

A acurácia das previsões de lucro tem relação com os vieses presentes nos relatórios dos analistas? Um estudo no Brasil e EUA

PAOLA GINETI GONÇALVES

Universidade de São Paulo

JULIO CESAR DA SILVA

Universidade de São Paulo

OTAVIO BORTOLUSSI CAZETTA

Universidade de São Paulo

PAULA CAROLINA CIAMPAGLIA NARDI

Universidade de São Paulo

Resumo

Dada a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico e o conceito da racionalidade limitada que se sobrepõe à hipótese de mercado eficiente, esse estudo teve como objetivo analisar se há diferenças na relação entre vieses comportamentais e acurácia da previsão de lucro divulgada por analistas financeiros ao considerar aspectos distintos do ambiente em que as empresas estão inseridas. Portanto, a pesquisa considerou análise de empresas brasileiras e norte-americanas de capital aberto, nos trimestres de 2019, aplicando teste de regressão múltipla em Mínimos Quadrados Ordinários. Os vieses comportamentais foram obtidos por meio de análise de texto dos relatórios dos analistas, via software Diction®. Os resultados indicaram que há diferença na relação entre os vieses e a acurácia dos analistas quando se observa países com características distintas. Para o Brasil, os relatórios dos analistas com viés otimista sinaliza para os investidores menor acurácia na previsão de lucro, enquanto que os relatórios com aspecto de excesso de confiança e comunalidade tiveram relação positiva com acurácia. Representatividade e realismo foram vieses sem significância estatística com acurácia no contexto brasileiro. Por outro lado, nos EUA, os relatórios otimistas estão relacionados com maior acurácia, mas os relatórios com vieses de excesso de confiança, representatividade, realismo e comunalidade apresentam menor acurácia. A pesquisa contribui com a literatura, indicando variáveis que devem ser incorporadas nos modelos de previsão da acurácia dos analistas, e sinaliza aos investidores os vieses dos relatórios que estão relacionados com maior ou menor acurácia, de modo a contribuir com suas decisões de investimento.

Palavras chave: Acurácia dos Analistas, Vieses Comportamentais, Racionalidade Limitada.

1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais promove a oportunidade de empresas se financiarem, seja por meio de venda de ações ou de levantamento de dívida (Perobelli & Famá, 2003). Logo, o *valuation* e a estrutura de capital da empresa terão impacto direto na quantidade de capital que a empresa poderá levantar no mercado (Eckbo, 1986; Mikkelson & Partch, 1986). Ainda, é importante que as empresas busquem o mercado de capitais de forma a encontrar a estrutura de capital ótima. Uma vez encontrada, o investimento realizado pelo capital privado, terá reflexo positivo direto no crescimento do produto interno bruto (PIB) de um país (Ari & Koc, 2020). Em complemento, um mercado de capitais maduro e com maior capitalização e fluxo monetário, está positivamente correlacionado com o crescimento do PIB de um país (Choong, Baharumshah, Yusop & Yusop, 2010).

No entanto, para compreender o bom funcionamento do mercado de capitais, é importante considerar os incentivos dos agentes do mercado sob o contexto da Teoria da Agência. Sob essa teoria, temos a relação entre empresas, como agentes, e investidores, como principais, sendo que tais relações estão pautadas em conflitos de interesse e oportunismo, em que cada parte procura maximizar seus próprios ganhos. Sendo assim, os agentes têm incentivos para agir de acordo com seus interesses e não os do principal, se aproveitando de assimetrias informacionais para tomar decisões que os favorecem em relação ao principal (Jensen & Meckling, 1976). Ressalta-se ainda que, este conflito de interesse está ligado a algumas hipóteses do comportamento humano, como oportunismo (Boehe & Balestro, 2006), aversão ao risco e racionalidade limitada (Eisenhardt, 1989).

Dessa maneira, os conflitos de interesses intensificam o cenário de assimetria informacional em que um participante possui mais ou melhores informações do que o outro envolvido no processo de alocação de recursos (Lai & Lin, 2020). Esse cenário, pode provocar transações desvantajosas, inviabilização de projetos e direcionamento incorreto dos recursos e, conseqüentemente, não gerar o retorno desejado pelo principal (Kudlawicz-Franco, Silva & Bach, 2016).

Nesse contexto, o analista financeiro passa a ter um papel de interlocutor entre empresas e investidores, principalmente no sentido de contribuir para a redução da assimetria de informações que existe entre os participantes do mercado (Lobo, Song & Stanford, 2012), auxiliando na previsão de retornos futuros e a eficiência do mercado (Schipper, 1991; Clement, 1999; Healy & Palepu, 2001).

Com o objetivo de tornar as informações mais equânimes, os analistas capturam, estudam e filtram informações (Silva Filho, Miranda, Lucena & Machado, 2018). Além disso, consolidam essas informações, avaliam o desempenho corrente das empresas e realizam recomendações sobre a compra e venda de ações tendo como base, principalmente, as demonstrações contábeis (Lang & Lundholm, 1996; Martinez, 2004; Boff, Procianoy & Hoppen, 2006). Contudo, apesar de ser a ponte entre empresas e investidores, o analista também está sujeito à assimetria informacional, principalmente quando há gerenciamento de resultado e comportamentos oportunistas para atender as expectativas de mercado (Martins, Paulo & Monte, 2016), uma vez que, ao atendê-las, ele acaba sendo premiado (Brown e Caylor, 2005). Então, compreender a acurácia da previsão de lucro do analista se faz importante para o funcionamento do mercado de capitais.

A previsão de lucro emitida por analistas vem acompanhada de um relatório, os quais trazem informações para os investidores, diferente do que conseguiriam por meio de informações diretamente disponíveis (Martinez, 2006). No entanto, esses relatórios podem conter vieses. Isso ocorre, porque, diferente da hipótese de mercado eficiente (Fama, 1970), há limitações humanas que influenciam na decisão (Simon, 1955). A primeira diz respeito a emoção (Kahneman & Tversky, 1974), como por exemplo o excesso de confiança, que é julgado como o grande erro dos analistas. A segunda é o fato de o indivíduo buscar recursos

simplificadores, como heurísticas, que por meio de experiências passadas ou crenças, se baseiam nos processos decisórios. Portanto, a limitação da racionalidade humana está relacionada aos aspectos humanos comportamentais que envolvem o processo de tomada de decisão (Queiroz, Reis & Rocha, 2016).

Nesse contexto, algumas pesquisas vem sendo desenvolvida relacionando vieses comportamentais com acurácia dos analistas, mais especificamente observando: a) viés de seleção (Baik, 2006; Lim, 2001); b) excesso de confiança (Gervais, Heaton & Odean, 2002; Dittrich, Güth & Maciejovsky, 2005; Hilary & Menzly, 2006; Broihanne, Merli & Roger, 2014; Kafayat, 2014; Lima & Almeida, 2015; Du & Budescu, 2018); c) otimismo (Easterwood & Nutt, 1999; Gervais & Odean, 2001; Gervais et al., 2002; Ciccone, 2003; Martinez, 2007; Corredor, Ferrer & Santamaria, 2014; Kafayat, 2014; Lima & Almeida, 2015; Galanti & Vaubourg, 2017); d) efeito manada (Clement & Tse, 2005; Trueman, 2015); e) learning-by-doing (Mikhail, Walther & Willis, 1997, f) ancoragem (Brown, 2001; Marsden, Veeraraghavan & Ye, 2008; Campbell & Sharpe, 2009; Silva Filho et al., 2018); g) representatividade (Marsden et al., 2008); h) leniência (Amir & Ganzach, 1998; Marsden et al., 2008).

Com base no levantamento da literatura na linha de finanças comportamentais, ficou claro que essa pesquisa no Brasil ainda pode ser trabalhada, principalmente se comparada com o avanço das pesquisas internacionais. Ademais, existem outros vieses comportamentais, como a comunalidade, que ainda pode ser mais trabalhado pelas pesquisas. Também percebeu-se que o foco dos estudos, muitas vezes, estão na determinação de vieses comportamentais observados de modo quantitativo, e não identificado e relacionado diretamente a cada analista.

Nesse sentido, esse estudo propõe estender a pesquisa para além do contexto internacional, avaliando também o Brasil. Isso porque, dado contextos distintos, como as diferenças legais, culturais, econômicas, políticas, de *enforcement* e *accountability* e na dimensão do mercado de capitais (La Porta, Lopez-de-Sinanes, Shleifer & Vishny, 1997, 1998), como ocorre entre Brasil e EUA, se espera que haja *nunces* diferentes para as relações entre os vieses comportamentais presentes nos relatórios dos analistas e a relação com a acurácia dos mesmos. A título de exemplo, temos o *score* definido por Hofstede que categoriza países em aspectos como distribuição de poder, masculinidade, individualismo, etc. Sob esse último aspecto, por exemplo, podemos verificar que Brasil e EUA apresentam *score* bem diferente, e que esse aspecto está relacionado com a ideia de coletivismo, próximo ao conceito do viés de comunalidade, ainda não analisado a luz da acurácia dos analistas.

Assim sendo e, considerando a teoria da racionalidade limitada, que os analistas são sujeitos a vieses comportamentais, dada a importância de seus relatórios e acurácia para o funcionamento do mercado de capitais, e que as percepções dos vieses pode diferenciar diante de distintos aspectos entre os países, esse estudo tem como objetivo responder a seguinte questão de pesquisa: Os vieses comportamentais podem ter relações com a acurácia das previsões de lucro dos analistas de modo diferente entre países?

Espera-se que a pesquisa possa auxiliar a consolidar a importância de se observar vieses comportamentais na determinação da acurácia dos analistas, sinalizando que essas relações pode ser diferentes diante do contexto em que se encontram, o que deve ser levado em consideração pelos investidores, de modo a reduzir incertezas e permitir decisões de investimentos mais eficientes, contribuindo assim para o desenvolvimento do mercado de capitais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O analista financeiro tem condições de ser a ponte entre companhias e os investidores presentes no mercado de capitais, ao traduzir as informações em uma recomendação de

investimento, reduzindo a assimetria informacional entre empresas e investidores (So, 2013) e a possibilidade de *insider trading* (Frankel & Li, 2004). Um dos propósitos desse agente é reunir os dados divulgados pelas companhias, consolidá-los, analisar seu desempenho e indicadores setoriais e macroeconômicos e trazer estimativas mais precisas sobre o fluxo de caixa futuro da companhia, quando esta não faz uma divulgação precisa de alguns itens que podem afetar a companhia no futuro, como os *accruals* (Lobo et al., 2012).

O analista traduz as informações por meio de relatórios, analisando companhias e empresas e emitindo, após uma análise qualitativa e quantitativa, uma recomendação de investimento na forma de preço-alvo, sendo uma referência para os investidores (Paulo, Lima & Lima, 2006). Espera-se, portanto, que, os relatórios tragam conteúdo informacional que subsidie a decisão de alocação de recursos por parte de gestores profissionais e investidores individuais (Lima & Almeida, 2015).

Assim, o relatório do analista e a previsão de lucros são importantes para a decisão de investimento dos participantes do mercado (Harris & Wang, 2019), assentando as expectativas previstas no mercado, a partir dos resultados futuros da empresa. Nesse sentido, Barber, Lehavy, McNichols & Trueman (2001) colocam que os relatórios e as previsões que os acompanha tendem a ocasionar em retorno positivo aos investidores.

Relacionado à literatura de acurácia dos analistas, foi observado que alguns vieses impactam na previsão de lucro dos analistas, como, por exemplo: i) comportamento de manada, em que as previsões tendem a média das previsões de um conjunto de analistas (Trueman, 2015); ii) o otimismo (Easterwood & Nutt, 1999; Lima & Almeida, 2015); iii) o viés de seleção, diretamente ligado ao comportamento de manada, na qual os analistas tendem a não divulgar previsões muito pessimistas (Baik, 2006). E ainda, foram observadas falhas nos relatórios e no comportamento dos analistas financeiros. Por exemplo, foi apontado que o excesso de confiança em suas próprias previsões tem um impacto material nas previsões de lucro dos analistas e por consequência, na sua acurácia (Friesen & Weller, 2006).

Esses possíveis erros ocorrem pois, diferentemente dos pressupostos da hipótese do mercado eficiente de Fama (1970), considera-se cada vez mais o conceito da racionalidade limitada, pois a verdadeira prosperidade da racionalidade humana pode, por causa da psicologia do organismo, na melhor das hipóteses, ser uma aproximação extremamente grosseira e simplificada ao tipo de racionalidade global (Simon, 1955). Ademais, a limitação da racionalidade humana está relacionada aos aspectos humanos comportamentais que envolvem o processo de tomada de decisão (Queiroz et al., 2016).

Então, de acordo com Barberis (2001), o mercado é formado por pessoas que cometem erros de processamento das informações, além de interpretarem informações de acordo com suas crenças e valores, transacionam ativos por inércia, supereagem ou subreagem às notícias e podem encontrar padrões onde não existem. Diante desse cenário de racionalidade limitada fez-se necessário entender como os aspectos comportamentais influenciam as tomadas de decisões, uma vez que os seres humanos possuem aversão a perda e, portanto, o comportamento perante o risco não é consistente (Kahneman & Tversky, 1979).

Em consonância, foi também observado a escrita e facilidade de leitura dos relatórios dos analistas como um aspecto importante para o usuário da informação e que, relatórios mais fáceis de serem analisados aumentam os volumes de negociação e afetam a decisão dos investidores (Franco, Hope, Vyas & Zhou, 2015). Ademais, Loughran & McDonald (2009) colocam que os investidores reagem ao contexto e ao tom das palavras utilizadas nos relatórios, interpretando-as (Wagner & Zeckhauser, 2015).

Arelado a isso, Pêcheux (1990) já considerava que a língua é materialização do ideológico, de modo que o discurso produzido tem relação com o contexto sócio-histórico (Caregnato & Mutti, 2006). Assim, os significados não se retiram da experiência dos indivíduos ou de seus genes, mas sim da história da sua cultura (Shotter, 1989). Como as

peessoas interpretam um mesmo acontecimento de diferentes formas e perspectivas, cada discurso carrega visões alternativas. (Nogueira, 2008). Então, as motivações e vieses dos analistas podem ser diferente pelos aspectos culturais e o efeito dos vieses na acurácia dos analistas também.

A ambientação do indivíduo pode afetar sua capacidade de observar o que está ao seu redor e reagir às mudanças ocorridas no ambiente, de acordo com sua vivência. Isso implica que vieses podem ser diferentes e causar efeitos distintos ao considerar o ambiente em que o indivíduo é colocado. Nesse sentido, Santos (2016) diz que os modelos de gestão se manifestam de diferentes formas, influenciados pelo ambiente em que estão inseridos.

Por exemplo, McDonald et al. (2015) colocam que o realismo, como viés comportamental, é consequência da personalidade e das experiências do personagem. Brah (2006) ressalta que existência de valores e ideias que se originaram da experiência compartilhada de um grupo social. Portanto, quanto maior o grupo social, maior a troca de experiência e valores, logo, maior o aprendizado.

Assim, podemos esperar que, em ambientes mais seguros, com mais acesso a informação, com um mercado de capitais mais consolidado, pode deixar os analistas mais seguros para realizarem suas previsões, o que pode implicar, de modo diferente, no impacto de vieses como otimismo, excesso de confiança e até representatividade. Por outro lado, a estabilidade política, econômica e perspectivas de crescimento pode ocasionar em efeitos distintos em termos de consideração da realidade do ambiente.

Diante desse cenário, a pesquisa propõe a seguinte hipótese:

H1: Os vieses comportamentais tem relação com a acurácia das previsões de lucro dos analista de modo diferente de acordo com o ambiente.

3 METODOLOGIA

3.1. Delimitação e Métodos do estudo

A pesquisa foi desenvolvida considerando as empresas de capital aberto do Brasil e dos EUA. Da amostra inicial foram retiradas as companhias financeiras e aquelas que não apresentavam dados para cálculo das variáveis utilizadas no modelo econométrico. Portanto, a amostra final ficou composta por 94 empresas brasileiras e 964 norte americanas. Como a pesquisa considerou os trimestres de 2019, o banco de dados final ficou composto por 1.026 e 18.120 observações para Brasil e EUA, respectivamente.

Os relatórios dos analistas foram coletados das Thomson One®, que serviram de base para coleta do lucro por ação estimado por cada analista, bem como de outras informações dos analistas. Esses relatórios foram lidos por meio do *software* Diction® para determinação das variáveis comportamentais. Além disso, a base de dados Thomson Reuters® foi utilizada para obtenção das informações necessárias para cálculo das variáveis financeiras.

Inicialmente foi realizada a análise da estatística descritiva dos dados. Depois de observado a não linearidade das variáveis, via teste de Kolmogorov-Smirnov, calculamos a correlação de Spearman. Por fim, analisamos a heterocedasticidade, correlação serial e multicolinearidade, por meio dos testes de White, Shapiro Francia e VIF, respectivamente, para então aplicar o modelo de regressão linear múltipla por Mínimos Quadrados Ordinários.

3.2. Definição das Variáveis e Modelo Econométrico

A acurácia do analista foi determinada conforme Equação 1, seguindo literatura prévia (Coën, Desfleurs & L'Her, 2009; Saito, Villalobos e Benetti, 2008, Dalmácio, Lopes, Rezende & Sarlo Neto, 2013):

$$AC = 1 - \left| \frac{EPS_{real} - EPS_{prev}}{EPS_{real}} \right| \quad (1)$$

Em que:

EPS_{real} = corresponde ao lucro por ação realizado;

EPS_{prev} = corresponde ao lucro por ação previsto, com base no consenso dos analistas (média).

As variáveis de controle definidas com base na literatura prévia (Jacob, Lys & Neale, 1999; Clement, 1999; Hope, 2003 Chiang & Chia, 2005; Clement & Tse 2005; García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2006; Kwag & Small, 2007; Martinez, 2007; Tong, 2007; Behn, Choi & Kang, 2008; Daske, Hail, Leuz, & Verdi, 2008; Ernstberger, Krotter & Stadler, 2008; Kothari, Li, & Short, 2009; Myring & Wrege, 2009; Dhaliwal, Radhakrishnan, & Tsang, 2012; Xie, Zhang & Zhou, 2012; Athavale, Myring, Groeber, 2013; Chang, Hooi, & Wee, 2014; Dalmácio et al., 2013; Ayres, Huang & Myring, 2017). Sendo elas: a) prejuízo (Prej), variável *dummy*, sendo 1 (um) caso a empresa tenha prejuízo, 0 (zero) caso contrário; b) lucratividade (Luc), calculada pela razão entre o Ebitda e o Ativo Total.; c) crescimento (Cresc), medido pela variação da receita de vendas; d) volatilidade (Volat), estimada pelo logaritmo da razão entre o desvio padrão do lucro de cinco trimestres anteriores e o módulo da média de lucros; e) endividamento (Endiv), calculado pela razão entre o total de passivos e o total de ativos; f) desempenho (Roa), estimado pela razão do lucro líquido e o ativo total; g) idade (Idad) é a diferença entre o ano de abertura da empresa e o ano de 2019; h) tamanho do broker (TamBrok), calculado de acordo com o número de empresas seguidas pelo *broker*; i) tempo (Tempo), representa a distância entre a data em que a previsão foi realizada e a data da divulgação do lucro, considerando aqui o final de 2019; j) popularidade da empresa (Popul), calculada pelo número de analistas que seguem a empresa; k) surpresa (Surp), estimada por meio da razão entre a variação do lucro entre dois períodos e o lucro em t-1; l) experiência do analista (ExperAna), calculada pelo volume de previsão do analista em determinada empresa.

Ademais, as variáveis comportamentais (Comp) utilizadas foram, sendo todas obtidas por meio do *software* Diction®: a) otimismo (Otim), que considera os termos positivos, como “orgulho”, “poderoso”, “bem-sucedido”, “sabedoria”, etc., reduzindo termos relacionados à dificuldade, culpa e negação, como: “falência”, “prejudicial”, “desemprego”, etc.; b) excesso de confiança (ExcConf), que considera a linguagem utilizada nos relatórios dos analistas, mais especificamente o uso de termos que indicam confiança, como “sempre”, “totalmente”, “absoluto”, etc., reduzidos os termos de hesitação, como “talvez”, “supostamente”, etc.; c) representatividade (Repres), que considera expressões como “desafiadora”, “dominado”, “motivado”, “influenciar”, etc., reduzindo termos como “examinar”, “razoável”, “indiferente”, etc.; d) realismo (Real), o qual considera termos que descrevem questões tangíveis, imediatas e reconhecíveis que afetam a vida cotidiana das pessoas, como “local”, “município”, “instante”, “obsoleto” etc. e desconsidera outros relacionados ao passado ou abstratas; e) comunalidade (Comum), considerando termos como “padronizado”, “conformidade”, “alinhamento”, “equivalente”, etc. e desconsiderando outros que representam diversidade e exclusão como “inconsistente”, “extremista”, “autosuficiente”, etc.

Portanto, o modelo econométrico utilizado ficou definido conforme Equação 2.

$$AC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \times Comp_{it} + \beta_2 \times Prej_{it} + \beta_3 \times Luc_{it} + \beta_4 \times Cresc_{it} + \beta_5 \times Volat_{it} + \beta_6 \times Endiv_{it} + \beta_7 \times Roa_{it} + \beta_8 \times Idad_{it} + \beta_9 \times TamBrok_{it} + \beta_{10} \times Tempo_{it} + \beta_{11} \times Popul_{it} + \beta_{12} \times Surp_{it} + \beta_{13} \times ExperAna_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 1 traz o resultado da estatística descritiva.

Tabela 1: Estatística Descritiva

Variável	Brasil					EUA				
	Média	Med	DP	Mín	Máx	Média	Med	DP	Mín	Máx
AC	-0,01	0,65	1,58	-9,76	1,00	0,70	0,88	0,49	-3,00	1,00
Otim	48,59	48,62	1,07	37,56	53,50	48,67	48,81	2,38	-16,75	71,47
ExcConf	47,99	50,27	8,55	-3,74	59,95	43,50	46,29	1,07	-16,35	87,50
Repres	49,02	49,43	2,01	30,28	54,03	48,37	48,63	3,20	-3,41	61,34
Real	40,54	40,81	2,02	26,74	60,29	40,55	40,42	9,92	21,86	493,72
Comun	50,78	50,55	1,32	45,74	57,10	50,48	50,23	3,30	26,50	143,50
Prej	0,12	0,00	0,33	0,00	1,00	0,23	0,00	0,42	0,00	1,00
Luc	0,03	0,02	0,02	-0,04	0,09	0,03	0,03	0,04	-0,19	0,13
Cresc	0,14	0,11	0,20	-0,40	0,73	0,05	0,03	0,24	-0,97	1,98
Volat	1,53	1,55	0,65	0,00	2,75	1,71	1,68	0,76	-0,55	3,70
Endiv	0,61	0,64	0,22	0,11	1,46	0,63	0,62	0,25	0,07	1,80
Roa	0,01	0,01	0,02	-0,13	0,10	0,01	0,01	0,05	-0,49	0,27
Idad	57,09	54,00	3,39	9,00	147,00	59,21	43,00	4,23	0,00	227,00
TamBrok	0,42	0,00	0,49	0,00	1,00	0,65	1,00	0,48	0,00	1,00
Tempo	189,21	225,00	1,00	2,00	333,00	187,30	200,00	102,45	0,00	360,00
Popul	6,29	6,00	2,58	1,00	13,00	10,31	10,00	5,49	1,00	31,00
Surp	0,29	0,15	1,84	-4,05	9,66	-0,11	-0,10	1,93	-9,22	9,31
ExpAna	2,98	3,00	1,37	1,00	7,00	3,49	4,00	1,46	1,00	10,00

Observando os valores mínimos e máximos das variáveis para ambos os países, identificamos que os dados possuem variabilidade. Apesar disso, para a maioria das variáveis os resultados da média e mediana estão próximos, indicando que há pouca interferência dos valores extremos. A dispersão dos dados também não é insatisfatória, com destaque para acurácia, volatilidade e surpresa. Os resultados destacam a diferença no valor médio da acurácia dos analistas no Brasil e nos EUA, sendo maior e positiva nesse último.

Em seguida, foi feita análise de correlação das variáveis, cujos resultados estão na Tabela 2. Ressalta-se que, entre as variáveis de controle não foram obtidas correlações altas e significantes, o que foi confirmado com o resultado satisfatório para o teste de multicolinearidade. Portanto, é apresentada a correlação entre as variáveis independentes e a acurácia dos analistas.

Tabela 2: Correlação

		Brasil		EUA	
	AC		AC		AC
Otim	-0,110***	Endiv	-0,168***	Otim	-0,029*
ExcConf	0,011**	Roa	0,160***	ExcConf	0,072***
Repres	-0,053	Idad	-0,069**	Repres	0,015*
Real	-0,016	TamBrok	-0,008	Real	-0,029***
Comun	0,035	Tempo	-0,064*	Comun	-0,033***
Prej	-0,280***	Popul	-0,104***	Prej	-0,304***
Luc	0,094***	Surp	0,220***	Luc	0,320***
Cresc	0,073**	ExpAna	0,02	Cresc	0,081***
Volat	-0,565***			Volat	0,064***

Sendo: ***, ** e *, significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A análise de correlação evidencia que todos os vieses comportamentais tem uma relação com acurácia dos analistas, enquanto que, para o Brasil, a significância ocorreu apenas para otimismo e excesso de confiança. Esse resultado já sugere que pode haver diferenças entre os dois países no que se refere aos vieses comportamentais e a relação com acurácia dos analistas. As variáveis relacionadas ao *broker* e a experiência dos analistas também se destacam na relação com acurácia no contexto norte-americano.

O resultado do endividamento também se destaca pela diferença entre os países, sendo que no Brasil a relação encontrada com acurácia é negativa e nos EUA é positiva. Comparativamente, o Brasil possui maior volume de recurso captado via bancos, se comparado com os EUA, cujo foco é no mercado de capitais. Cabe ressaltar que o volume de empréstimos financeiros está atrelado a maior número de contratos, cláusulas, *covenants*, fatores que devem ser acompanhados pelos analistas, aumentando a complexidade do seu trabalho (Saito et al., 2008).

Outra diferença identificada entre os países é que a relação entre acurácia de empresas e sua idade tende a ser negativa no Brasil, mas positiva nos EUA.

Resultado semelhante é encontrado com a popularidade da empresa, ou seja, no contexto brasileiro a relação entre a acurácia do analista e a popularidade da empresa é negativa, frente ao resultado positivo encontrado para a caso norte-americano.

Por fim, foi aplicado a regressão múltipla por Mínimos Quadrados Ordinários, cujos resultados estão apresentados nas Tabelas 3 e 4, para Brasil e EUA, respectivamente

Tabela 3: Regressão - Brasil

	Otim		ExConf		Repres	
	Coef	t	Coef	t	Coef	t
Otim	-0,255	-3,26***				
ExcConf			0,001	2,56**		
Repres					-0,025	-1,01
Prej	-0,931	-2,80***	-0,891	-2,65***	-0,917	-2,70***
Luc	5,960	1,69*	5,454	1,530	6,176	1,77*
Cresc	0,148	0,800	0,186	1,010	0,191	1,020
Volat	-1,055	-11,39***	-1,032	-11,17***	-1,064	-11,35***
Endiv	-1,470	-4,60***	-1,476	-4,58***	-1,478	-4,56***
Roa	-7,604	-2,73***	-6,731	-2,34**	-7,989	-2,74***
Idad	-0,001	-0,55	-0,001	-0,72	-0,001	-0,62
TamBrok	-0,018	-0,22	-0,044	-0,55	-0,031	-0,38
Tempo	-0,001	-2,07**	-0,001	-2,21**	-0,001	-2,24**
Popul	-0,079	-7,48***	-0,080	-7,54***	-0,080	-7,46***
Surp	0,141	7,43***	0,152	7,24***	0,137	7,41***
ExpAna	-0,003	-0,10	-0,002	-0,06	-0,002	-0,07
Constante	1,509	5,51***	1,318	4,79***	2,665	2,09**
R ²	0,373		0,367		0,365	
F	16,63***		16,09***		15,90***	

Sendo: ***, ** e *, significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela 3 Continuação: Regressão – Brasil

	Real		Comun	
	Coef	t	Coef	t
Real	0,003	1,50		
Comun			0,045	1,86*
Prej	-0,908	-2,68***	-0,880	-2,58***
Luc	5,955	1,71*	6,080	1,75*
Cresc	0,213	1,130	0,186	0,990
Volat	-1,061	-11,42***	-1,060	-11,46***
Endiv	-1,446	-4,59***	-1,474	-4,56***
Roa	-7,734	-2,72***	-7,586	-2,68***
Idad	-0,001	-0,49	-0,001	-0,57
TamBrok	-0,094	-1,02	-0,104	-1,17
Tempo	-0,001	-2,30**	-0,001	-2,09***
Popul	-0,078	-7,36***	-0,079	-7,45***
Surp	0,136	7,51***	0,135	7,29***
ExpAna	-0,003	-0,09	-0,002	-0,05
Constante	1,062	3,70***	-0,875	-0,71
R ²	0,367		0,366	
F	16,01***		16,03***	

Sendo: ***, ** e *, significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela 4: Regressão - EUA

	Otim		ExConf		Repres	
	Coef	t	Coef	t	Coef	t
Otim	0,038	2,94***				
ExcConf			-0,0001	-0,17		
Repres					-0,001	-1,70*
Prej	-0,411	-26,35***	-0,411	-26,33***	-0,411	-26,30***
Luc	0,961	5,05***	0,878	4,60***	0,879	4,60***
Cresc	0,072	3,84***	0,075	3,97***	0,074	3,92***
Volat	-0,022	-4,28***	-0,023	-4,43***	-0,023	-4,42***
Endiv	0,069	4,51***	0,073	4,74***	0,073	4,73***
Roa	-1,026	-4,70***	-0,920	-4,18***	-0,917	-4,17***
Idad	0,001	9,05***	0,001	9,10***	0,001	9,00***
TamBrok	0,049	6,61***	0,049	6,22***	0,050	6,60***
Tempo	-0,0003	-8,22***	-0,0003	-7,79***	-0,0003	-7,81***
Popul	0,013	18,04***	0,013	17,92***	0,013	18,02***
Surp	-0,027	-9,93***	-0,028	-10,26***	-0,028	-10,25***
ExpAna	-0,009	-4,27***	-0,009	-4,00***	-0,009	-4,02***
Constante	0,647	36,53***	0,644	29,51***	0,705	17,23***
R ²	0,163		0,162		0,162	
F	129,72***		130,93***		130,75***	

Sendo: ***, ** e *, significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela 4 Continuação: Regressão – EUA

	Real		Comun	
	Coef	t	Coef	t
Otim				
ExcConf				
Reprsén				
Real	-0,001	-3,51***		
Comun			-0,002	-3,72***
Prej	-0,412	-26,34***	-0,412	-26,35***
Luc	0,874	4,58***	0,872	4,56***
Cresc	0,076	3,99***	0,076	4,01***
Volat	-0,024	4,50***	-0,024	-4,49***
Endiv	0,073	4,74***	0,073	4,75***
Roa	-0,921	-4,19***	-0,921	4,19***
Idad	0,001	9,21***	0,001	9,22***
TamBrok	0,049	6,56***	0,049	6,57***
Tempo	-0,0003	-7,80***	-0,0003	-7,81***
Popul	0,013	18,05***	0,013	18,03***
Surp	-0,029	-10,28***	-0,029	-10,28***
ExpAna	-0,009	-3,98***	-0,009	-3,98***
Constante	0,663	35,70***	0,747	22,58***
R ²	0,162		0,162	
F	130,82***		130,84***	

No geral os resultados confirmam a percepção obtida na correlação, ou seja, de que um maior conjunto de vieses comportamentais está mais relacionado com a acurácia dos analistas norte-americanos. Para os EUA, apenas representatividade não foi estatisticamente significativa, mas, para o Brasil, a representatividade e o realismo. Esse resultado não permite rejeitar a hipótese da pesquisa.

No entanto, no Brasil o excesso de confiança é um viés que está relacionado positivamente com acurácia dos analistas. Esse resultado é contrário ao esperado pela literatura, uma vez que o excesso de confiança está relacionado com o exagero de confiança em habilidades particulares e na probabilidade de resultados favoráveis (Baumeister, Tice & Hutton, 1989), ou ainda com o fato de o analista ignorar sistematicamente as informações disponíveis pela empresa em que está escrevendo sua recomendação (Machado, 2018), o que pode implicar em previsões menos acuradas (Du & Budescu, 2018).

Para os EUA, o viés da representatividade tem relação com a acurácia dos analistas, sendo essa relação negativa. O achado está de acordo com a literatura (Tversky & Kahneman, 1974) que considera que a representatividade é uma heurística que leva a uma série de vieses e implicações teóricas, cujo julgamento pode estar errado ao desconsiderar vários outros fatores. Além disso, Mokoteli, Taffler e Ryan (2006) observaram que há influência da representatividade na acurácia do analista, sendo um dos vieses chave para a explicar do comportamento “irracional” desses participantes do mercado.

Com relação ao realismo, para os EUA, os resultados são contrários ao esperado pela literatura (Piotr & Sina, 2015), uma vez que o realismo ocorre quando há consideração da experiência do indivíduo juntamente com a leitura e apreciação dos eventos que ocorrem no ambiente (McDonald et al., 2015), de modo que poderia se esperar uma relação positiva com acurácia dos analistas.

Também chama atenção o fato de resultados distintos entre os países, como ocorreu para otimismo e comunalidade. A divergência encontrada para otimismo entre os países pode ser entendida pelo ponto de vista das diferenças econômicas e políticas entre Brasil e EUA. Enquanto o Brasil apresenta mercados de capitais, instituições financeiras, ambientes jurídicos, regulatórios e judiciais menos desenvolvidos e sofisticados, bem como ambientes macroeconômicos e políticos menos estáveis (Duran & Stephen, 2020; Hillier & Loncan, 2019), os Estados Unidos tem o mercado de mais eficiente em termos funcionais (Durnev, Mork & Yeung, 2004), o que pode favorecer o uso de viés otimista no momento da previsão de lucro pelos analistas. Ademais, a instabilidade do cenário político-econômico somado ao subdesenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, adere incerteza ao Brasil, o que pode impactar negativamente os retornos das ações (Pastor & Veronesi, 2013), explicando a relação negativa entre acurácia e otimismo para o Brasil.

A respeito do viés da comunalidade, a diferença nos achados pode ser explicada pelas distintas estruturas sociais e culturais entre os dois países, observando-se predominância do individualismo nos Estados Unidos e do coletivismo no Brasil (Ferreira, Assmar & Souto, 2002). Em seu trabalho, Triandis (1990) indica que a complexidade cultural, a ascensão social e a mobilidade social e geográfica têm papel fundamental acerca do individualismo presente em uma sociedade. Quanto mais complexa socialmente, maior a possibilidade de deslocamento do indivíduo, de acordo com as suas necessidades, entre os diversos grupos da estrutura social. Da mesma forma, ao ascender na hierarquia social, menos o indivíduo sente necessidade de grupos e passa a sofrer menor influência dos mesmos conforme aumentam as possibilidades de deslocamento entre grupos de diferentes regiões.

Em culturas individualistas como a norte-americana, os pertencentes tendem a atitudes, crenças e autodefinições idiocêntricas, com distanciamento emocional dos grupos, objetivos pessoais a frente dos objetivos grupais e comportamento regulado por atitudes e análises de custo-benefício (Ferreira et al., 2002). Sydserff e Weetman (2002) sugerem que, em relação aos analistas norte-americanos, existe tendência em enfatizar a identidade do grupo quando há baixo desempenho. Em um cenário contrário, os analistas com bom desempenho, fazem pouco uso de aspectos comuns em sua escrita, movidos pelo desejo de se distinguirem do grupo de pertença e de necessidade de estima (Maslow, 1943), assim como competem pela obtenção de status (Singelis, Triandis, Bhawuk & Gelfand, 1995).

Por sua vez, com menor possibilidade de deslocamento do indivíduo e maior influência dos grupos de pertença sobre eles, a cultura brasileira mostra-se predominantemente coletivista. Dessa forma, existe maior possibilidade de interação entre os analistas, provocando o aprimoramento do ambiente informacional e desenvolvimento de novos aprendizados. Assim, ao considerar o trabalho de colegas, aumenta-se a quantidade de informação reveladas e, portanto, o desempenho do analista financeiro melhora.

Os resultados apontam ainda que os relatórios no Brasil com uma escrita otimista tem relação negativa com a acurácia do analista que emitiu a previsão de lucro nesse relatório. Mas que os relatórios com tendência a excesso de confiança e comunalidade, podem ser observados de maneira positiva pelos investidores para consideração da previsão divulgada pelos analistas. Por outro lado, nos EUA, os relatórios com tendência a uma escrita com excesso de confiança, representatividade, realismo e comunalidade podem sinalizar aos investidores relação com menor acurácia dos analistas, diferentemente do que ocorre com os relatórios com viés otimista.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Visto a importância do papel dos analistas financeiros no que tange a mitigação da assimetria informacional existente no mercado de capitais, esse trabalho teve como objetivo investigar, sob a perspectiva da racionalidade limitada, a relação existente entre a acurácia na

previsão de lucros e a presença vieses comportamentais sob diferentes contextos. Mais propriamente, considerando o Brasil e EUA, com diferenças legais, culturais, econômicas, de desenvolvimento do mercado de capitais e volume de negociação, estabilidade política entre outras.

Os vieses comportamentais utilizados na pesquisa, como o otimismo, excesso de confiança, representatividade, realismo e comunalidade foram obtidos por meio da análise de texto dos relatórios dos analistas.

Os resultados indicaram que os vieses comportamentais tem relação com a acurácia dos analistas e que há diferenças entre os vieses que impactam a acurácia e a relação entre essas variáveis quando consideramos o ambiente distinto entre Brasil e EUA. Isso significa que as pesquisas futuras, ao determinarem modelos de previsão de acurácia dos analistas, devem considerar os vieses comportamentais para calibragem desses modelos, e que as considerações devem ser feitas observando os países que estão utilizando em sua amostra.

O estudo também sinaliza para os investidores que eles podem fazer considerações acerca das previsões de lucros dos analistas, mais propriamente a acurácia dessas previsões, observando características dos relatórios dos analistas. Isso permite menor incerteza nas análises das empresas e nas decisões de investimento, contribuindo para o funcionamento do mercado de capitais. Isso porque, a pesquisa evidenciou, para o Brasil, que os relatórios com escrita que tende ao viés otimista podem divulgar previsões de lucro menos acurada, diferentemente dos relatórios com escrita que utiliza termos de excesso de confiança e comunalidade. Para os EUA, no entanto, os relatórios com escrita otimista tem relação com maior acurácia na previsão de lucro, o que não é verdade quando se encontra os vieses de excesso de confiança, representatividade, realismo e comunalidade.

Diante desses achados, as pesquisas futuras poderiam estender as análises considerando outros países em sua amostra, para melhor mapear a relação entre aspectos de seu ambiente com a relação entre vieses comportamentais e acurácia dos analistas. Além disso, poderiam fazer teses adicionais, considerando outras formas de observação dos vieses comportamentais, afim de corroborar os resultados; ampliar a análise com outros vieses e ainda considerar o sentido do erro da previsão dos analistas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Amir, E., Ganzach, Y. (1998). Overreaction and underreaction in analysts' forecasts. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 37, 333-347. [https://doi.org/10.1016/S0167-2681\(98\)00092-4](https://doi.org/10.1016/S0167-2681(98)00092-4)
- Ari, I., & Koc, M. (2020). Economic growth, public and private investment: A comparative study of china and the united states. *Sustainability*, 12(6). <https://doi.org/10.3390/su12062243>
- Athavale, M., Myring, M., & Groeber, R. (2013). Analyst earnings forecasts in BRIC countries. *Journal of Applied Business and Economics*, 14(5), 71-82.
- Ayres, D., Huang, X. S., & Myring, M. (2017). Fair value accounting and analyst forecast accuracy. *Advances in accounting*, 37 (1), 58-70. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2016.12.004>
- Baik, B. (2006). Self-Selection Bias in Consensus Analysts' Earnings Forecasts. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 35(6), 6-141.

- Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., & Trueman, B. (2001). Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns. *Journal of Finance*, 56(2), 531–563. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00336>
- Barberis, N. (2001). Mercados: O Preço Pode Não Estar Correto. In: Dominando Finanças. Makron Books: São Paulo.
- Baumeister, R. F., Tice, D. M., & Hutton, D. G. (1989). Self-Presentational Motivations and Personality Differences in Self-Esteem. *Journal of Personality*, 57(3), 547–579. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6494.1989.tb02384.x>
- Behn, B. K., Choi, J. H., & Kang, T. (2008). Audit quality and properties of analyst earnings forecasts. *The Accounting Review*, 83(2), 327-349. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.2.327>
- Boehe, D. M., & Balestro, M. V. (2006). A dimensão nacional dos custos de transação: oportunismo e confiança institucional. *REAd*, 12(49), 140-158.
- Boff, L. H., Procianoy, 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), 169-192. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1415-65552006000400009>
- Brah, A. (2006). Diferença, diversidade, diferenciação. *Caderno Pagu*, 26, 329-376. <https://doi.org/10.1590/S0104-83332006000100014>
- Broihanne, M. H., Merli, M., & Roger, P. (2014). Overconfidence, risk perception and the risk-taking behavior of finance professionals. *Finance Research Letters*, 11(2), 64–73. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2013.11.002>
- Brown, L. D. (2001). How Important Is past Analyst Forecast Accuracy? *Financial Analysts Journal*, 57(6), 44-49. <https://doi.org/10.2469/faj.v57.n6.2492>
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2005). A temporal analysis of quarterly earnings thresholds: Propensities and valuation consequences. *Accounting Review*, 80(2), 423–440. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.423>
- Campbell, S. D., & Sharpe, S. A. (2009). Anchoring Bias in Consensus Forecasts and Its Effect on Market Prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 369–390. <https://doi.org/10.1017/S0022109009090127>
- Caregnato, R. C. A., & Mutti, R. (2006). Pesquisa qualitativa: análise de discurso versus análise de conteúdo. *Texto Contexto Enferm*, 15(4), 679-684. <https://doi.org/10.1590/S0104-07072006000400017>
- Chang, M., Hooi, L., & Wee, M. (2014). How does investor relations disclosure affect analysts' forecasts? *Accounting & Finance*, 54(2), 365-391. <http://dx.doi.org/10.1111/acfi.12046>

- Chiang, H., & Chia, F. (2005). Analyst's financial forecast accuracy and corporate transparency. *Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies*, 10(1), 9-14.
- Choong, C. K., Baharumshah, A. Z., Yusop, Z., & Habibullah, M. S. (2010). Private capital flows, stock market and economic growth in developed and developing countries: A comparative analysis. *Japan and the World Economy*, 22(2), 107–117. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2009.07.001>
- Ciccone, S. (2003). Does Analyst Optimism About Future Earnings Distort Stock Prices? *Journal of Behavioral Finance*, 4(2), 59–64. https://doi.org/10.1207/S15427579JPFM0402_02
- Clement, M. B. (1999). Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter? *Journal of Accounting and Economics*, 27(3), 285–303. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00013-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00013-0)
- Clement, M. B., & Tse, S. Y. (2005). Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting. *Journal of Finance*, 60(1), 307–341. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00731.x>
- Coën, A., Desfleurs, A., & L'Her, J. F. (2009). International evidence on the relative importance of the determinants of earnings forecast accuracy. *Journal of Economics and Business*, 61(6), 453-471. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2009.06.004>
- Corredor, P., Ferrer, E., & Santamaria, R. (2014). Is cognitive bias really present in analyst forecasts? The role of investor sentiment. *International Business Review*, 23, 824-837. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.01.001>
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000500005>
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C. & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1085-1142. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00306.x>
- Dhaliwal, D., Radhakrishnan, S., Tsang, A. (2012). Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *The Accounting Review*, 87(3), 723-759. <https://www.jstor.org/stable/23245628>
- Dittrich, D. A. V., Güth, W., & MacIejovsky, B. (2005). Overconfidence in investment decisions: An experimental approach. *European Journal of Finance*, 11(6), 471–491. <https://doi.org/10.1080/1351847042000255643>
- Du, N., & Budescu, D. V. (2018). How (Over) Confident Are Financial Analysts? *Journal of Behavioral Finance*, 19(3), 308-318. <https://doi.org/10.1080/15427560.2018.1405004>

- Duran, M., & Stephen, S.. (2020). Internationalization and the capital structure of firms in emerging markets: Evidence from Latin America before and after the financial crisis. *Research in International Business and Finance*, 54, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101288>
- Durnev, A., Morck, R., & Yeung, B. (2004). Capital Markets and Capital Allocation: Implications for Economies in Transition. *Wiley-Blackwell: Economics of Transition*, 12(4), 593-634. <https://doi.org/10.1111/j.0967-0750.2004.00196.x>
- Easterwood, C., & Nutt, R. (1999). Inefficiency in analysts' earnings forecasts: systematic misreaction or systematic optimism? *Journal of Finance*, 54 (5), 1777–1797. <https://www.jstor.org/stable/222503>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Eckbo, B. E. (1986). Valuation effects of corporate debt offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 119–151. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90052-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90052-8)
- Ernstberger, J., Krotter, S., & Stadler, C. (2008). Analysts Forecast Accuracy in Germany: The Effect of Difference Accounting Principles and Changes of Accounting Principles. *Business Research*, 1, 26-53. <https://doi.org/10.1007/BF03342701>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-471. <https://www.jstor.org/stable/2325486>
- Ferreira, M. C., Assmar, E. M. L., & Souto, S. O. (2002). O individualismo e o coletivismo como indicadores de culturas nacionais: convergências e divergências teórico-metodológicas. *Psicologia em Estudo*, 7(1), 81–89. <https://doi.org/10.1590/S1413-73722002000100011>
- Franco, G., Hope, O. K., Vyas, D., & Zhou, Y. (2015). Analyst report readability. *Contemporary Accounting Research*, 32(1), 76–104. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12062>
- Frankel, R., & Li, X. (2004). Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 229–259. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.09.004>
- Friesen, G., & Weller, P. A. (2006). Quantifying cognitive biases in analyst earnings forecasts. *Journal of Financial Markets*, 9(4), 333–365. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2006.07.001>
- Galanti, S., & Vaubourg, A. G. (2017). Optimism bias in financial analysts' earnings forecasts: Do commissions sharing agreements reduce conflicts of interest? *Economic Modelling*, 67, 325-337. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.02.001>
- García-Meca, E., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2006). Influences on financial analyst forecast errors: A meta-analysis. *International Business Review*, 15, 29-52. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2005.12.003>

- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2002). The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy. *The Wharton School. University of Pennsylvania*, 1-49.
- Gervais, S. & Odean, T. (2001). Learning to Be Overconfident. *The Review of Financial Studies*, 14(1), 1-27. <https://www.jstor.org/stable/2696755>
- Harris, R. D. F., & Wang, P. (2019). Model-based earnings forecasts vs . financial analysts ' earnings forecasts. *The British Accounting Review*, 51(4), 424-437. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2018.10.002>
- 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(1-3), 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Hillier, D., & Loncan, T. (2019). Political uncertainty and Stock returns: Evidence from the Brazilian Political Crisis. *Pacific-Basin Finance Journal*, 54, 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.01.004>
- Hilary, G., & Menzly, L. (2006). Does Past Success Lead Analysts to Become Overconfident? *Management Science*, 52(4), 489-500. <https://www.jstor.org/stable/20110528>
- Hope, O. (2003). Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 235-272. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00102>
- Jacob, J., Lys, T. Z., & Neale, M. A. (1999). Expertise in forecasting performance of security analysts. *Journal of Accounting and Economics*, 28(1), 51-82. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00016-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00016-6)
- Jensen, M.C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kafayat, A. (2014). Interrelationship of biases: effect investment decisions ultimately. *Theoretical and Applied Economics*, 21(6), 85-110.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1974). Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124-31.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Kothari, S.P., Li, X. & Short, J.E. (2009). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: A study using content analysis. *The Accounting Review*, 84(5), 1639-1670. <https://www.jstor.org/stable/27784235>

- Kwag, S. W. & Small, K. (2007). The impact of regulation fair disclosure on earnings management and analyst forecast bias. *Journal of Economics and Finance*, 31(1), 87-98. <https://doi.org/10.1007/BF02751514>
- Kudlawicz-Franco, C., Bach, T. & Silva, E. (2016). Assimetria de informação e desempenho. *Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 15(2), 24-39. <https://doi.org/10.12660/rgplp.v15n2.2016.78404>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150. <https://doi.org/10.2307/2329518>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Lai, H., & Lin, S. (2020). White lie effects of information asymmetry on stock momentum. *Heliyon*, 6(4), 1-8. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2020.e03816>
- Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (1996). Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *The Accounting and Economics*, 42, 439-458. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00106>
- Lim, T. (2001). Rationality and Analysts' Forecast Bias. *The Journal of Finance*, 56(1), 369-385. <http://www.jstor.org/stable/222473>
- Lima, M. P., & Almeida, V. D. S. (2015). Os analistas sell-side fazem boas previsões no Brasil? *Brazilian Review of Finance*, 13(3), 365. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v13n3.2015.35208>
- Lobo, G. J., Song, M., & Stanford, M. (2012). Accruals quality and analyst coverage. *Journal of Banking and Finance*, 36(2), 497-508. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.08.006>
- Loughran, T. I. M., & McDonald, B. (2009). When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks. *Journal of Finance*, 66(1), 35-65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>
- Machado, A. (2018). A influência das heurísticas e vieses nos relatórios de recomendações dos analistas financeiros: um estudo sobre as narrativas dos analistas e a possível reação do mercado acionário. Tese. Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Doutor em Ciências. Ribeirão Preto, SP.
- Maslow, A. H. (1943). A theory of human motivation. *Psychological Review*, 50(4), 370-396. <https://doi.org/10.1037/h0054346>
- Marsden, A., Veeraraghavan, M., & Ye, M. (2008). Heuristics of Representativeness, Anchoring and Adjustment, and Leniency: Impact on Earnings' Forecasts by

- Australian Analysts. *Journal of Finance and Accounting*, 47(2), 83-102. <https://www.jstor.org/stable/40473457>
- Martins, V., Paulo, E., & Monte, P. (2016). the Accounting Earnings Management Exerts Influence on the Forecast Accuracy of Analysts for Brazil? *Revista Universo Contábil*, 55(81), 73–90. <https://doi.org/10.4270/ruc.2016322>
- 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 (Doutorado em Administração de Empresas)–Fundação Getulio Vargas, São Paulo.
- Martinez, A. L. (2006). Como o mercado de capitais brasileiro reage a surpresa nos lucros? *REAd-Revista Eletrônica de Administração*, 12(3), 1-23.
- Martinez, A. L. (2007). Determinantes da Acurácia das Previsões dos Analistas do Mercado de Capitais. *UnB Contábil*, 10(2), 69-96.
- McDonald, P., Ashton, K., Barratt, R., Doyle, S., Imeson, D., Meir, A., & Risser, G. (2015). Clinical realism: a new literary genre and a potential tool for encouraging empathy in medical students. *BMC Medical Education*, 15(1), 112. <https://doi.org/10.1186/s12909-015-0372-8>
- Mikhail, M. B., Walther, B. R., & Willis, R. H. (1997). Do Security Analysts Improve Their Performance with Experience? *Journal of Accounting Research*, 35, 131–157. <https://doi.org/10.2307/2491458>
- Mikkelsen, W. H., & Partch, M. M. (1986). Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 31–60. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90049-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90049-8)
- Mokoteli, T. M., Taffler, R. J., & Ryan, P. (2006) Are analysts biased? An analysis of stock recommendations that perform contrary to expectations. *European Financial Management Symposium*, 20-26. <http://hdl.handle.net/1842/1847>
- Myring, M., & Wrege, W. (2009). Analysts’ earnings forecast accuracy and activity: A time-series analysis. *Journal of Business & Economics Research*, 7(5), 87-96. <https://doi.org/10.19030/jber.v7i5.2295>
- Nogueira, C. (2008). Análise(s) do Discurso: Diferentes Concepções na Prática de Pesquisa em Psicologia. *Psicologia: Teoria e Pesquisa*, 24(2), 235-242. <https://doi.org/10.1590/S0102-37722008000200014>
- Paulo, E., Lima, G., & Lima, I. S. (2006). A influência da cobertura dos analistas financeiros sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. . In VI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, *Anais...*, São Paulo.
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2013) Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520-545. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007>

- Pêcheux, M. (1990). Delimitações, Inversões, Deslocamentos. *Cadernos de Estudos Linguísticos*, 19, 7-24. <https://doi.org/10.20396/cel.v19i0.8636823>
- Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2003). Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 9-35.
- Piotr, T., & Sina, L. (2015). Stock market returns and the content of annual report narratives. *Accounting Forum*, 39(4), 281–294. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2015.09.001>
- Queiroz, A. D. S., Reis, M. O., & Rocha, J. S. (2016). Modelo Decisório no Mercado Financeiro: Um Estudo à Luz da Teoria dos Prospectos e da Racionalidade Limitada. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 19(2), 211-229. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2016v19n2a3
- Saito, R., Villalobos, S. J. S., & Benetti, C. (2008). Qualidade das projeções dos analistas sell-side: evidência empírica do mercado brasileiro. *Revista de Administração*, 43(4), 356-369. <https://doi.org/10.1590/S0080-21072008000400006>.
- Santos, A. B. D. (2016). Academia judicial: uma configuração organizacional resolutive. Dissertação (mestrado profissional) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico. Programa de Pós-Graduação em Administração Universitária, Florianópolis, 2016
- Schipper, K. (1991). Analysts' forecasts. *Accounting Horizons*, 5(4), 105–119
- Shotter, J. (1989). Social accountability and the social construction of 'you'. *Texts of Identity*, <https://doi.org/10.28963/2.1.8>
- Silva Filho, A. C. D. C., Miranda, K. F., Lucena, W. G. L., & Machado, M. R. (2018). Vieses Comportamentais Influenciam as Previsões de Lucros dos Analistas de Mercado? Uma Análise no Mercado de Capitais Brasileiro. In XVIII Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, *Anais...*, São Paulo.
- Simon, H. A. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99-118. <https://doi.org/10.2307/1884852>
- Singelis, T. M., Triandis, H. C., Bhawuk, D., & Gelfand, M.J. (1995). Horizontal and vertical dimensions of individualism and collectivism: A theoretical and measurement refinement. *CrossCultural Research*, 29, 240-275. <https://doi.org/10.1177/106939719502900302>
- So, E. C. (2013). A new approach to predicting analyst forecast errors: Do investors overweight analyst forecasts? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 615–640. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.002>
- Sydserrf, R., & Weetman, P. (2002). Developments in content analysis: a transitivity index and DICTION scores. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(4), 523-545. <https://doi.org/10.1108/09513570210445886>
- Tong, H. (2007). Disclosure standards and market efficiency: Evidence from analysts'

forecasts. *Journal of International Economics*, 72(1), 222-241.
<https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2006.11.004>

- Triandis, H. C. (1990). Aproximaciones teoricas y metodologicas al estudio del individualismo y el coletivismo. *Revista de Psicologia Social y Personalidad*, 6, 29-38.
- Trueman, B. (2015). Analyst Forecasts and Herding Behavior. *The Review of Financial Studies*, 7(1), 97–124. <https://doi.org/10.1093/rfs/7.1.97>
- Tversky, A., & D. Kahneman. (1974). Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185, 1124–1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- Wagner, A. F., & Zeckhauser, R. J. (2015). Tips and Tells from Managers: How Analysts and the Market Read Between the Lines of Conference Calls. *NBER Working Papers* 20991, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Xie, Y., Zhang, Y., & Zhou, J. (2012). National Level, City Level Auditor Industry Specialization and Analyst Forecast Properties. *International Journal of Auditing*, 16(3), 248-267. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2012.00449.x>