das previsões dos analistas em ambientes de instabilidade econômica nas empresas abertas brasileiras entre 2005 e 2014. Os analistas são importantes agentes informacionais do mercado de capitais, cujas previsões possuem impacto na precificação dos ativos. Para que essas informações sejam de fato relevantes, elas precisam apresentar precisão e acurácia, isto é, que se aproximem ao máximo dos reais. Existem alguns fatores que podem influenciar os níveis desses atributos, como, por exemplo, a instabilidade macroeconômica e o grau de governança corporativa das empresas. A instabilidade atua aumentando os níveis de incerteza e imprecisão das informações, quando, por outro lado, a governança busca acurar as informações divulgadas, tanto em qualidade quanto em quantidade. Para fins deste estudo, a instabilidade macroeconômica foi definida observando a variação do PIB brasileiro, computada como uma variável *dummy* com indicação para períodos de recessão econômicas (i.e. variações negativas); a governança corporativa, de forma similar, com indicação da presença da empresa no índice de Governança Corporativa da Bovespa (IGC); já o desempenho dos analistas foi mensurado pela acurácia das previsões dos resultados. Com uma análise *pooled* por regressão quantílica, a partir de uma amostra composta por 77 empresas que possuíam cobertura dos analistas durante todos os anos analisados, foi possível observar uma relação positiva e significativa entre a governança corporativa e a acurácia das previsões dos analistas, e que em períodos de instabilidade econômica a acurácia dessas previsões é reduzida.

Palavras chave: Previsão de Analista; Governança Corporativa; Instabilidade Econômica.

1 INTRODUÇÃO

Muitos investidores recorrem à ajuda de profissionais especializados para escolher e gerenciar seus investimentos, julgando que eles terão um repertório mais robusto para fazer escolhas ótimas. Esses profissionais do mercado de capitais são os analistas de mercado. Os analistas são intermediários da informação, pois coletam informes públicos e privados de fontes diversas e as utilizam para realizar previsões, avaliar as companhias e fazer recomendações de compras e vendas de ações (Healy & Palepu, 2001; Martinez, 2004).

A *disclosure* das firmas é uma ferramenta importante para o funcionamento eficiente do mercado de capitais, razão pela qual as informações financeiras, econômicas e operacionais são transmitidas aos *stakeholders* para que haja redução da assimetria de informações. Por isso que as corporações se utilizam de comunicações voluntárias, divulgando previsões gerenciais e dos analistas, transmitindo, assim, aos agentes do mercado, projeções e arranjos das decisões tomadas pela gestão da firma (Healy & Palepu, 2001).

Isto posto, surge o papel do intermediário das informações financeiras, os analistas de mercado. Eles se apoderam de todo o corpo informativo sobre a empresa, do setor econômico e do ambiente macroeconômico na qual a firma está inserida para realizar projeções de lucros e de cenários possíveis para a companhia, fornecendo informações úteis sobre recomendações de compra ou de venda de suas ações. Mesmo assim, ainda é possível observar vieses sistemáticos nas previsões desses analistas, problemas oriundos dos conflitos de interesse, diferentes incentivos e ruídos de comunicação que eles enfrentam (Healy & Palepu, 2001).

Os analistas e suas previsões são fontes de informação nos mercados de capitais. As previsões afetam o ambiente de informação e influenciam o nível e a variabilidade de preços dos títulos (Kothari, 2001). Para que os reportes dos analistas sejam relevantes de fato para influenciar a precificação dos ativos, é necessário que se comprove que esses relatórios possuem precisão e acurácia, ou seja, é necessário que os valores previstos estejam próximos aos valores realizados pelas empresas. Isso determinará a acurácia das previsões.

Como base para suas previsões, os analistas requerem informações principalmente das demonstrações financeiras das companhias, de suas práticas de governança corporativa e das conjunturas macroeconômicas do setor e do país. Portanto, para que consigam fazer previsões acuradas, é necessário que esses *inputs* (entradas de informações) também apresentem alta qualidade. Nesse sentido, pode-se verificar que as pesquisas têm buscado identificar a acurácia dos analistas testando seus determinantes, como a qualidade dos *inputs* (Lang & Lundholm, 1996; Eng & Teo, 2000; Hope, 2003; Bhat, Hope, & Kang, 2006; Martinez, 2007; Yu, 2010; Dalmácio, Lopes, Rezende, & Neto, 2013).

Alinhado a isso, Martinez (2004) sugeriu que variações na conjuntura econômica poderiam caracterizar um fator que justificava erros de previsão dos analistas, pois durante períodos de mudança no ambiente macroeconômico as atividades dos analistas se tornam mais difíceis. Joya (2011), complementarmente, afirma que o fator instabilidade afeta negativamente a previsibilidade das variáveis.

Então, para assegurar ao mercado a integridade e a credibilidade das informações financeiras, além de um maior nível de *disclosure* de informações complementares e não obrigatórias pelas empresas, as empresas têm buscado sinalizar aos agentes do mercado que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa.

Com base nesse contexto, e considerando o histórico de retrações do Produto Interno Bruto (PIB) que a economia brasileira apresenta, levanta-se o seguinte questionamento: qual é

a influência da governança corporativa na acurácia das previsões dos analistas em ambientes de instabilidade macroeconômica? Nesse sentido, o objetivo deste trabalho foi analisar a influência da governança corporativa na acurácia das previsões dos analistas em ambientes de instabilidade econômica nas empresas abertas brasileiras entre 2005 e 2014.

As evidências observadas neste estudo apontam para aquela existente na literatura, uma vez que a adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas impactou positivamente a acurácia das previsões dos analistas, enquanto a instabilidade macroeconômica repercutiu de forma negativa nessa acurácia.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Previsão de Analistas

O mercado de capitais é movido a informação, e nesse ambiente, o analista é um importante agente informacional, desempenhando um papel importante na consolidação das informações e das expectativas do mercado. Ainda, tem um papel de monitoramento da qualidade dos lucros, contribuindo com a eficiência informacional dos mercados. Martinez (2004) sugere que o papel dos analistas é o de transferir informações de segmentos mais bem informados para outros menos informados, contribuindo para o nível de eficiência do mercado, uma vez que estão atentos às informações obrigatórias e voluntárias divulgadas pelas empresas, bem como aos indicadores de conjuntura setorial e macroeconômica.

Considerados intermediários financeiros, os analistas são profissionais qualificados que interpretam e produzem informações, utilizando-as para realizar previsões, avaliar as companhias e fazer recomendações de compras ou vendas de ações (Kothari, 2001; Martinez, 2004; Boff, Procianoy & Hoppen, 2006). É perceptível, de acordo com esse conceito, que os analistas produzem valor ao mercado de capitais, propondo aproximar as informações econômicas e financeiras das empresas aos investidores, ao exigirem informações de alta qualidade e repassando-as de acordo com as demandas desses investidores (Moyer *et al.*, 1989; Dechow & Schrand, 2004), e, dessa forma, contribuir na redução dos potenciais problemas de agência (Healy & Palepu, 2001).

A previsão e a projeção de resultados futuros são os papéis mais relevantes dos analistas de mercado de capitais, pois essas previsões são utilizadas como “variável crucial para modelos de avaliações de ações”, pois uma adequada avaliação depende de boas projeções de resultados futuros. Sendo assim, é preciso verificar a veracidade, a confiabilidade e a relevância das informações fornecidas pelos analistas (Dalmácio *et al.*, 2013).

Portanto, o objetivo dos analistas é fornecer a mais acurada previsão, minimizando a média dos erros de previsão absoluta. Com base em Martinez (2004) e Saito, Villalobos e Benetti (2008), o erro é a diferença entre o valor calculado e o valor observado; a acurácia é definida como a medida do quão próximo o valor obtido está do valor verdadeiro, ou o grau de precisão da previsão dos analistas em relação aos lucros das companhias para uma determinada data; e a precisão é a medida da exatidão com a qual o resultado é determinado, ou seja, é a medida de quão reprodutível é o resultado, computado como o distanciamento entre o valor previsto e o realizado, sem levar em consideração o sinal do desvio. Entende-se que a acurácia e a precisão devem ser analisadas de forma simultânea, pois de nada adianta um resultado preciso, no entanto, não acurado; ou vice-versa.

Para que os analistas construam suas previsões, as informações requeridas são basicamente as demonstrações financeiras das empresas, sua estrutura de governança corporativa e, segundo Chen, Chen e Wei (2009), as condições macroeconômicas do ambiente

em que se encontra a companhia, que são um fator não-diversificável. Quanto a essas condições macroeconômicas, Martinez (2004) sugere que as expansões ou recessões econômicas podem caracterizar um fator que justifica erros de previsão dos analistas, pois durante períodos de mudança no ambiente macroeconômico as atividades dos analistas se tornam mais difíceis, com os erros de previsão tendendo a serem menores em períodos de crescimento econômico. Esse autor utilizou como *proxy* para crescimento econômico a variação o PIB. A partir do cálculo das correlações não paramétricas de Kendall e Spearman, entre as alterações percentuais do PIB e o desempenho das previsões dos analistas, foi encontrado uma pequena correlação negativa e significativa. Sendo assim, entendeu-se que quando há aumento no PIB, os analistas são mais otimistas e tendem a ser mais acurados em suas previsões.

2.2 Instabilidade Macroeconômica

A estabilidade macroeconômica pode ser entendida como uma situação onde as relações econômicas, assim como o crescimento nos níveis das variáveis macroeconômicas, estão balanceadas e são sustentáveis. Além disso, ela apresenta características como baixa variabilidade nas variáveis macroeconômicas e falta de um consenso sobre a incerteza acerca do ambiente macroeconômico (Joya, 2011).

Sendo assim, pode-se observar que efeitos adversos de ordens macroeconômicas levam a, implicitamente, pensar em instabilidade (Azan, 2011). Segundo Canuto e Laplane (1995), entre os economistas há duas linhas básicas de interpretação da instabilidade macroeconômica. De um lado, há aqueles que enfatizam o escopo ampliado das atividades especulativas e a submissão dos instrumentos de política econômica à operação livre dos mercados financeiros; de outro, argumenta-se que a turbulência corresponde a uma transição de aprendizado, ou, ainda, que ela se origina de orientações equivocadas de política econômica, nada havendo de intrinsecamente instável nas finanças globais.

O conceito de instabilidade macroeconômica é utilizado largamente pela literatura, contudo, nunca fora conceituada de forma concisa. Destarte, Azan (2011) aborda a questão da associação entre a instabilidade macroeconômica e a alta inflação, a moeda superavaliada, a instabilidade da taxa de câmbio, o déficit na balança comercial e o déficit fiscal. Entretanto, Joya (2011) aponta que há diferenças pelo fato de que a instabilidade trata de fenômenos relacionados a decréscimo de previsibilidade nas variáveis macroeconômicas, sob termos mais gerais, principalmente quando se observa a insustentabilidade nas condições macroeconômicas, como crescimento baixo e insustentável, alta inflação, altas taxas de desemprego e déficit fiscal.

Já a volatilidade macroeconômica se refere a flutuações e imprevisibilidade nessas variáveis, que são associadas às condições de elevadas variações macroeconômicas. O conceito de volatilidade macroeconômica não está atrelado à ocorrência necessária de crises econômicas. Mesmo a volatilidade estando presente em períodos de crise nos países desenvolvidos, não é um fenômeno endêmico nos países em desenvolvimento (Malik & Temple, 2009; Joya, 2011). Um exemplo sobre essa distinção foi descrito por Joya (2011), quando o autor observa que um país sofrendo de instabilidade, mas não de volatilidade macroeconômica, apresenta baixo crescimento econômico, alta inflação e grande déficit; entretanto, apresenta taxas em níveis estáveis e não voláteis nas variáveis descritas. Portanto, é preciso considerar as condições sob um horizonte temporal, para que a distinção seja clara.

Com base no exposto, tem-se que a instabilidade cambial-financeira pode, em princípio, afetar a dinâmica econômica por várias vias, como, por exemplo, mudanças no custo/disponibilidade de crédito e comprometimento da sustentabilidade das posições patrimoniais das empresas, tendo em vista que em situações macroeconômicas adversas, pode-se observar uma maior quantidade de empresas em *distress* financeiro (Minsky, 1986, 1991; Bhattacharjee, Higson, Holly, & Kattuman, 2009). Isto é, pode-se inferir que as empresas de fato são influenciadas pelas condições econômicas do mercado em que atuam, seja em termos puramente operacionais, seja no sentido do teor e da qualidade das informações divulgadas. São situações que de certo modo imprimem incertezas aos tomadores de decisão, haja vista que as informações disponíveis tendem a ser mais imprecisas, ou variarem por fatos não controláveis. Nesse contexto, espera-se que as práticas de governança corporativa minimizem esses efeitos.

2.3 Governança Corporativa

Para assegurar ao mercado a integridade e a credibilidade das informações financeiras, além de um maior nível de *disclosure* de informações complementares e não obrigatórias, as empresas buscam sinalizar que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa.

Entende-se por governança corporativa um conjunto de mecanismos que visam proteger os investidores da expropriação de seus recursos por parte de *insiders*. (La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000). A expropriação é explicada com base nos conflitos de agência, onde os majoritários ou gestores tendem a expropriar os recursos dos acionistas minoritários, respectivamente, por terem acesso a mais informações, ou de forma mais tempestiva, bem como estarem a cargo de gerir seus recursos (La Porta *et al.*, 2000). Brandão e Crisóstomo (2015) adicionam ainda que esses mecanismos também buscam contribuir com a redução dos conflitos e custos residuais decorrentes de agentes imperfeitos e contratos incompletos.

Nesse contexto, os mecanismos e instrumentos de governança corporativa foram criados para mitigar os efeitos dos problemas de agência. A consequência disso é a elevação dos incentivos aos gestores para que eles apresentem maiores e melhores níveis de *disclosure*. A qualidade está relacionada à credibilidade, ou seja, a objetividade e a fidedignidade das informações reportadas. Quanto mais transparente é o ambiente informacional, em que as informações sejam comunicadas de forma fluente, maiores são as possibilidades de otimização das alocações do capital (Healy & Palepu, 2001). Como consequência, a governança corporativa caracteriza-se como um importante fator para a tomada de decisões sobre investimentos, pois a sua contribuição ao nível de *disclosure* proporciona um maior grau de confiabilidade à informação, cuja evidenciação tende a ser mais clara, completa e objetiva, além de reduzir os custos de capital, maximizar o valor de mercado da empresa ao acionista e reduzir o risco associado ao controle de informação.

No Brasil, evidências nesse sentido foram observadas por Black, Carvalho e Gorga (2012), Lima e Sanvicente (2013) e Black, Carvalho e Sampaio (2014), em que a adoção de práticas de governança apresentaram efeitos positivos sobre tais variáveis. Complementarmente, para os analistas a quantidade e a qualidade das informações disponibilizadas está associada com um maior nível de monitoramento da empresa por parte dos analistas, menor dispersão nas projeções e menor volatilidade na revisão de estimativas, logo, maior acurácia das previsões, haja vista que elas pressupõem a redução das incertezas acerca de performances futuras, menores níveis de revisões das previsões e menores dispersões

entre os analistas (Lang & Lundholm, 1993; Healy & Palepu, 2001; Bhat *et al.*, 2006; Malacrida & Yamamoto, 2006; Yu, 2010; Dalmácio *et al.*, 2013).

2.4 Evidências empíricas

A pesquisa de Lang e Lundholm (1996) constatou a associação de que firmas com mais *disclosure* apresentavam maior acurácia nas previsões dos analistas e menor volatilidade nas revisões das previsões. Em consonância, Eng e Teo (2000) relataram que em Cingapura o nível de *disclosure* anual está relacionado positivamente com a acurácia das previsões dos analistas. Resultado semelhante foi encontrado na pesquisa de Hope (2003).

Bhat *et al.* (2006) analisaram que a transparência da governança corporativa em 21 países, entre os anos 1992 e 2002, favoreceu o incremento da acurácia das previsões dos analistas financeiros. Os achados, mesmo após controle por tamanho da firma, *enforcement*, volatilidade dos lucros e presença de prejuízo, apresentou uma relação significativa e positiva entre a transparência da governança e a acurácia das previsões dos analistas.

Com o propósito de examinar os determinantes da acurácia das previsões dos analistas individualmente, Martinez (2007) deu ênfase à experiência do analista, tempo entre a data da previsão e a do anúncio do resultado, a complexidade do portfólio e a corretora na qual o analista exerce sua função. Ele utilizou dados da base I/B/E/S durante os anos 1995 a 2002 para as companhias brasileiras. Os resultados apontaram que quanto maior a experiência geral do analista, menor foi a acurácia; no que diz respeito à complexidade do portfólio, ela não foi significativa, dessa forma não influenciou a acurácia. Quanto à corretora na qual o analista trabalhava, quanto maior ela foi, mais acurada se tornou a previsão e a variável que melhor determinou a acurácia foi a idade da previsão. Sendo assim, quanto menor o distanciamento entre a data da previsão do anúncio do resultado, maior foi a acurácia.

A pesquisa realizada por Yu (2010) utilizou uma amostra com 1.228 companhias de 36 países e controlou as diferenças através do nível da firma e dos países. Constatou-se que a acurácia da previsão dos analistas se relacionou positivamente e a dispersão negativamente com a quantidade de *disclosure* da governança. Os indícios corroboraram para o entendimento de que quanto mais informações de governança são reportadas, maior a quantidade de analistas que seguirão a companhia.

Analisando a relevância da informação contábil em períodos de crises econômicas no Brasil, Costa, Reis e Teixeira (2012) destacaram a confirmação da hipótese de pesquisa na qual estabelecia que as crises econômicas impactavam negativamente a relevância do lucro contábil, e positivamente o patrimônio líquido. Isso se deve ao fato de que períodos de instabilidade reduziram a utilidade das projeções dos fluxos de caixa futuros. Em compensação, a atenção ao patrimônio líquido se asseverou, além do mais, o nível de conservadorismo contábil se elevou em tempos de crises macroeconômicas.

Foi observado por Dalmácio *et al.* (2013) a existência de indícios de que a adoção de práticas de governança corporativa pode influenciar positivamente a acurácia das previsões dos analistas no mercado brasileiro. Foram utilizadas 105 empresas de capital aberto negociadas na BM&FBovespa durante os anos de 2000 e 2008. Os autores supracitados constataram que empresas enquadradas no Novo Mercado demonstravam previsões mais acuradas, e de modo contrário, empresas maiores e com prejuízos apresentavam previsões menos acuradas. Uma das explicações dos achados pelos autores acima citados é de que a governança corporativa melhora a qualidade dos lucros divulgados e isso conduz a melhores previsões, uma vez que os resultados são melhores representações de desempenho das firmas.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra

A amostra da pesquisa consistiu em 77 empresas de capital aberto que negociaram ações na BM&FBovespa e que possuíam cobertura dos analistas durante todos os anos de 2005 a 2014. Os dados foram coletados da base de dados da *Thomson Reuters*®.

3.2 Acurácia das Previsões, Determinantes e Modelo Econométrico

A medida necessária para computar o desempenho dos analistas foi o erro de previsão, que foi calculado como a diferença absoluta entre o resultado previsto pelos consensos dos analistas (expresso como lucro por ação) e o resultado realizado (lucro por ação) deflacionado pelo preço da ação no período anterior, ou seja, no ano $t-1$, tudo multiplicado por (-1) . A equação (1) descreve o compute do acurácia das previsões (Dalmácio *et al.*, 2013).

$$Acurácia_t = (-1) \frac{|LPA_{previsto} - LPA_{real}|}{P_{i,t-1}} \quad (1)$$

Em que,

$Acurácia_t$ é a acurácia da previsão do consenso dos analistas para o ano t ;

$LPA_{previsto}$ é o consenso médio do lucro por ação, que diz respeito à predição pelo consenso dos analistas feita no ano anterior $t-1$ para o ano t ;

LPA_{real} é o lucro por ação realizado das companhias para o ano t ;

$P_{i,t-1}$ é o preço da ação no ano anterior ($t-1$).

A acurácia calculada foi fundamentada no trabalho de Dalmácio *et al.* (2013), cuja metodologia aplicada tem base na literatura internacional, conforme Lang e Lundholm (1996), Duru e Reeb (2002), Bhat *et al.* (2006) e Byard, Li e Weintrop (2006). Dessa forma, a variável Acurácia é interpretada da seguinte forma: quanto maior o seu valor, maior a acurácia e, quando uma variável independente se relacionar negativamente com a Acurácia, é porque ela sinaliza previsões menos acuradas.

As variáveis independentes do modelo econométrico utilizado nesta pesquisa compreendem tanto os determinantes da acurácia das previsões dos analistas como as variáveis de controle. As variáveis explicativas que impactam a acurácia das previsões utilizadas neste trabalho são governança corporativa, representada pela presença da firma nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, sendo que se espera que a empresa apresente maior acurácia quando estiver listada em um desses segmentos de governança (Martinez, 2007; Dalmácio *et al.*, 2013); a situação econômica, representada pela instabilidade macroeconômica no Brasil medida pela variação do PIB, sendo que se espera que haja maior acurácia quando a situação econômica é favorável e mais estável (i.e. crescimento econômico) (Martinez, 2004).

O modelo aplicado para investigar a relação da governança corporativa e da situação econômica do Brasil com a acurácia das previsões foi estimado em dados em painel expresso na equação (2), contendo as empresas de capital aberto brasileiras que negociam ações na BM&FBovespa durante os anos de 2005 e 2014 e que foram acompanhadas por analistas.

$$\begin{aligned}
 \text{Acurácia}_{i,t} = & \beta + \beta_1 GC_{i,t} + \beta_2 INSTA_{i,t} + \beta_3 RET_{i,t} + \beta_4 VOL_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \\
 & \beta_6 INSTA * GC_{i,t} + \beta_7 INSTA * RET_{i,t} + \beta_8 INSTA * VOL_{i,t} + \beta_9 INSTA * TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

Em que,

$GC_{i,t}$ é uma variável *dummy* que assume valor 1 para a presença da firma i no Índice de Governança Corporativa (IGC) da BM&FBovespa e 0 para o caso contrário, em cada ano t ;

$INSTA_{i,t}$ significa a presença de instabilidade macroeconômica que foi identificada como uma variável *dummy* que assume valor 1 em períodos de recessão econômica e 0 caso contrário, em cada ano t . A recessão foi computada observando a variação negativa do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro em cada ano t ;

$RET_{i,t}$ representa o retorno da ação da empresa i durante no final do ano t ;

$VOL_{i,t}$ é o desvio padrão do resultado real, computado pelos cinco últimos anos do lucro por ação, escalonado pelo preço da ação da firma i no ano t ;

$TAM_{i,t}$ o logaritmo natural do valor dos ativos da empresa i no ano t ;

É esperado que a volatilidade dos resultados da firma tenha um impacto negativo na acurácia das previsões (Duru & Reeb, 2002; Dalmácio *et al.*, 2013). No que diz respeito ao tamanho da firma, os resultados observados na literatura são contraditórios, pois quanto maior a firma maior o impacto negativo na acurácia nos achados de Dalmácio *et al.* (2013), de modo contrário, foram apontados em Martinez (2004) e Bhat *et al.* (2006).

4 RESULTADOS

Ao todo foram analisadas 77 empresas com ações negociadas na BM&FBovespa entre 2005 e 2014, que possuíam cobertura regular dos analistas financeiros de mercado, em um painel não balanceado, resultando num total de 225 observações. Foi necessário proceder a exclusão de 28 informações que se categorizaram como *outliers*, por afetarem os resultados das estimações. A tabela 1 representa as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nesta pesquisa.

Tabela 1. Estatísticas Descritivas. 2005-2014.

Variáveis	Média	Median a	Máximo	Mínimo	Desvio-p adrão	Assimetri a	Curtose
Acurácia	-0,935	-0,126	0,000	-56,664	4,964	-9,352	95,160
Governança Corporativa	0,826	1,000	1,000	0,000	0,380	-1,719	3,954
Instabilidade	0,281	0,000	1,000	0,000	0,451	0,973	1,947
Retorno	-0,008	-0,178	2,391	-0,881	0,581	1,738	6,814
Volatilidade	0,345	0,136	2,344	0,000	0,501	2,210	7,435
(LN) Tamanho	20,725	20,872	26,786	15,443	2,162	0,059	3,021
INSTA*GC	0,245	0,000	1,000	0,000	0,431	1,182	2,398
INSTA*RET	0,015	0,000	2,391	-0,881	0,429	3,242	17,606
INSTA*VOL	0,088	0,000	2,344	0,000	0,283	4,811	29,957
INSTA*TAM	5,883	0,000	26,730	0,000	9,499	1,023	2,116

Fonte: Dados da Pesquisa.

Observa-se, pelos dados evidenciados na tabela 1, que a variável Acurácia possui um certo distanciamento da média, perante a mediana e, além disso, que existe discrepância entre o que foi previsto pelos analistas e o que foi realizado pelas empresas, dado que a acurácia apresentou uma média menor do que zero. Destaca-se o fato que houve observação com acurácia perfeita, ou seja, de 0, dado que o máximo foi de 0,000, isto é, o previsto foi igual ao realizado para o resultado. As evidências de Dalmácio *et al.* (2013) apontaram para um maior desvio-padrão da acurácia e uma média maior de -4,90 em relação ao desta pesquisa (-0,935).

A variável governança corporativa apresentou uma mediana de 1. Visto que é uma variável binária, pode-se concluir que pelo menos metade das empresas estavam listadas na carteira teórica de governança corporativa do IGC. Por outro lado, a variável instabilidade macroeconômica apresentou mediana 0, de modo que em apenas dois períodos foi verificada instabilidade macroeconômica, nos anos 2009 e 2014, pelo fato que foram períodos em que o Brasil sofreu decrescimentos econômicos, isto é, quando a variação do PIB foi negativa.

A variável RET, que representa o retorno da ação, obteve uma média negativa (-0,008) e próxima de zero, com certo distanciamento da mediana (-0,178), o que indica uma alta variabilidade entre seus valores, fato este que, juntamente com a observação de um valor máximo de 2,391 e um mínimo de -0,881, faz pensar que a maior parte dos dados se alocam em valores negativos, algo que pode impactar as previsões dos analistas, assim como a presença de altas volatilidades nos resultados das companhias. A variável volatilidade apresentou uma média de 0,345, com valor máximo de 2,344, valores inferiores ao da pesquisa de Dalmácio *et al.* (2013), a qual verificou volatilidade média de 13,37 e um máximo de 286,59.

As correlações observadas na tabela 2, entre todas as variáveis estudadas, podem indicar o sentido ou direção em que elas se apresentam conjuntamente. Isso pode indicar relações fracas, médias ou fortes, o que impacta os resultados dos modelos econométricos. Observa-se que a variável Acurácia só expõe relações estatisticamente significativas na correlação de Spearman e com as variáveis GC (fraca e positivamente) e VOL (fraca e negativa). As correlações significativas foram mais presentes nas variáveis com interações com os períodos de instabilidade macroeconômica (INSTA).

Tabela 2. Correlações de Pearson e de Spearman das variáveis utilizadas nos modelos. 2005-2014.

	Acurácia	GC	INSTA	RET	VOL	TAM	INSTA*GC	INSTA*RET	INSTA*VOL	INSTA*TAM
Acurácia	1	0,173** *	-0,007	-0,110	-0,384* **	0,115	0,074	-0,106	-0,025	0,011
GC	0,090	1	0,078	-0,093	-0,033	-0,004	0,262***	-0,092	0,063	0,082
INSTA	-0,005	0,078	1	-0,075	-0,041	0,082	0,912***	-0,327***	0,982***	0,982***
RET	-0,040	-0,126* *	0,066	1	0,021	0,067	-0,117*	0,541***	-0,064	-0,082
VOL	-0,110	0,013	-0,038	0,009	1	-0,009	-0,069	0,129	0,061	-0,034
TAM	-0,001	0,007	0,055	0,054	-0,096	1	0,092	-0,077	0,085	0,182***
INSTA*GC	-0,008	0,262** *	0,912* **	-0,003	-0,057	0,069	1	-0,035	0,417***	0,901***
INSTA*RET	-0,061	-0,092	0,055	0,740** *	0,001	0,017	-0,357***	1	-0,280***	-0,341***
INSTA*VOL	-0,087	-0,006	0,501* **	0,036	0,404** *	0,009	0,884***	0,032	1	0,967***
INSTA*TA	-0,003	0,082	0,992* *	0,067	-0,040	0,123	0,909***	0,058	0,493***	1

M

**

*

Fonte: Dados da Pesquisa. Notas: Em que, GC é governança corporativa, INSTA é instabilidade macroeconômica, RET é retorno da ação, VOL é volatilidade e TAM é tamanho. Os valores que estão abaixo da diagonal principal representadas pelos valores 1 são as correlações de Pearson, já as os valores que estão acima da diagonal são as correlações de Spearman. *** é significante a 1% e * a 10%.

Após as correlações foram realizados os testes de Breusch-Pagan, tanto para o modelo com todas as variáveis que incluem interações entre INSTA e as demais variáveis, como o modelo sem as variáveis de interação, para avaliar qual metodologia para modelagem por regressão seria mais adequada, dados em painel ou dados em *pools*. Dessa forma, o resultado foi favorável, em ambos modelos, para uma aplicação do método *pools*, então foi descartada a aplicação do modelo com dados em painel.

Os resultados dos modelos econométricos estão expostos na tabela 3. Foram aplicadas duas regressões, uma com as variáveis independentes principais do estudo, isto é: governança corporativa (GC) e instabilidade macroeconômica (INSTA); e as variáveis de controle, sendo o retorno (RET), a volatilidade (VOL) e o tamanho (TAM), além das interações com a INSTA (INSTA*RET, INSTA*VOL, INSTA*TAM e INSTA*GC); e outro modelo sem as variáveis de interações com a variável INSTA.

Assim, verificou-se que os modelos de regressão estimados pelo Método dos Quadrados Ordinários (MQO) não foi suficiente para explicar as relações das variáveis independentes com a variável Acurácia das previsões dos analistas, especialmente devido à ruptura de seus pressupostos. Diante disso foi necessário estimar os modelos por regressão Quantílica na mediana, dado que ela se apresenta mais robusta a *outliers*.

Foram aplicados testes de heterocedasticidade em todos os modelos estimados, tanto por MQO, realizando o teste de White (1980), quanto por Quantílica, aplicando o teste de Machado-Santos Silva (2000). No modelo (1), na tabela 3, o teste F não foi significativo, o que acarreta em considerar que todos os coeficientes não são estatisticamente diferentes de zero. Contudo o modelo (2), o qual não possui as variáveis que interagem com INSTA, apresentou um teste F significativo. Entretanto, só apresentou a variável VOL como significante, individualmente, e com sinal negativo, como previsto.

Por outro lado, nos modelos (3), (4) e (5) a variável GC foi significante e positiva, o que condiz com a literatura (Dalmácio *et al.*, 2013), na qual pondera que a presença de práticas de governança corporativa melhora a acurácia das previsões dos analistas, razão pela qual as empresas fornecem informações em maior quantidade e de melhor qualidade, o que facilita e proporciona melhores condições para os analistas. Isso se dá porque a assimetria de informação é reduzida, produzindo um ambiente informacional mais transparente e equitativo para os agentes do mercado.

Tabela 3. Modelos de Regressão de Acurácia de Previsão, Governança e Instabilidade. 2005-2014.

Acurácia	Coeficientes					
	Modelos	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
GC		1,662	1,160	0,101	0,175	0,127
		(0,92)	(0,80)	(2,28)**	(2,98)***	(2,03)**
INSTA		-0,442	-0,155	-0,185	-0,028	-0,075
		(-0,18)	(-0,22)	(-0,62)	(-0,86)	(-2,09)**
RET		0,279	-0,226	-0,064	-0,085	-0,077
		(0,68)	(-0,57)	(-1,68)*	(-1,57)	(-1,39)

Building Knowledge in Accounting

VOL	-0,916 (-2,37)**	-1,115 (-2,18)**	-0,464 (-13,51)***	-0,240 (-2,25)**	-0,442 (-2,47)**
TAM	-0,058 (-0,45)	-0,023 (-0,24)	0,006 (0,75)	0,010 (1,65)*	0,007 (1,18)
INSTA*GC	-2,641 (-1,13)		0,121 (1,31)		
INSTA*RET	-1,068 (-1,26)		-0,016 (-0,31)		
INSTA*VOL	-1,123 (-0,56)		0,477 (6,91)***		0,452 (2,50)**
INSTA*TAM	0,141 (0,81)		-0,000 (-0,02)		
Constante	-0,730 (-0,56)	-0,988 (-0,98)	-0,282 (-1,63)	-0,460 (-3,37)***	-0,323 (-2,43)**
R ²	0,033	0,021	0,008	0,020	0,009
Teste F	1,61	2,45**			

Fonte: Dados da Pesquisa. Notas: Em que, GC é governança corporativa, INSTA é instabilidade macroeconômica, RET é retorno da ação, VOL é volatilidade e TAM é tamanho. O número de observações dos modelos foi de 224. (1) Modelo estimado por MQO com todas variáveis; (2) MQO sem as Interações; (3) Estimado por Regressão Quantílica na mediana com todas as variáveis; (4) Quantílica na mediana sem as variáveis de interação; (5) Estimado por Quantílica na mediana e que obteve o melhor ajustamento. Os valores entre parênteses são as estatísticas *t* dos coeficientes das variáveis e os asteriscos são as significâncias estatísticas representados da seguinte forma: * significante à 10%, ** à 5% e *** à 1%.

A variável INSTA, *proxy* para a instabilidade macroeconômica, só foi significativa estaticamente no modelo (5), estimado por regressão Quantílica na mediana, a qual expos um coeficiente negativo (-0,075), resultado que também se alinha com as pesquisas nesse campo. Deste modo, é possível perceber que períodos de instabilidade na economia gera problemas como a elevação da volatilidade nos lucros, ponderando de forma negativa a previsão dos resultados futuros pelos analistas financeiros.

No tocante à volatilidade dos resultados, cujos coeficientes em todos os modelos foram negativos, o resultado é harmônico ao observado na tabela 3, principalmente no modelo (5), dado que foi o que apresentou melhor ajuste com um coeficiente de -0,442. Essas observações se assemelham com Byard *et al.* (2006) e Bhat *et al.* (2006), e contrariam o que foi documentado por Dalmácio *et al.* (2013). A interpretação que se faz da variável volatilidade (VOL) é que, quanto maior o desvio-padrão dos resultados, menor é a acurácia das previsões dos analistas. O tamanho da empresa (TAM) foi insignificante estatisticamente em todos os modelos, com exceção do (4), assim, essa característica, que costumeiramente é utilizada na literatura para melhorar o ajuste dos modelos, não foi suficiente para afetar a acurácia das previsões dos analistas.

A variável de interação que foi significativa e, portanto, relevante no estudo, foi a INSTA*VOL, esta, que representa a multiplicação da volatilidade dos resultados pela instabilidade econômica. A variável foi significativa estatisticamente a 1% e 5%, respectivamente, nos modelos (3) e (5) com sinais positivos. Isso pode ocorrer pelo fato de que em tempos de instabilidade econômica, o desempenho das firmas tem propensão a ser pior, assim como o do mercado (e.g., Índice Bovespa) tende a retrair. Além do mais, a instabilidade proporciona um comportamento mais cauteloso e pessimista nos analistas, fazendo com que as suas previsões se inclinem para resultados piores ou negativos. Nessa perspectiva, as previsões passam a ser mais acuradas, devido à pré-disposição dos resultados serem piores e, de os

analistas serem pessimistas. Isto é, esta evidência sugere que prever resultados negativos (ou ruins) é mais comum do que resultados positivos (ou bons).

Em vista disso, é perceptível que a adoção de práticas de governança corporativa impacta positivamente a transmissão de informações financeiras, ao ponto de haver efeitos positivos na acurácia das previsões dos analistas e que, quando se observa instabilidade macroeconômica, é possível constatar um choque negativo na acurácia das previsões, razão pela qual as condições de incertezas durante períodos de instabilidade reduzem a qualidade das informações, assim como deve haver maior propensão ao *distress* financeiro.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve por objetivo analisar a influência da governança corporativa na acurácia da previsão dos analistas em ambiente de instabilidade econômica, a partir dos dados de empresas abertas negociadas na BM&FBovespa no período de 2005 a 2014. No que concerne à governança corporativa, foi empregada variável *dummy* com indicação para a presença na carteira teórica do IGC ao final de cada ano. Já para mensurar a instabilidade macroeconômica considerou-se a variação negativa do PIB brasileiro. Assim, houve destaque para os anos de 2009 e 2014, dado que se constatou períodos de decréscimo do PIB.

As evidências apontaram uma relação positiva e significativa entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas, resultado de acordo com o observado em Dalmácio *et al.* (2013) para as empresas presentes no Novo Mercado. Em contrapartida, quando existe instabilidade macroeconômica, a acurácia das previsões dos analistas financeiros de mercado para os resultados das empresas é reduzida, como esperado, mediante a literatura pertinente (Martinez, 2004); podendo ser justificada pela redução da previsibilidade das variáveis que fomentam as previsões dos analistas, tanto em termos de informações macroeconômicas quanto em termos de números contábeis referente as firmas, especificamente (Joya, 2011). Nesse sentido, foi observado por Costa *et al.* (2012) que, ao analisarem a relevância da informação contábil em períodos de crise, notou um decréscimo da utilidade das projeções dos fluxos de caixa e um aumento no conservadorismo contábil, devido aos impactos da instabilidade econômica.

É percebido que em períodos de instabilidade macroeconômica há maior dificuldade em cumprimento de contratos, assim como elevação das taxas de juros e decréscimo dos preços das ações, o que impacta negativamente o mercado de capitais. Observa-se, também, desvalorização da moeda local (Costa *et al.*, 2012). Esses fatos contribuem para maior volatilidade nos resultados das companhias, o que impacta as projeções, dificultando o trabalho dos analistas financeiros. Entretanto, quando a econômica passa por períodos de instabilidade e as companhias apresentam altos níveis de volatilidade dos resultados, evidências demonstram aumento na acurácia das previsões dos analistas, devido ao comportamento mais pessimista e cauteloso desses intermediários financeiros, o que os fazem realizar previsões com tendência mais negativa ou piores.

Diante do exposto, destacam-se as contribuições desta pesquisa sob o aspecto empírico, isto é, a presença de práticas de governança corporativa afeta positivamente nas previsões dos analistas, ajudando a reduzir os efeitos negativos da assimetria informacional, enquanto que a instabilidade econômica fomenta um ambiente mais volátil e de difícil consecução dos contratos, o que contribuir para reduzir a acurácia das previsões dos analistas, uma vez que, estes se utilizam das informações disponíveis pelas companhias para realizar predições, o que reafirma a importância da governança corporativa, sobretudo no ambiente brasileiro atual que

enfrenta períodos de crises econômicas. No tocante a parte metodológica, foi aplicada a regressão quantílica, procedimento metodológico robusto, o qual não apresenta sensibilidade à *outliers* e que fornece mais capacidade explicativa em presença de heterogeneidade, fato apresentado em amostras de dados contábeis e financeiros.

Por fim, ressalta-se que os resultados se restringem à amostra analisada de 77 empresas que negociam ações na BM&FBovespa durante o período descrito, sem a finalidade de serem tomados como respostas definitivas ao problema investigado. Entretanto, é possível perceber a validade dessas evidências, frente à aplicação de uma metodologia robusta e fundamentada numa literatura consolidada, tanto internacionalmente quanto no âmbito nacional. Sugere-se para pesquisas futuras, portanto, a ampliação da amostra que inclua outros países e que expanda o lapso temporal.

REFERÊNCIAS

Bhat, G; Hope, O; & Kang, T. (2006). Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecasts? *Accounting and Finance*, 46, pp.715-732.

Bhattacharjee, A.; Higson, C.; Holly, S.; & Kattuman, P. (2009). Macroeconomic instability and business exit: Determinants of failures and acquisitions of UK firms. *Economica*, 76, pp. 108-131.

Black, B. S.; Carvalho, A. G.; & Gorga, É. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIC countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4), pp. 934-952.

Black, B. S.; Carvalho, A. G.; & Sampaio, J. O. (2014). The Evolution of Corporate Governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20(1), pp. 176-195.

Barth, M.E., & Hutton, A.P. (2004). Analyst Earning Forecast Revision and the Pricing of Accruals. *Review of Accounting Studies*, 9, pp. 59-96.

Boff, L. H.; Procianny, J. L.; & Hoppen, N. (2006). O uso de Informações por Analistas de Investimento na Avaliação de Empresas: à Procura de Padrões. *Revista de Administração Contemporânea*, 10(4), pp. 169-192.

Bowen, R., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Analyst coverage and the cost of raising equity capital: Evidence from underpricing of seasoned equity offerings. *Contemporary Accounting Research*, 25, pp. 657-700.

Brandão, I. F; & Crisóstomo, V. L. (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(3), pp. 438-469.

Byard, D.; Li, Y.; & Weintrop, J. (2006). Corporate governance and the quality of financial analysts' information. *Journal of Accounting and Economics*, 25, pp. 609-625.

- Canuto, O; & Laplane, M.F. (1995). Especulação e instabilidade na globalização financeira. *Economia e Sociedade*, 5, pp.31-60.
- Chen, K.C.W; Chen, Z; & Wei, K.C.J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15, pp. 273-289.
- Costa, F. M.; Reis, D. J. S.; Teixeira, A. M. C. (2012). Implicações de Crises Econômicas na Relevância da Informação Contábil das Empresas Brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 6(2), pp. 141-153.
- Dalmácio, F. Z.; Lopes, A. B.; Rezende, A. J.; & Neto, A. S. (2013). Uma Análise da Relação entre Governança Corporativa e Acurácia das Previsões dos Analistas do Mercado Brasileiro. *Revista de Administração de Mackenzie*, 14(5), pp. 104-139.
- Duru, A.; & Reeb, D. (2002). International diversification and analysts' forecast accuracy and bias. *The Accounting Review*, 77(2), pp. 415-433.
- Eng, L. L.; & Teo, H. K. (2000). The Relation Between Annual Report Disclosures, Analysts' Earnings Forecasts and Analyst Following: Evidence from Singapore. *Pacific Accounting Review*, 11(2), pp. 219-239.
- Healy, P. M.; & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, pp. 405-440.
- Hope, O. K. (2003). Analyst following and the influence of disclosure components, IPOs and ownership concentration. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economic*, 10(2), pp. 117-141.
- Joya, Omar. (2011). *Macroeconomic Instability in Afghanistan: Causes and Solutions*. Master's dissertation in Applied Economics, Development in University of Bourdeaux, France.
- Lang, M., Lins, K., & Miller, D. (2004). Concentrated control, analyst following and valuation: Do analysts matter most when investors are protected least? *Journal of Accounting Research*, 42, pp. 589-622.
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31, pp. 246-271.
- Lang, M. H.; & Lundholm, R. J. (1996). Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *The Accounting Review*, 20(4), pp. 467-492.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F; Shleifer, A; & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.

Lima, B. F.; Sanvicente, A. Z. (2013). Quality of corporate and cost of equity in Brazil. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(1), pp. 72-80.

Machado, J.A.F.; & Santos Silva, J.M.C. (2000). Glejser's Test Revisited," *Journal of Econometrics*, 97, pp. 189-202.

Malacrida, M.J.C.; Yamamoto, M.M. (2006). Governança Corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista de Contabilidade e Finanças*, Edição Comemorativa, pp. 65-79.

Malik, A.; J. & Temple. (2009). "The geography of output volatility." *Journal of Development Economics*, 90(2), pp. 163-178.

Martinez, A. L. (2004). *Analisando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto*. Tese de Doutorado em Administração de Empresas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.

Moyer, R. C.; Chatfield, R. E.; Sisneros, P. M. (1989). Analyst Monitoring Activity: Agency Costs and Information Demands. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24(4), pp. 503-512.

Roulstone, D. (2003). Analyst following and market liquidity. *Contemporary Accounting Research*, 20, pp. 552-578.

Saito, R.; Villalobos, S. J. S.; & Benetti, C. (2008). Qualidade das projeções dos analistas sell-side: evidência empírica do mercado brasileiro. *Revista de Administração da USP*, 43(4), pp. 356-369.

Yu (2010). Analyst forecast properties, analyst following and governance disclosure: A global perspective. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 19, pp. 1-15.

White, H.(1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity". *Econometrica*, 48(4), pp. 817-838.