

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE MESTRADO ACADÊMICO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

EMANUELLE PRISCILA DE ALMEIDA PEIXOTO

RELEVÂNCIA DAS PREVISÕES DOS ANALISTAS NOS DIFERENTES
AMBIENTES INFORMACIONAIS DOS PAÍSES EMERGENTES

JOÃO PESSOA

2018

EMANUELLE PRISCILA DE ALMEIDA PEIXOTO

**RELEVÂNCIA DAS PREVISÕES DOS ANALISTAS NOS DIFERENTES
AMBIENTES INFORMACIONAIS DOS PAÍSES EMERGENTES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestra em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Orleans Silva Martins

Área de Concentração: Informação Contábil para Usuários Externos

Linha de pesquisa: Informação Contábil para Usuários Externos

JOÃO PESSOA

2018

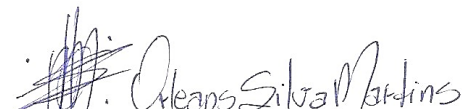
EMANUELLE PRISCILA DE ALMEIDA PEIXOTO

**RELEVÂNCIA DAS PREVISÕES DOS ANALISTAS NOS DIFERENTES
AMBIENTES INFORMACIONAIS DOS PAÍSES EMERGENTES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

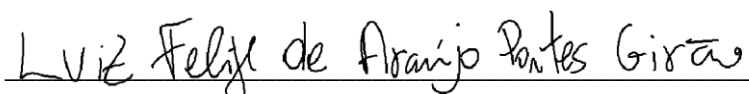
Dissertação defendida em 14 de dezembro de 2018.

Banca Examinadora



Prof. Dr. Orleans Silva Martins

Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis - PPGCC
Universidade Federal da Paraíba
Presidente da Banca



Prof. Dr. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão

Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis - PPGCC
Universidade Federal da Paraíba
Examinador Membro Interno

Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida

Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis – PPGCon
Universidade Federal do Espírito Santo
Examinador Membro Externo

*A Deus, pela força concedida para cumprir essa jornada.
A minha família, pelo apoio e incentivo
essencial para a realização desta conquista.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por me proporcionar a realização de um sonho, que, em Sua infinita misericórdia, me fortaleceu e me cercou de pessoas maravilhosas, sem as quais eu não conseguiria trilhar o caminho que me trouxe até aqui.

A minha família, em especial a minha mãe, por sempre acreditar em mim, obrigada por todo amor incondicional, você é meu porto seguro. Ao meu esposo, pelo apoio e incentivo para realização deste trabalho, e por ter compreendido minhas ausências durante todo esse percurso. Muitas foram as dificuldades, mas juntos superamos. Muito obrigada.

Agradeço ao meu orientador, o professor Orleans Martins, pelas orientações, pela paciência, pelos valiosos ensinamentos e pelo tempo despendido para a elaboração desta pesquisa. Gostaria de dizer o quanto sou grata por ser sua orientanda. Muito obrigada.

Aos professores Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão e José Elias Feres de Almeida, membros da banca, pelos comentários e contribuições valiosas ao trabalho, colaborando em seu aperfeiçoamento. Ao professor Felipe Pontes, um agradecimento especial, pelo seu comprometimento e pelo aprendizado obtido durante meu estágio docência.

A todos os meus professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba, por partilharem comigo seus conhecimentos durante o curso e, aos demais servidores, que tornam possível o funcionamento do PPGCC/UFPB.

Aos colegas da Turma 3 do mestrado, pelo companheirismo demonstrado ao longo do curso, e em especial, aos colegas Kalina Miranda, Ricardo Revorêdo e Talitha Tuane, por compartilharem mais de perto os desafios e alegrias deste caminho. Sem vocês essa jornada seria bem mais difícil.

Finalmente, a todos os demais que contribuíram direta ou indiretamente para a execução deste trabalho. O meu muito obrigada!

RESUMO

A proposta deste estudo foi analisar o *value relevance* da qualidade das previsões dos analistas e das informações contábeis nos diferentes ambientes informacionais dos países emergentes, apoiado em um arcabouço teórico sobre relevância da informação e a sinalização de informações no mercado de capitais. Os dados foram coletados de empresas não financeiras na base de dados *Thomson Reuters Eikon*, cuja amostra foi composta por 7.024 empresas durante o período de 2000 a 2016, totalizando 35.937 observações para todo o período. Os dados foram analisados por meio da técnica da regressão linear, usando estimativa OLS agrupada a nível país, ano e setor. Primeiramente, buscou-se identificar a qualidade das previsões dos analistas - QPA e o ambiente de informação dos países - AIP, ambas formadas por meio de um índice, usando a técnica de Análise dos Componentes Principais – ACP. Posteriormente verificou-se o *value relevance* da qualidade das previsões dos analistas, bem como sua interação com as informações contábeis e com o ambiente de informação dos países para explicar o preço das ações, por meio do modelo proposto por Collins, Maydew e Weiss (1997). Os resultados sugerem que o índice de QPA é relevante nos mercados emergentes, adicionando conteúdo informacional para explicar o preço das ações nesses mercados. Ademais, o estudo também obteve evidências de que, quando associada à qualidade das previsões dos analistas, as informações contábeis apresentam relevância nesses mercados. Nesse ponto, destaca-se uma maior relevância do patrimônio líquido em relação ao lucro por ação, porém, não foi possível encontrar uma relação significativa entre o índice AIP e a qualidade das previsões dos analistas, não confirmando a hipótese 3 de pesquisa, relacionada à qualidade das previsões dos analistas ser positivamente relacionada ao ambiente informacional nos mercados emergentes, apesar do estudo encontrar respaldo sobre a influência positiva do ambiente de informações dos países na acurácia das previsões dos analistas nesses mercados. Ainda, pode-se ratificar a relevância do índice QPA quando associado ao ambiente de informações dos países emergentes para explicar as variações no preço da ação das empresas analisadas. Este estudo apresenta como principal contribuição a evidência de que a qualidade das previsões de lucro dos analistas é *value relevant* no mercados emergentes, especialmente quando considerado aspectos do ambiente informacional dos países e quando associado as informações contábeis. Desse modo, entende-se que as previsões dos analistas, sinalizam informações nos mercado emergentes, auxiliando os investidores na tomada de decisão de investimentos e contribuindo para a eficiência desses mercados.

Palavras-chave: *Value relevance*. Qualidade das Previsões dos Analistas. Ambiente informacional dos Países. Mercados Emergentes.

ABSTRACT

The purpose of this study was to analyze the value relevance of the quality of analysts' forecasts and accounting information in the different information environments of emerging countries, supported by a theoretical framework on information relevance and the signaling of information in the capital market. The data were collected from non-financial companies in the Thomson Reuters Eikon database, which sampled 7,024 companies during the period 2000 to 2016, totaling 35,937 observations for the entire period. The data were analyzed using the linear regression technique, using OLS grouped estimate at country, year and sector level. Firstly, we sought to identify the quality of the analysts' forecasts - QPA and the information environment of the AIP countries, both formed through an index, using the technique of Principal Component Analysis - ACP. Subsequently, it was verified the value relevance of the quality of the analysts' forecasts, as well as their interaction with the accounting information and with the information environment of the countries to explain the stock price, using the model proposed by Collins, Maydew and Weiss (1997). The results suggest that the QPA index is relevant in emerging markets, adding informational content to explain the stock price in these markets. In addition, the study also obtained evidence that, when associated with the quality of analysts' forecasts, accounting information is relevant in these markets. At this point, a greater relevance of equity in relation to earnings per share is highlighted, but it was not possible to find a significant relation between the AIP index and the quality of the analysts' forecasts, not confirming the hypothesis 3 of research, related to the quality of analysts' forecasts is positively related to the information environment in emerging markets, although the study finds support for the positive influence of the information environment of countries on the accuracy of analysts' forecasts in those markets. Also, one can confirm the relevance of the QPA index when associated to the information environment of the emerging countries to explain the variations in the stock price of the analyzed companies. The main contribution of this study is the evidence that the quality of analysts' profit forecasts is value relevant in emerging markets, especially when considered aspects of the informational environment of countries and when associated with accounting information. In this way, it is understood that analysts' forecasts signal information in emerging markets, helping investors to make investment decisions and contributing to the efficiency of these markets.

Keywords: Value relevance. Quality of Analyst's Forecasts. Informational environment of the countries. Emerging Markets.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACP	Análise de Componentes Principais
AIP	Índice do Ambiente de Informações dos Países
AMEX	<i>American Stock Exchange</i>
CMW	Collins, Maydew e Weiss (1997)
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
IRFS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
MSCI	<i>Morgan Stanley Capital International</i>
MSCI EM	<i>Emerging Market Index</i>
NASDAQ	<i>Nasdaq Stock Market</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
QPA	Índice da Qualidade das Previsões dos Analistas
WGI	<i>Worldwide Governance Indicators</i>

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 - Descrição das Variáveis	31
Tabela 1 - Amostra Final – Número de Observações (2000 a 2016)	31
Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis analisadas: 2000-2016	42
Tabela 3 - Autovalor das Componentes Principais: Índice QPA	44
Tabela 4 - Autovalor das Componentes Principais: Índice AIP	45
Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis analisadas por país	48
Tabela 6 - Resultados para a análise do <i>Value Relevance</i> das variáveis que compõem o Índice QPA	50
Tabela 7 - Resultados para análise do <i>Value Relevance</i> do Índice QPA.....	53
Tabela 8 - Resultado para análise do <i>Value Relevance</i> , Índice QPA e Informações Contábeis	54
Tabela 9 - Resultados para análise da Qualidade das Previsões dos Analistas e o Índice AIP	56
Tabela 10 - Resultado para análise do <i>Value Relevance</i> , QPA e AIP	59

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.1 Objetivos	13
1.1.1 Objetivo Geral.....	13
1.1.2 Objetivos Específicos	13
1.2 Justificativas e Contribuições	13
2 REVISÃO DE LITERATURA	16
2.1 Sinalização no Mercado de Capitais e a Qualidade das Previsões dos Analistas	16
2.2 Value Relevance das Informações Contábeis	20
2.3 Ambiente Informacional dos Países	23
2.4 Desenvolvimento das Hipóteses de Pesquisa	27
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	29
3.1 Descrição da Amostra de Pesquisa	30
3.2 Identificação da Qualidade das Previsões dos Analistas	32
3.3 Variáveis do Ambiente Informacional dos Países	36
3.3.1 Normas Internacionais de Contabilidade - IFRS	36
3.3.2 Indicadores de Governança Mundial (WGI)	37
3.4 Definição dos Modelos Empíricos, Métodos e Procedimentos de Análise	38
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	42
4.1 Análise Descritiva e Construção dos Índices QPA e AIP	42
4.2 Análise dos Modelos de Regressão	49
4.2.1 Resultado da Análise do <i>Value Relevance</i> da Qualidade das Previsões dos Analistas	49
4.2.2 Resultado da Análise do <i>Value relevance</i> das Informações Contábeis e da Qualidade das Previsões dos Analistas	53
4.2.3 Resultado da Análise da Qualidade das Previsões dos Analistas e do Ambiente de Informações dos Países	55
4.2.4 Resultado da Análise do <i>Value Relevance</i> da Qualidade das Previsões dos Analistas e do Ambiente de Informações dos Países	57
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	61
REFERÊNCIAS	64

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais é um ambiente movido por informações e, neste ponto, os analistas de mercado cumprem o papel de agentes informacionais. As evidências empíricas encontradas desde os primeiros estudos sobre o assunto indicam que os analistas exercem uma importante função no processo decisório dos gestores e investidores, a medida que analisam as informações contábeis e emitem previsões sobre o desempenho futuro das empresas, recomendando a compra ou a venda de ações (GRIFFIN, 1976; BROWN; ROZEFF, 1978; GIVOLY; LAKONISHOK, 1979; IMHOFF; LOBP, 1984; CLEMENT, 1999).

Ademais, o fornecimento de informações das empresas tem uma função essencial na eficiência dos mercados, uma vez que pesquisas relacionadas ao *value relevance* no mercado de capitais tem como premissa a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), indicando que os mercados de capitais reagem à divulgação de informações, de modo que os dados contábeis possuem a capacidade de alterar os preços das ações, ajustando-os a novas informações disponíveis (BALL; BROWN, 1968; BEAVER, 1968; OHLSON, 1995; COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997; KOTHARI, 2001). Para Fama (1991), no mercado eficiente o preço das ações é ajustado no momento em que as informações relevantes são disponíveis. Desse modo, quando os gestores divulgam informações sobre decisões de investimento, ou financiamento ao mercado, o preço é ajustado, capitalizando o valor associado àquela nova informação (ANTUNES; PROCIANOY, 2003).

Todavia, existem imperfeições no mercado, como a seleção adversa (AKERLOF, 1970) e o risco moral (JENSEN; MECKLING, 1976), advindos da existência de assimetria informacional entre os diversos agentes envolvidos, que acontece em decorrência das falhas de informação entre os agentes no mercado. Logo, quando um agente detém maior nível de informações que outro sobre uma determinada empresa, tal fato pode interferir nas reações do mercado e, conseqüentemente, nos preços das ações (ANTUNES; PROCIANOY, 2003; MARTINEZ; DUMER, 2013).

Nesse contexto, os analistas de mercado desempenham um papel imprescindível no mercado de capitais para a redução de problemas como a assimetria informacional, contribuindo para a eficiência de mercado. Além disso, os analistas agregam valor às empresas com suas previsões de lucros, por apresentarem novas informações sobre a perspectiva futura das empresas (HEALY; PALEPU, 2001; HUANG; BOATENG, 2016).

Dessa forma, quando os participantes do mercado baseiam suas decisões de investimento nas previsões desses analistas, podem levar os preços das ações a apresentarem

uma relação direta com essas previsões, pois há evidências de que as recomendações dos analistas podem ser usadas para prever retorno e desempenho futuros das companhias (MARTINEZ, 2004; DALMÁCIO *et al.*, 2013).

Com base no exposto, para que as informações divulgadas pelos analistas sejam consideradas relevantes no processo decisório e, assim, influenciar as expectativas do mercado, é necessário que estas confirmem o seu nível de qualidade. Isto significa que suas estimativas sejam as mais próximas do valor real reportado pelas empresas, geralmente medidas pela acurácia e pela dispersão das previsões, ou mesmo pelo viés existente (SAITO; VILLALOBOS; GOODMAN *et al.*, 2013; CHEN; XIE; ZHANG, 2017).

Chen, Xie e Zhang (2017) indicam que uma maior qualidade das previsões tende a ter um maior efeito nas visões dos investidores sobre o desempenho futuro da empresa, de modo que previsões mais precisas e menos dispersas aumentam a disposição dos investidores em seguir determinada empresa. Nesse aspecto, a qualidade de uma informação está ligada à capacidade que esta tem de influenciar a tomada de decisão. Alguns estudos que investigam a qualidade da informação buscam verificar se ela possui *value relevance* para o mercado, pois a qualidade das informações está alinhada à percepção de valorização da companhia pelo mercado (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

Nesse entendimento, a divulgação de informações por parte das empresas torna-se relevante para o mercado, pois transmitem sinais aos investidores para que possam decidir onde alocar seus recursos (DALMÁCIO, 2009; FATMA; ABDELWAHED, 2010). Porém, em virtude da falta de habilidade ou conhecimento e à dificuldade de acesso aos recursos, muitos investidores baseiam suas decisões de investimentos nas previsões emitidas por analistas de mercado, julgando que esses terão um maior conhecimento para realizar escolhas ótimas nas decisões de investimento (MARTINEZ, 2004).

Chen, Xie e Zhang (2017), ao verificarem o impacto das previsões dos analistas sobre a eficiência das decisões de investimento, obtiveram resultados consistentes, indicando que além de maior eficiência dos investimentos, quanto melhor o ambiente de informação no qual as empresas estão inseridas, maior é a qualidade (acurácia e/ou dispersão) das previsões dos analistas.

Em relação ao ambiente em que as informações são produzidas, Bhattacharya, Daouk e Welker (2003) e Takamatsu e Fávero (2017) revelam que fatores específicos do ambiente informacional dos país podem influenciar na relevância das demonstrações divulgadas pelas empresas, tais como: padrões contábeis, governança e *enforcement* das instituições,

principalmente, em países emergentes (TAKAMATSU; FÁVERO, 2017). Essas características afetam a percepção dos usuários da informação e, conseqüentemente, afetam o preço das ações no mercado de capitais. Portanto, incertezas no ambiente informacional dos países podem afetar a qualidade das previsões dos analistas (KARAMANOU, 2012; GOODMAN *et al.*, 2013; DALMÁCIO *et al.*, 2013; MARTINEZ; DUMER, 2013). De forma complementar, Huang e Boateng (2016) afirmam que os analistas possuem capacidade para compreender as diferentes escolhas contábeis. Os autores indicam que esses especialistas consideram questões do ambiente informacional dos países nas suas previsões. Nesse aspecto, Karamanou (2012) cita que, em mercados emergentes, a acurácia das previsões dos analistas pode estar associada a características dos ambientes e, dessa forma, podem impactar o retorno das ações.

Apesar da relevância das pesquisas em contabilidade financeira quanto aos modelos de habitualmente utilizados para análise de *value relevance* (OHLSON, 1995; COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997), percebe-se que ainda existe um hiato na literatura sobre essa temática, principalmente no que se diz respeito aos mercados emergentes, confirmando a necessidade de se testar empiricamente a validade desses modelos, incluindo o impacto da qualidade das previsões realizadas pelos analistas e verificando os efeitos do ambiente de informação dos países sobre estas previsões. Alguns estudos, porém, fornecem razões relativas quanto ao impacto das previsões dos analistas no valor da empresa, verificando esse impacto no retorno das ações ou utilizando variáveis como o *Q de Tobin*, especialmente no que tange ao ambiente de informações dos mercados desenvolvidos. Mas no caso dos países emergentes, ainda existe uma escassez de informações, existindo apenas poucos trabalhos como os de Karamanou (2012) e Huang e Boateng (2016).

No entanto, o objetivo principal desses autores consistia apenas em verificar a influência da acurácia e/ou dispersão no valor das empresas, não utilizando-se de modelos de *value relevance*, nem ao menos considerando os aspectos do ambiente informacional desses países nessa relação. Além do mais, existem outras limitações nessas pesquisas, como o fato do estudo ter sido realizado apenas com um pequeno número de países nesses mercados, de modo que estes fatos justificam a relevância do tema e a necessidade de se produzir mais informações sobre a qualidade das previsões dos analistas nesses mercados.

Considerando todos os aspectos até aqui elencados, surge, nesse contexto, a seguinte questão-problema do estudo: **qual é a relevância da qualidade das previsões dos analistas e das informações contábeis nos diferentes ambientes informacionais dos países**

emergentes? Assim, o estudo considerou o consenso das estimativas de lucro dos analistas de mercado, para mensurar a acurácia das previsões dos analistas, sendo essa uma das medidas utilizadas para verificar a qualidade das previsões dos analistas, juntamente com as medidas de dispersão das previsões, número de analistas, número de recomendações dos analistas e a surpresa das previsões de lucro (CHEN; XIE; ZHANG, 2017; MARTINEZ, 2004; 2007; DALMACIO, 2009; BARTOV; GIVOLY; HAYN, 2002).

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo Geral

Analisar o *value relevance* da qualidade das previsões dos analistas e das informações contábeis nos diferentes ambientes informacionais dos países emergentes no período de 2000 a 2016.

1.1.2 Objetivos Específicos

- Identificar a relação entre a qualidade das previsões dos analistas e o valor das empresas;
- Analisar a influência das informações contábeis sobre o *value relevance* da qualidade das previsões dos analistas;
- Identificar a relação entre a qualidade das previsões dos analistas e o ambiente informacional dos países emergentes; e
- Analisar a influência do ambiente informacional no *value relevance* da qualidade das previsões dos analistas e dos números contábeis nos países emergentes.

1.2 Justificativas e Contribuições

Mercados emergentes são caracterizados por graves problemas de assimetria informacional em relação aos países desenvolvidos, apresentando mais problemas em relação à divulgação de informações. Esses mercados são conhecidos pela fraca proteção para os investidores, cujos relatórios financeiros estão sujeitos a um maior grau de manipulações, tendo, portanto, um baixo *enforcement* legal, o que pode fazer com que os investidores necessitem de informações complementares às divulgadas apenas pelas empresas (FATMA; ABDELWAHED, 2010; TAKAMATSU; FÁVERO, 2017).

Os países emergentes, contudo, oferecem ao mesmo tempo mais oportunidades para diversificar investimentos, dada a elevada relação risco/retorno oferecida (KARAMANOU, 2012). Investidores nesses mercados enfrentam maiores custos, além da desvantagem de informações, iliquidez, riscos do mercado e fraca proteção para o investidor, fazendo com que os investidores busquem os serviços de opinião de analistas de mercado para basear suas decisões de investimento (YU, 2011). Nesse sentido, as previsões dos analistas contribuem para a ampliação dos conhecimentos dos investidores, e esse fornecimento de informações tem papel importante na eficiência dos mercados (JENSEN; MECKLING, 1976; YU, 2008; CHUNG; JO, 1996; HEALY; PALEPU, 2001; MARTINEZ, 2004).

Pouco ainda se sabe sobre o ambiente de informações em países emergentes e/ou sobre a qualidade das previsões de lucros dos analistas, com isso, necessitam-se então de pesquisas que busquem verificar os efeitos das previsões nesses mercados, dadas as suas características peculiares, se comparadas com a dos mercados desenvolvidos. Para Karamanou (2012) e Huang e Boateng (2016), apesar dos analistas serem importantes agentes no mercado, seu papel ainda não foi atentamente examinado nesses mercados, o que justifica a presente pesquisa.

O estudo proposto contribui, então, para o entendimento da importância da qualidade das previsões de lucro dos analistas para os investidores nos mercados emergentes, e sua influência no que tange à precificação das ações. Dessa forma, justifica-se que esta pesquisa pode auxiliar na minimização de erros nas decisões de alocação de recursos, por parte dos investidores nesses mercados, pois, quanto menor o erro de uma previsão, mais acurada ela será, o que pode torná-la mais relevante para os investidores (GU; WU, 2003).

Portanto, a divulgação de informações de qualidade pode ter um resultado marginal mais forte na redução da assimetria de informação nos mercados emergentes (FATMA; ABDELWAHED, 2010). Sobre a relevância das informações, Healy e Palepu (2001) indicam que a informação contábil ajuda a reduzir a assimetria de informações quando essa informação fornecida é de boa qualidade. Nesse sentido, uma das medidas utilizadas para verificar a qualidade da informação para o mercado é o *value relevance*. Sobre isso, Francis e Schipper (1999) afirmam que a relevância das informações é uma função dos fatores específicos dos países.

Diante desse contexto, esta pesquisa considera oportuno verificar a relevância da qualidade das previsões dos analistas, bem como ampliar os estudos anteriores, fornecendo resultados empíricos acerca da influência de diferentes fatores dos ambientes informacionais

dos países na qualidade das previsões e quanto à relevância dessa qualidade para os diversos mercados emergentes. Para isso, a relevância da qualidade das previsões dos analistas foi verificada pela metodologia proposta por Collins, Maydew e Weiss (1997).

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Sinalização no Mercado de Capitais e a Qualidade das Previsões dos Analistas

A divulgação de informações serve como sinal para o mercado (MORRIS, 1987). Nesse entendimento, a Teoria da Sinalização estudada por Spence (1973) buscava, inicialmente, explicar problemas de informações no mercado de trabalho. Segundo esse autor, os sinais de mercado são atributos ou atividades de empresas ou indivíduos, que modificam crenças com a transmissão de informações dos agentes. Neste contexto, a teoria busca demonstrar que a assimetria informacional pode ser reduzida com a sinalização de mais informações e que poderia ser aplicada em qualquer mercado com estes problemas (MORRIS, 1987).

A informação assimétrica impede a alocação de recursos de forma eficiente, podendo inviabilizar as transações no mercado de capitais (AKERLOF, 1970). Para o autor, os problemas de informação surgem das diferenças de informação entre os participantes do mercado, de forma que alguns indivíduos dispõem de mais informações do que outros, podendo provocar, assim, rupturas no funcionamento do mercado de capitais. Com isso, mercados com assimetria informacional propiciam um ambiente em que os participantes realizam suas transações sob condições de incerteza (SPENCE, 1973; JENSEN; MECKING, 1976; MORRIS, 1987), pois verificar a qualidade da informação disponível antes de realizar uma negociação é demasiadamente difícil e gera custos para as partes envolvidas (JENSEN; MECKING, 1976).

Existem duas imperfeições denominadas de seleção adversa e risco moral, ambas com problemas ocasionados pela existência de assimetria de informação (JENSEN; MECKING, 1976), uma vez que tanto o risco moral como a seleção adversa resultam da diferença entre a quantidade e a qualidade da informação disponível entre as partes. A seleção adversa é um risco incorrido por investidores em potencial, que não possuem informações suficientes para avaliar se determinada companhia pode ser um bom ou um mau investimento (AKERLOF, 1970). Em relação ao risco moral, tal imperfeição ocorre porque o agente possui mais informações sobre os riscos e retornos potenciais do negócio e pode utilizar-se disso com o objetivo de maximizar sua própria riqueza, ao invés da riqueza dos investidores existentes (JENSEN; MECKLING, 1976).

Dessa maneira, a teoria da sinalização aplicada ao mercado de capitais pode ajudar a entender os motivos que levam as empresas a divulgarem informações privadas ao mercado.

Os sinais emitidos pelas empresas ao mercado de capitais funcionam como mecanismos de diferenciação, que possuem a capacidade de alterar decisões e divulgar informações aos interessados, reduzindo, desse modo, a assimetria informacional (DALMÁCIO; LOPES; REZENDE, 2010).

Spence (1973) explica que o modo pelo qual os demandantes interpretarão os sinais emitidos está ligado à expectativa que eles têm sobre o futuro da companhia no mercado. Assim, as empresas investem em habilidades de comunicação, tendo em vista a eficácia dos sinais emitidos (DALMÁCIO, 2009). Dalmácio (2009) explica que as empresas buscam sinalizar ao mercado informações como mecanismos diferenciados de governança; qualidade informacional em seus relatórios; menor volatilidade das ações; maior monitoramento dos gestores; menor custo de capital; menor incerteza sobre os resultados futuros; e bom desempenho operacional.

Assim sendo, o fornecimento dessas informações pela empresa tem um relevante papel na eficiência dos mercados e, nesse ponto, os analistas de mercado desempenham um importante papel de monitoramento das empresas, participando ativamente do processo de avaliação e disseminação das informações e influenciando de maneira significativa a tomada de decisão de investimento por parte dos investidores (JENSEN; MECKLING, 1976; YU, 2008; HEALY; PALEPU, 2001; MARTINEZ, 2004).

Os analistas de mercado são profissionais especializados que avaliam o desempenho das empresas, baseado nisso, emitem previsões e recomendações de venda, compra ou manutenção de ações das companhias (HEALY; PALEPU, 2001; MARTINEZ, 2004; DALMÁCIO, 2009). Dessa forma, auxiliam os investidores no processo decisório, na alocação eficiente de recursos e no gerenciamento de investimentos (DALMÁCIO, 2009; DALMÁCIO *et al.*, 2013).

Franco (2002) relata que os investidores geralmente buscam recomendações dos analistas, devido ao fato de que, normalmente, não detém uma adequada formação, e, além do mais, os sinais emitidos pelas empresas podem ser de difícil interpretação pelos investidores. Nesse sentido, esses analistas atuam como intermediadores no processo de sinalização do desempenho futuro das empresas (DALMÁCIO *et al.*, 2013), avaliando a capacidade informacional da empresa, dadas as várias combinações de sinais emitidos ao mercado, interpretando e modificando as decisões de investimentos desses investidores (SPENCE, 1973; DALMÁCIO, LOPES; REZENDE, 2010; DALMÁCIO *et al.*, 2013).

Para Dalmácio (2009), existe uma grande literatura nacional e internacional sobre as previsões de lucro desses analistas, indicando que as previsões de lucros fornecem maior precisão, apresentando menor viés do que as previsões baseadas nos preços das ações, fornecendo, desse modo, uma informação mais relevante aos investidores (HEALY; PALEPU, 2001; MARTINEZ, 2004).

Karamanou (2012) realizou um estudo sobre o papel do analista no mercado de capitais e afirma que o mercado tende a confiar nas previsões de lucros dos analistas. Chung e Jo (1996) examinaram a relação entre o monitoramento dos analistas e o valor de mercado das companhias, verificando que o monitoramento dos analistas contribui para a redução de custos de agência, ajudando a motivar os gestores. Os autores ainda indicam que, como intermediadores, os analistas contribuem para ampliar o conhecimento dos investidores.

Piotroski e Roulstone (2004) relatam que, ao investigar a influência das atividades de negócio dos analistas de mercado, investidores institucionais e *insiders* nos preços das ações, estes estão positivamente associados às atividades de previsão de analistas. Martinez (2004) também ressalta a relação das previsões dos analistas com o preço das ações, pois esses profissionais possuem um papel de consolidação das expectativas de mercado, de modo que essas expectativas direcionam os preços (DALMÁCIO, 2009). Huang, Zang e Zheng (2014) demonstram que essas previsões auxiliam os investidores a interpretar os sinais emitidos pelas empresas, cujos relatórios, emitidos pelos analistas de mercado, possuem valor preditivo para o desempenho futuro das empresas.

Moshirian, Ng e Wu (2009) verificaram que os preços reagem fortemente às recomendações dos analistas e que há um viés positivo em suas recomendações nos países emergentes. Ademais, os autores ainda destacam que esses analistas tendem a seguir empresas com alto crescimento e características atraentes.

Bartov, Givoly e Hayn (2002) evidenciam que há uma reação do mercado à previsão dos analistas, visto que as empresas que conseguem atender ou superar as expectativas de lucros previstas pelos analistas tendem a ter um maior desempenho em períodos seguintes, ou seja, o mercado paga um prêmio para companhias que atendem essas expectativas com maior precisão (MARTINEZ, 2004). Ademais, Hope (2003) ao realizar um estudo com 22 países, verificou que, quanto mais acuradas são as previsões dos analistas, maior o nível de divulgação por parte das empresas, sugerindo que as informações contábeis fornecem informações úteis, reduzindo as incertezas e aumentando o nível de acerto na formação de suas previsões de lucros.

Estudos que buscam analisar a qualidade das previsões de lucros dos analistas geralmente tratam de medidas como a acurácia, a dispersão e o viés dessas previsões (SAITO, 2008; GOODMAN *et al.*, 2013; CHEN; XIE; ZHANG, 2017), refletindo, assim, o desempenho das previsões dos analistas (MARTINEZ, 2004; 2007; DALMÁCIO, 2009; DALMÁCIO *et al.*, 2013).

A acurácia verifica a precisão das projeções de lucros dos analistas, buscando identificar o quanto a previsão dos analistas se aproxima do resultado real reportado pela empresa (DALMÁCIO *et al.*, 2013). Para Martinez (2004), quanto mais for acurada uma previsão, menor será o seu viés, que ocorre quando o valor projetado difere do valor efetivo, resultando em uma “surpresa negativa”. Nesse sentido, quando o resultado estimado pelo analista é superior ao reportado pela empresa (GU; WU, 2003; MARTINEZ, 2004; DALMÁCIO *et al.*, 2013), tem-se, portanto, um viés otimista das previsões; caso contrário, quando o resultado projetado pelo analista é inferior ao resultado real da empresa, tem-se o viés pessimista (KOTHARI, 2001). Já a dispersão indica o quão precisas são as estimativas dos analistas (MARTINEZ, 2004).

Assim, o objetivo desses analistas é o de fornecer previsões mais acuradas, minimizando erros. Dessa forma, as demonstrações financeiras das empresas são a base para que os analistas elaborem suas previsões. Chen, Miao e Shevlin (2015) indicam que a qualidade da divulgação nos relatórios anuais das empresas, mensurada pelo nível de detalhamento das informações contábeis, está negativamente associada à dispersão de previsão do analista e positivamente associado à acurácia. Sobre a divulgação de informações, Luo *et al.* (2013) ressaltam que, dentre outros fatores, os analistas incorporam em suas previsões informações de desempenho social corporativo, processo que serve como um caminho informacional que conecta o desempenho social corporativo ao retorno das ações das empresas, mediando essa relação.

Mais recentemente, Peterson, Schmardebeck e Wilks (2015) também indicaram que empresas que sinalizam a consistência das práticas contábeis apresentam persistência e qualidade dos lucros ao longo do tempo. Os autores ainda evidenciam que a maior consistência dos padrões contábeis dessas empresas está associada a menor assimetria de informação e cobertura do analista, cujas previsões devem ser mais acuradas e menos dispersas, oferecendo maiores retornos das ações.

Huang e Boateng (2016) também demonstram evidências de que o valor da empresa, mensurado pelo “Q de Tobin”, está positivamente relacionado à acurácia e negativamente

relacionado à dispersão das previsões de lucros dos analistas, considerando, para tanto, o quadro apresentado no contexto chinês. Desse modo, com base nos estudos apresentados, a qualidade das previsões de lucro dos analistas gera expectativas no mercado, podendo indicar que estas possuem conteúdo informacional privilegiado para o mercado de capitais.

2.2 Value Relevance das Informações Contábeis

Desde a década de 1960, estudos voltados para verificar a relevância dos valores contábeis em relação aos valores de mercado têm sido o foco de diversas pesquisas na área contábil (BROWN; LO; LYS, 1999). Nesses estudos, a relevância das informações contábeis é definida como uma associação estatística de informações financeiras, que definem o preço de mercado das ações, assim, a relevância da informação contábil se dá pela capacidade dos números contábeis em resumir informações implícitas aos preços das ações (FRANCIS; SCHIPPER, 1999).

Os primeiros estudos a demonstrarem empiricamente a relação entre variáveis contábeis com valores de mercado foram os de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), indicando que as informações contábeis são *value relevance* para o mercado de capitais e, portanto, possuem conteúdo informacional para o mercado. Esses estudos têm como premissa a Hipótese de Mercado Eficiente, desenvolvida por Fama (1970).

Segundo o autor, o mercado é eficiente quando reflete totalmente e de forma imediata todos os eventos relevantes divulgados pela empresa, destacando que as informações divulgadas pelas empresas fornecem sinais relevantes no mercado de capitais para a respectiva formação dos preços, os quais refletem as informações de forma imediata, e ajustam-se em função desse conjunto de informações. Assim sendo, as informações relevantes influenciam a percepção dos usuários e, dessa forma, observa-se que essa informação impacta o preço das ações no mercado.

Francis e Shipper (1999), em uma de suas definições sobre *value relevance*, afirmam que a informação contábil é relevante quando é útil para os investidores no procedimento de precificação. Nesse sentido, a informação contábil é relevante quando faz diferença no processo de tomada de decisão, alterando ou confirmando as expectativas dos seus usuários, de forma que esta tenha poder preditivo e/ou confirmatório (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; HØEGH-KROHN; KNIVSFLÅ, 2000).

Estudos anteriores geralmente adotam a temática de *value relevance* a partir da perspectiva do investidor, assumindo o entendimento de que esse agente possui interesse em tais informações, com o objetivo de avaliar empresas e tomar decisões de investimentos (BROWN; LO; LYS, 1999; FRANCIS; SCHIPPER, 1999, MARTINS; MACHADO; CALLADO, 2014). Segundo Dechow, Ge e Schrand (2010), a qualidade das informações divulgadas pelas empresas está alinhada à percepção de valorização da firma. Nesse ponto, várias medidas são utilizadas para medir a qualidade da informação contábil, e dentre estas, faz-se importante verificar o *value relevance* das informações. Inclusive, cabe ressaltar que a relevância das informações contábeis foi abordada amplamente, utilizando-se modelos de avaliação existentes (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

Esses modelos, geralmente, mensuram a relação entre números contábeis e preço das ações pelo coeficiente de determinação (R^2) das regressões, tendo como variável dependente o preço das ações e como variável independente as informações contábeis do lucro e do patrimônio (BROWN; LO; LYS, 1999; OHLSON, 1995; COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997). Dentre os modelos de *value relevance*, destaca-se o desenvolvido por Ohlson (1995), que tem por base os números contábeis, que poderiam explicar o valor de mercado das empresas.

Como informações contábeis, o autor utiliza o patrimônio líquido e o lucro residual, e ainda, uma terceira variável chamada de “outras informações”, que representaria fatores não capturados pela contabilidade, mas que são relevantes para a precificação das ações no mercado. Apesar da validade do referido modelo, este sofreu algumas críticas, especialmente, em relação a sua aplicabilidade e testabilidade empírica, pois Ohlson (1995) não apresenta maiores explicações para o funcionamento do modelo, bem como negligencia a variável “outras informações”, que passa a ser utilizada de forma indutiva (CUPERTINO, 2003). Além disso, de acordo com Cupertino (2003) a omissão das “outras informações” pode diminuir o poder explanatório do modelo.

Collins, Maydew e Weiss (1997) apresentaram um modelo, atualizando a metodologia utilizada por Ohlson (1995). Nesse modelo, desconsideraram-se os lucros residuais e considera-se o lucro contábil do período corrente e o patrimônio contábil, sendo que ambos possuiriam a capacidade de explicar o valor patrimonial das ações. Os autores explicam em seu estudo, cuja ênfase foi dada às empresas listadas na *New York Stock Exchange* (NYSE), *American Stock Exchange* (AMEX) e *Nasdaq Stock Market* (NASDAQ) no período de 1953 a 1993, que o *value relevance* tem aumentado ao longo do tempo. Além disso, destacam maior relevância

do patrimônio líquido em relação ao lucro líquido para prever resultados futuros das empresas. Essa variação, conforme os autores, pode se dar devido aos aumentos na frequência e na magnitude dos itens extraordinários, mudanças no tamanho da firma e a um crescente aumento dos resultados negativos.

Por outro lado, Landsman e Maydew (2002) apontam evidências em relação ao conteúdo informacional dos lucros. Os autores examinaram, nas últimas três décadas, dados de 1.000 empresas dos Estados Unidos, e afirmam que não há evidências de declínio dos anúncios dos lucros para esse período. Os autores ainda sugerem que houve um aumento na informatividade dos lucros ao longo do período e que características específicas das empresas são responsáveis por esse aumento. Em complemento, Collins, Li e Xie (2009) obtiveram resultados empíricos que corroboram com os achados de Landsman e Maydew (2002) sobre o aumento da intensidade dos lucros ao longo do tempo. Os autores afirmam que a divulgação de informações baseadas em *Generally Accepted Accounting Principles* ou Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (GAAP) contribui para o aumento do conteúdo informacional do lucro ao longo do tempo.

Vale ressaltar, ainda, que estudos sobre *value relevance* dos dados contábeis têm sido objeto de uma vasta literatura. Desse modo, outros estudos buscaram verificar o *value relevance* dos vários tipos de informações, incluindo variáveis em modelos de avaliação de empresas para verificar se elas possuem conteúdo informacional para o mercado de capitais (MARTINS; MACHADO; CALLADO, 2014).

Nesse ponto, estudos indicam que as informações contábeis possuem associação com a qualidade das previsões dos analistas (MCEWEN; HUNTON, 1999). Assim, as informações fornecidas pelos analistas de mercado podem ter conteúdo informacional para o mercado de capitais, uma vez que incorporam, além das informações contábeis, outras informações adicionais de mercado para avaliar uma empresa (RAMNATH; ROCK; SHANE, 2008). Nesse entendimento, Ohlson (2001) argumenta que as previsões dos analistas possuem informações que representam a expectativa dos investidores para os resultados futuros da empresa, sugerindo que evidências empíricas apontariam que o consenso dos analistas pode ser uma *proxy* para a expectativa geral de mercado.

Dessa forma, diante das evidências apresentadas anteriormente, as previsões dos analistas, incluindo a acurácia e a dispersão, podem ter relação com os preços das ações. Com base nisso, este estudo buscará incluir a qualidade das previsões de lucros dos analistas no modelo de *value relevance* adotado por Collins, Maydew e Weiss (1997), a ser explicado na

metodologia, objetivando, nesse sentido, verificar o conteúdo informacional da qualidade dessas previsões de lucro nos mercados emergentes. Há, contudo, peculiaridades no ambiente em que as empresas estão inseridas, o que pode impedir a comparação, ou generalização de pesquisas que sejam realizadas em mercados de capitais desenvolvidos em contraposição às observadas em mercados emergentes, gerando impacto na relevância de determinada informação.

Vale ressaltar que as características dos mercados em que as empresas estão inseridas podem impactar tanto a relevância das informações divulgadas pelas empresas (ALI; HWANG, 2000), como as previsões de lucros dos analistas (KARAMANOU, 2012). Assim, na próxima seção, apresentam-se evidências de estudos que descrevem o impacto de diferentes ambientes informacionais nos preços, na acurácia e/ou na dispersão das previsões dos analistas.

2.3 Ambiente Informacional dos Países

Segundo Ramnath, Rock e Shane (2008) e Braga (2016), quando o ambiente em que as empresas competem é considerado eficiente do ponto de vista informacional, o resultado contábil e as informações contábeis ou econômicas podem alterar a percepção do mercado em relação às empresas e, conseqüentemente, os preços das ações. Entretanto, os mercados acionários apresentam diferenças devido às características específicas de cada país, como sua estrutura política e legal.

Esses fatores exercem influência significativa na interpretação e utilização dos dados contábeis pelos participantes desses mercados (BHATTACHARYA; DAOUK; WELKER, 2003). Assim, o ambiente informacional dos países influencia as informações contábeis, produto de um grande número de interações de elementos como os padrões contábeis, *enforcement* das empresas e mecanismos de governança (BHATTACHARYA; DAOUK; WELKER, 2003; TAKAMATSU, FÁVERO, 2017).

Takamatsu (2015) também ressalta que padrões contábeis de alta qualidade trariam maior informatividade dos preços, especialmente, em países onde há ambientes legais mais fortes. Com isso, o autor sugere que a adoção de normas internacionais aumenta a qualidade da informação contábil. Corroborando com o exposto, Takamatsu e Fávero (2017) citam que países emergentes são caracterizados por maiores problemas de assimetria informacional em relação aos países desenvolvidos, provocando uma informação opaca, visto que também possuem baixa proteção dos investidores, podendo resultar em redução da efetividade do

disclosure de informações de alta qualidade e, com isso, influenciar a percepção de seus usuários, devido à propensão de maior grau de manipulações nos relatórios financeiros nesses mercados. Diante de baixo *enforcement* legal, os investidores e demais usuários dessa informação não se apoiariam nessas informações divulgadas pelas empresas (FATMA; ABDELWAHED, 2010; TAKAMATSU; FÁVERO, 2017).

Nesse entendimento, os analistas, como usuários externos das informações contábeis, atuam no sentido de analisar e projetar os resultados futuros para as entidades, além de distribuir informações aos investidores que possibilitem a tomada de decisão de investimentos (MARTINEZ, 2004). Evidências sugerem que fatores específicos de cada país em que as empresas estão inseridas podem impactar a relevância ou a qualidade das informações divulgadas, bem como seu conteúdo informacional, além de apresentar variações no lucro contábil (ALI; HWANG, 2000). Assim sendo, alguns estudos sugerem que ambientes informacionais distintos podem influenciar a construção das previsões dos analistas, sugerindo previsões mais ou menos acuradas e dispersas, uma vez que esses especialistas utilizam as informações divulgadas pelas empresas para fundamentar suas recomendações.

A caracterização do ambiente informacional refere-se a mudanças nos níveis de informações assimétricas e no conteúdo informacional dos demonstrativos financeiros, ora reportado pelas empresas ao mercado, bem como devido à elaboração e à disponibilização de informações realizadas pelos analistas de mercado (ARMSTRONG; BALAKRISHNAM; COHEN, 2012; BRAGA, 2016). Desse modo, o ambiente informacional refere-se tanto à qualidade quanto à quantidade de informações reportadas pelas empresas e por intermediadores de informações (ARMSTRONG; BALAKRISHNAM; COHEN, 2012).

Bhattacharya *et al.* (2013) relatam que em mercados de ambientes informacionais fracos há uma baixa qualidade dos lucros e altos níveis de assimetria informacional, registrando, portanto, dados diferentes dos apresentados em países desenvolvidos. Corroborando o exposto, Takamatsu e Fávero (2017) realizaram um estudo nos países emergentes, avaliando a relação entre a opacidade dos lucros (mensurado pela suavização, aversão a perdas e agressividade dos lucros) e o ambiente informacional nesses países. Os autores verificaram que existe uma correlação entre essas medidas e o ambiente de informação dos países, que, mesmo possuindo características distintas entre si, possuem similaridades de informações. Os autores ainda afirmam que os países que aderiram às *International Financial Reporting Standards* (IFRS) apresentaram menor opacidade dos resultados.

Nesse entendimento, Soderstrom e Sun (2007) relataram que a qualidade da informação contábil é função do ambiente informacional do país, e, inclusive, do sistema legal e político do país no qual a empresa está inserida. Desse modo, analisando as empresas da União Europeia, os autores encontraram evidências de impacto na qualidade das informações contábeis após às IFRS. Nesse contexto, Cahan, Emanuel e Sun (2009) verificaram, em uma amostra de empresas de 13 países desenvolvidos e emergentes, que a qualidade da informação contábil tem relação com o preço das ações e que há um nesta qualidade em países com maior proteção legal aos investidores. Os autores observaram também que o lucro é maior, na medida em que há um aumento da transparência de informações.

Corroborando com o exposto, Ramos e Lustosa (2013) constatam que há uma relevância das informações contábeis no valor da empresa, após a convergência das normas internacionais no mercado brasileiro. Ademais, Tan, Wang e Welker (2011) realizaram um estudo, utilizando uma amostra de 25 países que aderiram às IFRS, entre estes, alguns emergentes. Os autores verificaram que a adoção das IFRS atrai analistas estrangeiros, em especial, se o analista já acompanha empresas de países que já adotaram o padrão IFRS. Também afirmam que as IFRS melhoraram a acurácia das previsões dos analistas.

Desse modo, após um levantamento dos principais periódicos da área de contabilidade a nível internacional, Lourenço e Branco (2015) afirmam que, em geral, após a adoção das IFRS, os países demonstraram um efeito positivo na qualidade da informação contábil, na capacidade de previsão dos analistas e na comparabilidade da informação. Porém, os autores ressaltam que as características dos países tais como o nível de *enforcement* e fatores específicos das empresas, também influenciam a qualidade dos relatórios.

Mais recentemente, Elbakry (2017) investigou as mudanças na relevância das informações contábeis, antes e depois da adoção obrigatória das IFRS na Alemanha e no Reino Unido. Os resultados indicaram que, apesar da relevância dos valores contábeis do patrimônio líquido ter caído, ele foi substituído pelo aumento da relevância dos lucros para os dois países analisados após as mudanças nas IFRS. Os autores observaram que a relevância do valor incremental dos lucros e do patrimônio líquido é consideravelmente maior no longo prazo para empresas no Reino Unido do que na Alemanha. Os autores ainda explicam que os custos pela adoção das IFRS foram compensados pelos benefícios decorrentes da redução da assimetria informacional.

Desse modo, estudos como os de Gatsios (2013) e Gatsios, Lima e Assaf Neto (2016) verificaram se a adoção das IFRS no Brasil impactava a qualidade preditiva da informação contábil, utilizando a acurácia, a dispersão e o viés dos analistas de mercado. Os resultados indicam que a adoção das normas internacionais de contabilidade não melhorou a qualidade preditiva da informação do padrão IFRS no Brasil, indicando resultados conflitantes, visto que houve uma diminuição da acurácia e aumento da dispersão, contrariando, nesse sentido, estudos anteriores em mercados desenvolvidos. Sobre isso, Gatsios, Lima e Assaf Neto (2016) ainda afirmam que no período analisado há um viés de previsão positivo, conforme indicariam também os estudos de Martinez (2004) - essa seria, então uma tendência do mercado brasileiro, porém, os autores ainda perceberam que houve uma redução do viés positivo após a adoção das IFRS.

Em relação à qualidade das previsões dos analistas, Karamanou (2012) aponta que a acurácia dos analistas aumentou ao longo do tempo em seis países emergentes, devido a fatores como, por exemplo, a experiência dos analistas. O autor também indica que as características dos países, como por exemplo, o crescimento econômico, está positivamente associado à acurácia das previsões de lucros desses profissionais e, que esta acurácia explicaria melhor os retornos das ações. Ademais, Chen, Xie e Zhang (2017) afirmam que a qualidade das previsões dos analistas, mensuradas pela acurácia e pela dispersão das previsões, está associada ao ambiente informacional em que as empresas estão inseridas. Entre outros fatores, os autores sugerem que essa qualidade também está associada a um maior nível de eficiência de investimento nas empresas.

Em relação ao ambiente de informação que as empresas fazem parte, evidências sugerem que métricas de governança internacionais fornecem medidas para mensurar a qualidade de governança de um país, permitindo a comparação em diferentes países. Essas medidas verificam questões como: voz e responsabilização; estabilidade política; eficácia do governo; qualidade regulatória; estado de direito; e controle da corrupção (BOZEC; BOZEC, 2012; LANGBEIN; KNACK, 2010). Alguns estudos, citados abaixo, evidenciaram que há uma crescente utilização desses índices de governança a nível global e que eles geram expectativas nos participantes do mercado de capitais.

Sobre isso, Chakrabarti *et al.* (2005) indicam que há mudança nos preços das ações, principalmente para empresas norte-americanas, entre o período de 1998 a 2001, após o aumento ou a diminuição dos indicadores de governança do país. Morey *et al.* (2009) evidenciaram, no período de 5 anos, avaliando cerca de 21 países emergentes, que mudanças

no índice de governança (MSCI) impactaram, significativamente, as avaliações das empresas, e mais especificamente, a partir das melhorias dos índices de governança a nível do país, resultando em maiores avaliações dessas empresas. Os autores então sugerem que os investidores utilizam as informações nesses índices para avaliar as empresas. Adicionalmente, Morey *et al.* (2009) evidenciam que, quando há incentivos do governo para melhorar indicadores de governança a nível do país, as empresas apresentam melhores práticas de governança.

Bozec e Bozec (2012) realizaram uma extensiva revisão dos principais estudos e verificaram que há uma relação entre esses índices de governança no nível do país e o desempenho, ou valor das empresas. A maioria dos resultados encontrados apontam para uma relação positiva entre essas variáveis, nos países da Europa e em mercados emergentes, indicando, assim, que melhores índices de governança global apresentariam impacto significativo no desempenho das empresas.

Destaca-se que o presente estudo tem como propósito verificar aspectos do ambiente informacional dos países, considerando para isso, o Índice de Governança Mundial – WGI, bem como a adoção dos padrões contábeis internacionais (IFRS) para representar uma medida utilizada como ambiente informacional dos países, melhor explicada nos procedimentos metodológicos da pesquisa. Assim, diante desse contexto, na próxima seção, apresentam-se as hipóteses a serem testadas neste trabalho.

2.4 Desenvolvimento das Hipóteses de Pesquisa

Conforme evidenciado, há uma vasta literatura sobre a relevância das informações contábeis, cujas pesquisas buscam adicionar aos modelos de *value relevance*, variáveis, indicando que elas podem ter conteúdo informacional ao mercado de capitais. Nesse ponto, Ohlson (2001) argumentou que as previsões dos analistas buscam representar expectativas dos investidores, visto que são intermediadores das informações no mercado em que atuam, de modo que suas previsões de lucros podem ter poder informativo.

Martinez (2004) indica que a previsão dos analistas tem relação com o preço das ações, pois as expectativas de mercado direcionam os preços. Algumas pesquisas analisaram o consenso das previsões de lucros dos analistas em países desenvolvidos, indicando que essa variável possui relação com o preço (CHUNG; JO, 1996). Mais recentemente, evidências apontam que a acurácia e a dispersão, variáveis que indicam qualidade nas previsões dos

analistas (CHEN; XIE; ZHANG, 2017), possuem relação significativa com o valor de mercado das empresas, apontando que essas variáveis podem ter conteúdo informacional também em alguns mercados emergentes (KARAMANOU, 2012; HUANG; BOATENG, 2016). Sendo assim, apresenta-se como primeira hipótese de pesquisa:

Hipótese 1: A qualidade das previsões dos analistas é positivamente relacionada ao preço das ações nos países emergentes.

Ainda no contexto da relevância das previsões dos analistas, McEwen e Hunton (1999) relatam que os analistas estão entre os usuários mais importantes das demonstrações contábeis, uma vez que propiciam uma visão útil para esses profissionais basearem suas decisões. Os autores fornecem evidências de uma associação entre itens das demonstrações contábeis e qualidade (acurácia) das previsões dos analistas. Nesse contexto, Hope (2003) sugere que as informações contábeis fornecem informações úteis, reduzindo as incertezas e aumentando o nível de acerto na formação das previsões de lucros dos analistas.

Ramnath, Rock e Shane (2008) afirmam que é importante melhorar a compreensão do papel dos analistas na formação dos preços e no uso das informações contábeis em seu processo de previsão dos lucros futuros. Dalmácio *et al.* (2013) sugere que a qualidade dos números contábeis reportados pelas empresas são relevantes e significantes no processo de previsão dos analistas, favorecendo positivamente a qualidade das previsões realizadas por esses especialistas. Nesse entendimento, essas informações, quando associadas podem apresentar conteúdo informacional aos mercados, impactando positivamente o preço das ações. Neste contexto, tem-se a segunda hipótese de pesquisa:

Hipótese 2: A qualidade das previsões dos analistas influencia positivamente a relevância das informações contábeis.

Além disso, evidências apontam que analistas de mercado levam em consideração fatores específicos do ambiente informacional dos países no qual as empresas estão inseridas para projetar suas previsões de lucros. Desse modo, características como bons indicadores de governança mundial e adoção de padrões contábeis internacionais podem afetar positivamente a percepção dos analistas na elaboração de suas previsões (MOREY *et al.*, 2009; KARAMANOU, 2012; GATSIOS, LIMA; ASSAF NETO, 2016).

Nesse sentido, parte-se do pressuposto que essas características podem impactar na qualidade das previsões, aumentando ou diminuindo o grau de incerteza (KARAMANOU, 2012; GATSIOS; LIMA; ASSAF NETO, 2016), principalmente em mercados emergentes, onde há maior grau de assimetria informacional e fraca proteção aos investidores. Esta assimetria pode afetar o nível e a qualidade da divulgação de informações das empresas, impactando a percepção dos usuários das demonstrações financeiras (TAKAMATSU; FÁVERO, 2017), uma vez que esses fatores específicos criam diferenças entre países, sendo variáveis que os analistas consideram em suas projeções de lucros futuros das empresas (RAMNATH; ROCK; SHANE, 2008). Com base no exposto, apresenta-se a terceira hipótese do estudo:

Hipótese 3: A qualidade das previsões dos analistas é positivamente relacionada ao ambiente informacional nos mercados emergentes.

Segundo Ramnath, Rock e Shane (2008) e Braga (2016), as demonstrações financeiras das entidades são as principais fontes de informações utilizadas pelos analistas e demais usuários no mercado de capitais para avaliar as empresas. Nesse ponto, a qualidade das informações divulgada também pode ser impactada pelo ambiente de informacional dos países (BRAGA, 2016; TAKAMATSU; FÁVERO, 2017).

Assim, a qualidade de uma informação pode ser mensurada pela relevância dessa informação para o mercado de capitais (BARTH, BEAVER; LANDSMAN, 2001). De modo que, diferenças na relevância da informação contábil podem ser geradas por diferenças nas características do ambiente informacional dos países (ALI; HWANG, 2000), podendo influenciar na percepção dos analistas (YU, 2011). Esses intermediadores no processo divulgação de informações geram expectativas no mercado, impactando os preços das ações. Com isso, o ambiente informacional dos países pode influenciar na relação entre a qualidade das previsões dos analistas e o retorno das ações (KARAMANOU, 2012). Com base nesse contexto, apresenta-se como quarta hipótese de pesquisa:

Hipótese 4: Os diferentes ambientes informacionais dos países emergentes influenciam a relação entre a qualidade das previsões dos analistas e o preço das ações.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta seção está subdividida em 4 subseções, de modo que, inicialmente, apresenta a descrição da amostra do estudo, e, em seguida, faz a identificação das métricas para a mensuração da qualidade das previsões de lucro dos analistas. Após isso, são apresentadas as variáveis representativas de ambiente informacional, e, por fim, são descritos os modelos empíricos utilizados, conforme a metodologia de Collins, Maydew e Weiss (1997), bem como os métodos e procedimentos de análise empregados nesta pesquisa.

3.1 Descrição da Amostra de Pesquisa

A população-alvo da pesquisa são as companhias de capital aberto dos países emergentes. Na seleção destes países, considerou-se o índice *Morgan Stanley Capital Internacional* (MSCI) para países emergentes, o *MSCI Emerging Markets Index*. O referido índice considera alguns fatores para classificação dos países como emergentes, entre eles, o desempenho econômico, mudanças sustentáveis no desenvolvimento dos mercados acionários, capitalização e liquidez de mercado, níveis de regulação, supervisão e acessibilidade dos investidores nesses mercados. Em 2018 este índice foi composto por 24 economias emergentes.

Após seleção da amostra da pesquisa, foram coletados os dados relacionados às variáveis utilizadas no modelo de *value relevance*, bem como os dados referentes à qualidade das previsões de lucros dos analistas, na base de dados *Thomson Reuters Eikon*, descritos posteriormente.

A priori, para compor a amostra da pesquisa e garantir a consistência do estudo, foi necessário excluir da amostra as instituições financeiras, já que os padrões contábeis adotados por estas empresas podem diferir das demais companhias listadas, assim como a sua estrutura de capital. Em seguida, foram excluídas as empresas que não apresentavam todos os dados necessários à pesquisa.

As informações foram coletadas em dólares americanos, para todos os países emergentes que disponibilizaram todos os dados para as variáveis analisadas, no período de 2000 a 2016. Posteriormente, foram coletadas as variáveis referentes ao ambiente informacional dos países, também para este período. Cabe ressaltar que o estudo fez uso das bases de dados da *Thomson Reuters Eikon*, *Worldwide Governance Indicators* (WGI), bem como o sítio das *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

Logo após os procedimentos descritos acima, voltados à constituição da amostra do estudo, destaca-se que essa pesquisa foi composta por 7.024 empresas durante o período de análise. Assim, considerando-se cada empresa/ano como uma observação a ser analisada por país, a amostra final desse estudo foi de 35.937 observações, referentes a 22 países emergentes, no período de 2000 a 2016, quais sejam: Brasil, Chile, China, Colômbia, República Tcheca, Egito, Grécia, Hungria, Índia, Indonésia, México, Peru, Polônia, Qatar, Rússia, Arábia Saudita, África do Sul, Coreia do Sul, Taiwan, Turquia e Emirados Árabes Unidos. A Tabela 1 apresenta a amostra final do presente estudo, para o período de análise.

Tabela 1 - Amostra Final – Número de Observações (2000 a 2016)

	Total
Amostra Inicial - Observações não-financeiras	289.034
(-) Empresas sem observações	253.097
Amostra Final	35.937

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Após o procedimento de seleção da amostra e coleta dos dados, no que tange ao tratamento dos *outliers* (observações extremas), optou-se por realizar a winsorização das variáveis, em 1%, nos dois extremos da distribuição. O Quadro 1, a seguir, apresenta a descrição das variáveis utilizadas na pesquisa.

Quadro 1 - Descrição das Variáveis

				(continua)
Grupo	Variável	Siglas	Descrição	Base de Dados
<i>Value Relevance</i>	Preço por Ação	P	Preço por ação das empresas, três meses após o final do ano fiscal	<i>Thomson Reuters Eikon</i>
	Lucro por Ação	E	Valor do lucro líquido por ação da empresa no final do ano.	
	Patrimônio Líquido por Ação	BV	Patrimônio líquido por ação da empresa no final do ano	
Qualidade das Previsões dos analistas- (QPA)	Acurácia das Previsões	APCA	Valor absoluto dos erros das previsões, multiplicado por (-1)	
	Dispersão das Previsões	DP	Desvio padrão das previsões de lucros dos analistas	
	Número de analistas	NA	Número de analistas que acompanham a empresa durante o período.	
	Número de Recomendações	NR	Número total de recomendações emitidas pelos analistas	
	Surpresa das previsões de Lucros	SL	LPA reportado – LPA estimado pelos analistas (consenso)	

Quadro 1 - Descrição das Variáveis

				(conclusão)
Grupo	Variável	Siglas	Descrição	Base de Dados
Ambiente Informacional dos Países - (AIP)	Indicadores de Governança Mundial	WGI	Seis dimensões do WGI, (Voz e Responsabilização, Estabilidade Política, Eficácia do Governo, Qualidade Regulatória, Estado de Direito e Controle da Corrupção), numa escala de 0 a 100.	<i>Worldwide Governance Indicator (WGI)</i>
	Normas Internacionais de Contabilidade	IFRS	Números de anos desde que o país adotou as IFRS.	<i>Website IFRS</i>

Fonte: Elaborado pela autora (2018)

Primeiramente, o estudo buscou construir as métricas utilizadas para identificar a qualidade das previsões dos analistas, bem como o ambiente informacional dos países, por meio da Análise dos Componentes Principais (ACP), a partir das variáveis descritas no Quadro 1.

Após a construção dos índices de qualidade das previsões dos analistas (QPA) e de ambiente informacional dos países (AIP), buscou-se, *a priori*, identificar a relevância da qualidade das previsões dos analistas nos mercados emergentes, através da estimação do modelo proposto por Collins, Maydew e Weiss (1997). Posteriormente, analisou-se a influência do ambiente informacional dos países emergentes, na qualidade das previsões dos analistas. Por fim, o estudo teve como propósito analisar a influência do ambiente de informação dos países na relação entre a qualidade das previsões de lucros dos analistas e o preço das ações nos mercados emergentes.

Assim sendo, as variáveis descritas no Quadro 1, assim como a forma de construção dos índices de qualidade da previsão dos analistas e de ambiente informacional dos países serão apresentados nas seções a seguir.

3.2 Identificação da Qualidade das Previsões dos Analistas

Para a construção do índice de qualidade das previsões dos analistas, foram utilizados um conjunto de *proxies*, que representam medidas relacionadas às previsões dos analistas, baseadas nos estudos de Bartov, Givoly e Hayn (2002), Martinez (2004; 2007), Dalmácio (2009) e Chen, Xie e Zhang (2017). Porém, diferentemente desses estudos, optou-se por criar um índice que buscasse representar a qualidade das previsões dos analistas, e, para isso, utilizou-se a Análise dos Componentes Principais (ACP), que consiste em uma técnica de

análise exploratória multivariada que tem como finalidade transformar um conjunto de variáveis correlacionadas em um conjunto menor, ou seja, combinações lineares das variáveis originais, chamadas de “componentes principais” (MAROCO, 2003; LANGBEIN; KNACK, 2010).

Assim, foi possível identificar a melhor relação extraída dos dados, através do isolamento de uma característica comum de cada uma das *proxies* mencionadas, a fim de obter uma forma mais satisfatória de utilização do componente comum dessas *proxies*, como forma de obter uma melhor representação para a qualidade das previsões dos analistas.

Desse modo, conforme explicado anteriormente, o índice de qualidade das previsões dos analistas (QPA), foi baseado em cinco *proxies*, e que buscou, primeiramente, estimar a acurácia das previsões de lucros dos analistas (APCA). Conforme Martinez (2004) as projeções dos analistas podem ser estudada, de forma individual, ou em consenso (média). Com isso, para o presente estudo, foi considerado o consenso das estimativas de lucro dos analistas de mercado como parâmetro para calcular a acurácia das previsões de lucros dos analistas, baseando-se na métrica utilizada por Martinez (2004; 2007), Dalmácio (2009) e Dalmácio *et al.*, (2013), cujo erro da previsão dos analistas (*ErrPrev*) é mensurado a partir da diferença entre o lucro efetivo (lucro reportado) menos o lucro projetado pelos analistas, dividido pelo valor absoluto (módulo) do resultado efetivo do período. Como utilizado pelos autores, esse estudo utilizou a média do consenso das previsões de lucro dos analistas, por ela buscar refletir com maior precisão a magnitude do efeito das estimativas do consenso dos analistas (MARTINEZ, 2004; DALMÁCIO, 2009).

$$ErrPrev = \frac{LPA_r - LPA_{pr}}{|LPA_r|} \quad (1)$$

Em que: LPA_r é o lucro por ação reportado do período; LPA_{pr} é o lucro por ação apurado a partir do consenso dos analistas (média); e $|LPA_r|$ é o valor absoluto, dado em módulo, do lucro por ação reportado no período.

Ressalta-se que o uso do LPA_r em módulo (denominador) permite capturar o sentido do erro de previsão (MARTINEZ, 2007), em relação ao lucro efetivo.

Segundo Martinez (2004), há várias formas de escalonar os erros das previsões. Alguns estudos internacionais, por exemplo, utilizam o preço por ação ao invés do lucro por ação reportado em módulo. Porém, o autor explica que, “uma vez que se utiliza o preço por

ação, os erros das previsões passam a ser mensurados sobre um fator no qual os analistas não possuem controle, pois as flutuações nos preços gerais das ações repercutiriam sobre os erros das previsões” (MARTINEZ, 2004, p. 67). Assim sendo, este estudo fez uso de dados anuais da previsão do lucro, estimado pelos analistas em dezembro de cada ano do período de análise. A escolha do mês de dezembro de cada ano pode ser justificada por coletar informações menos viesadas e em maior quantidade para essa variável (MARTINEZ, 2004). Posteriormente, foi calculado o valor absoluto (em módulo) do *ErrPrev* ($|ErrPrev|$), assim, quanto mais distante de zero for essa medida maiores os montantes de erros da previsão, e, conseqüentemente, menor a acurácia.

Porém, segundo procedimento utilizado por Dalmácio *et al.* (2013, p. 115), para facilitar a interpretação dos coeficientes das regressões, optou-se por multiplicar o valor o valor absoluto (em módulo) do *ErrPrev* ($|ErrPrev|$) por (-1), formando a variável APCA, que representará a medida de acurácia neste estudo. Desse modo, quanto mais perto de zero for o valor da variável APCA, menor será o montante de erros das previsões e, dessa forma, maior será a acurácia. Outra medida utilizada para formar o índice de qualidade das previsões dos analistas está relacionada à dispersão das previsões. Neste estudo, a dispersão foi representada pelo desvio padrão das estimativas de lucros dos analistas (DP). Nesse sentido, quanto maior a dispersão das estimativas de lucro dos analistas, maior a incerteza sobre o resultado previsto, desse modo, quanto mais acuradas forem as previsões dos analistas, menor será a dispersão entre as estimativas (MARTINEZ, 2004). Em complemento, também foram consideradas as variáveis de número de analistas (NA) e de número de recomendações dos analistas (NR), para compor o índice de qualidade das previsões.

Baseado nos achados de Martinez (2004), o autor explica que, quanto maior o número de analistas que seguem a empresa, maior o volume de informações sobre a entidade e, dessa forma, há uma redução da dispersão, além de uma maior qualidade nas estimativas do consenso das previsões, assim como no número de recomendações, que estaria correlacionado com as atividades de previsões de lucros desses profissionais.

Nesse ponto, acredita-se que as recomendações, uma vez que são produzidas por especialistas que conhecem a empresa e o mercado, devem apresentar conteúdo informacional, gerando expectativa no mercado, e, dessa forma, fazendo com que os preços venham a reagir fortemente a essas recomendações (MARTINEZ, 2004; MOSHIRIAN; NG; WU, 2009). Assim, foi considerado o número de analistas que seguem a empresa, bem como

da quantidade total de recomendações emitidas por esses profissionais para o período analisado, coletadas diretamente da base de dados *Thomson Reuters Eikon*.

Por fim, a surpresa das previsões de lucro dos analistas (SL), foi calculada a partir do lucro por ação reportado do período (LPA_r), subtraído do lucro por ação estimado a partir do consenso dos analistas (LPA_{pr}) para o período (MARTINEZ, 2004), ressaltando-se que nesse estudo, a surpresa das previsões de lucros foi expressa em magnitude. A surpresa dos analistas ocorre em função de um resultado anunciado pelas empresas que difere das expectativas dos analistas, ocasionando uma alteração nas expectativas do mercado, ora refletindo assim nos preços das ações (MARTINEZ, 2004), de modo que, tem-se uma surpresa negativa, quando o resultado projetado pelos analistas é superior ao realizado pelas empresas. Nesse entendimento, quando o resultado ou LPA reportado pelas empresas no período é maior que o resultado projetado ou LPA estimado pelo consenso dos analistas, observa-se uma surpresa positiva, ou seja, uma projeção menor que o resultado efetivamente apurado (MARTINEZ; DUMER, 2013).

Porteriormente, para identificar a qualidade das previsões dos analistas através de uma medida única, formada por meio das cinco medidas relacionadas a previsões dos analistas, descritas anteriormente, realizou-se uma análise dos componentes principais ou ACP, para construir o índice de qualidade das previsões, entre 0 (zero) e 1 (um), no qual um maior valor para o índice QPA representa uma maior qualidade nas previsões dos analistas.

A Análise de Componentes Principais (ACP) consiste em calcular uma média ponderada dos componentes obtidos pelo método multivariado da ACP, cujos pesos provêm das suas variâncias. O método tem por principal vantagem construir um indicador único a partir de variáveis com conteúdo informacional de variáveis correlacionadas, possuindo assim vantagens em relação ao ajuste de um modelo de múltiplos fatores (LANGBEIN; KNACK, 2010).

Assim, foi formado o índice de qualidade das previsões dos analistas (QPA), através da identificação de três fatores principais, com autovalor dominante, que explica a maior parte do espaço de fatores, sendo cada componente medido e altamente correlacionado com o fator principal, não sendo correlacionado a nenhum outro fator (LANGBEIN; KNACK, 2010). Porém, visando verificar se a amostra é apropriada para empregar o método ACP, foi realizado o método de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) e o teste de esfericidade de Bartlett.

Inicialmente, o índice da qualidade das previsões dos analistas (QPA), foi utilizado no estudo como variáveis dependentes, visando verificar a influência do ambiente de informação

dos países sobre a qualidade das previsões de lucros dos analistas. Em sequência, o índice foi utilizado nos modelos de Collins, Maydew e Weiss (1997) como variável independente, para verificar o *value relevance* da qualidade das previsões dos analistas de forma geral, bem como a influência do ambiente informacional dos países sobre a relevância dessas previsões. Assim, na próxima seção, apresenta-se a forma de mensurar as variáveis que representam o ambiente informacional.

3.3 Variáveis do Ambiente Informacional dos Países

Para verificar a influência do ambiente informacional na qualidade das previsões de lucros e na relação entre a qualidade e o valor das empresas dos países emergentes, foram utilizadas com base na literatura (MARTINS; BARROS, 2018; HOUQE; MONEM, 2016) duas variáveis para representar o ambiente informacional nesses mercados: as *International Financial Reporting Standards* ou Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS) e os Indicadores de Governança Mundial (WGI). Porém, do mesmo modo que o índice de qualidade das previsões dos analistas (QPA), um índice de ambiente informacional dos países (AIP) também foi criado através da análise dos componentes principais. A seguir é apresentada a forma de mensuração dessas variáveis, que compõem o índice AIP.

3.3.1 Normas Internacionais de Contabilidade - IFRS

Conforme abordados por estudos anteriores (GATSIOS, 2013; ELBAKRY, 2017; TAKAMATSU; FÁVERO, 2017), a adoção das *International Financial Reporting Standards* podem impactar a qualidade, ou relevância das informações contábeis, bem como a acurácia e/ou a dispersão das previsões de lucros dos analistas. Nesse entendimento, para verificar a influência da adoção das IFRS na qualidade das previsões dos analistas, bem como na relevância da qualidade das previsões emitidas por eles, a variável IFRS foi mensurada utilizando os mesmos procedimentos descritos por Houqe e Monem (2016), porém, diferentemente desse estudo, os autores verificaram se a experiência em IFRS contribuía para a redução da corrupção dos países.

Assim, a variável IFRS foi calculada subtraindo a data de adoção de determinado país as IFRS a partir do final de cada ano civil da amostra adotada, captando dessa forma os anos de experiência em IFRS de um país, denominada “IFRS *Experience*”. Conforme explica Houqe e Monem (2016) esse procedimento difere dos realizados em outros estudos, que

utilizam essa variável de forma binária, desconsiderando, assim, o processo de aprendizagem ao longo do tempo, envolvido no relatório sob novos padrões contábeis. Dito de outro modo, para os autores, o benefício da adoção das IFRS é uma função crescente da duração da adoção dessas normas pelos países. Ressalta-se que essa informação foi obtida no sítio das *International Financial Reporting Standards (IFRS)*.

3.3.2 Indicadores de Governança Mundial (WGI)

O WGI (*Worldwide Governance Indicators*) é um indicador de governança mundial, publicado desde 1996 pelo Banco Mundial, que mede seis dimensões de governança para cada país, sejam estes desenvolvidos ou em desenvolvimento (emergentes), no ano, a saber: voz e responsabilização; estabilidade política; eficácia do governo; qualidade regulatória; Estado de Direito; e controle da corrupção (BANCO MUNDIAL, 2018).

Esse indicador pode ser utilizado como *proxy* para avaliar o nível de governança de determinado país (LANGBEIN; KNACK, 2010) e tem como propósito mensurar a percepção dos *stakeholders* acerca da qualidade da governança em um país, além de facilitar as comparações entre os países, sendo bastante utilizado em estudos relacionados à governança (LANGBEIN; KNACK, 2010; MARTINS; BARROS, 2018). O WGI é apresentado de forma padronizada no intervalo 0 a 100, no qual, segundo os autores, quanto maior, indicaria um melhor ambiente de informação dos países.

Nesse contexto, de forma semelhante ao que fez Langbein e Knack (2010) e Martins e Barros (2018), foi utilizada a Análise de Componentes Principais (ACP), descrita na seção anterior, para construir o índice de ambiente informacional dos países, adaptado nesse estudo, a partir das seis dimensões do WGI e da variável “*IFRS Experience*”, que capta os anos de experiência em IFRS de um país. O índice, do mesmo modo que o QPA, varia entre 0 (zero) e 1 (um), destacando que um maior valor indicaria um melhor ambiente de informação dos países.

Após a descrição das variáveis utilizadas como *proxies* para construção do índice de ambiente informacional dos países (AIP), na próxima seção, são apresentados os modelos empíricos, métodos e procedimentos de análise para responder as hipóteses de pesquisa do estudo.

3.4 Definição dos Modelos Empíricos, Métodos e Procedimentos de Análise

A presente pesquisa buscou mensurar o *value relevance* a partir da modelagem traçada por Collins, Maydew e Weiss (1997), proposta esta que derivou do modelo de avaliação pelo lucro residual, de Ohlson (1995). Para Ohlson (1995), o valor da empresa é expresso pela soma do valor contábil, de lucros anormais e de “outras informações” não refletidas pela contabilidade, mas relevantes para a avaliação de empresas. No modelo de regressão linear, atualizado por Collins, Maydew e Weiss (1997), desconsidera-se a utilização dos lucros residuais, passando-se a adotar os lucros contábeis do período corrente, que considera a possibilidade do valor de uma companhia ser expresso em função dos seus valores contábeis (COLLINS, MAYDEW; WEISS, 1997; RAMOS; LUSTOSA, 2013).

Na metodologia proposta por Collins, Maydew e Weiss (1997), além de considerar o lucro contábil ao invés do lucro residual, os autores consideram a variável “outras informações” como parte do termo de erro da regressão. Com relação à utilização dos lucros contábeis, Easton (1985) afirma que os lucros contábeis e o valor presente tem uma forte associação, indicando, desse modo, que os lucros contábeis são úteis na avaliação da informação sobre os fluxos de caixa dos investimentos.

Assim sendo, o valor de mercado do patrimônio líquido da empresa pode ser expresso como uma função dos lucros e do patrimônio líquido (OHLSON, 1995; COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997). No modelo de *value relevance* de Collins, Maydew e Weiss (1997), a variável explicada é o Preço da Ação (P), que está relacionada com as variáveis Lucro por Ação (E) e Patrimônio Líquido por Ação (BV). A escolha das variáveis Patrimônio Líquido por Ação e Lucro Líquido por ação como variáveis independentes, ora utilizadas no modelo de *value relevance*, deu-se por representarem de forma significativa os resultados dos procedimentos contábeis aplicados nas empresas, além de serem utilizadas de forma ampla como informação para análise (COLLINS; PINCUS; XIE, 1999; RAMOS; LUSTOSA, 2013).

Na modelagem proposta por Collins, Maydew e Weiss (1997), a variação do Lucro por ação promove a variação nos preços das ações. As variações no patrimônio líquido por ação também ocasionam variação nos preços por ações. Os autores explicam que há um maior poder explicativo para o modelo quando consideradas as variáveis lucro por ação e patrimônio líquido por ação conjuntamente. Assim, a partir da modelagem proposta por Collins, Maydew e Weiss (1997), destacada na Equação 2, foram desenvolvidos os modelos utilizados no estudo, derivados de Collins, Maydew e Weiss (1997). O mesmo procedimento foi adotado

por Martins e Barros (2018), porém, diferentemente deste estudo, os autores avaliaram assimetria de informação.

Dessa forma, relevância das informações contábeis pode ser capturada pelo poder explicativo das regressões baseadas no modelo CMW (Equação 2), no modelo modificado, incluindo o índice de qualidade das previsões (QPA) (Equação 3), e no modelo modificado, incluindo as interações do índice de qualidade das previsões dos analistas com o lucro por ação e o patrimônio líquido por ação, usando estimativas de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) ou OLS (do inglês, *Ordinary Least Squares*) agrupada a nível ano, setor e país, conforme a metodologia adotada por Martins e Barros (2018).

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Assim, com base na modelagem traçada por Collins, Maydew e Weiss (1997), os seguintes modelos foram desenvolvidos:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 QPA_{it} + \beta_4 DAno_{it} + \beta_5 DSetor_{it} + \beta_6 DPaís_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

De forma geral, a Equação 3 buscou verificar a relevância da qualidade das previsões dos analistas, representadas pelo QPA, no modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997). Adicionalmente, foram testadas individualmente as variáveis que compõem o índice QPA (ACPA, DP, NA, NR e SL) como forma de obter resultados mais amplos acerca das informações dos analistas nesses países.

A Equação 4 buscou verificar a influencia da qualidade das previsões dos analistas na relevância das informações contábeis.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 QPA_{it} + \beta_4 (E_{it} \times QPA_{it}) + \beta_5 (BV_{it} \times QPA_{it}) + \beta_6 DAno_{it} + \beta_7 DSetor_{it} + \beta_8 DPaís_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

De modo que, nas equações, P_{it} é o preço da ação da empresa i no final do 3^a (terceiro) mês após o final do ano t ; E_{it} é o valor do lucro por ação da empresa i no final do ano t ; BV_{it} é o valor do patrimônio líquido por ação da empresa i no final do exercício social t ; QPA_{it} é o índice das previsões dos analistas da empresa i no final do ano t ; $(E_{it} \times QPA_{it})$, $(BV_{it} \times QPA_{it})$ são variáveis de interação entre as informações contábeis e o índice de qualidade das previsões dos analistas. Por fim, as variáveis $DAno_{it}$, $DSetor_{it}$ e $DPaís_{it}$ são efeitos fixos para ano, setor e país, respectivamente, de modo que será

atribuído 1 para cada empresa i em um determinado ano, setor ou país no período t e 0 para os demais, ε_{it} representa o termo de erro do modelo estimado.

Com base no exposto, as equações mencionadas buscam responder à primeira e segunda hipótese de pesquisa do presente estudo. Para tanto, inicialmente, foi realizada a estimação do modelo original proposto por Collins, Maydew e Weiss (1997), conforme a Equação 2, buscando verificar a relação da mensuração dos elementos contábeis e o preço das ações nos mercados emergentes.

Em seguida, o estudo buscou verificar o *value relevance* da qualidade das previsões dos analistas, utilizando o índice QPA (Equação 3), com intuito de verificar a relevância dessa variável no modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997), para os países emergentes. Assim, conforme a primeira hipótese do estudo, espera-se que o índice QPA apresente-se significativo e positivamente relacionado com o preço das ações demonstrando maior poder explicativo, em relação o modelo original de Collins, Maydew e Weiss (1997), ora agregando conteúdo informacional nesses mercados. Além da análise da significância estatística das variáveis, esse estudo realizou a análise dos coeficientes de determinação ajustados, uma vez que este penaliza a inclusão de variáveis explicativas irrelevantes nos modelos de regressões (MARTINS; BARROS, 2018).

Posteriormente a Equação 4 traz a interação do índice QPA com os números contábeis, onde busca-se verificar se a a qualidade das previsões dos analistas influenciam positivamente a relevância das informações contábeis nos mercados emergentes. Assim, espera-se que as variáveis de interação $E_{it} \times QPA_{it}$, $BV_{it} \times QPA_{it}$, sejam significativas, e positivas, conforme a segunda hipótese deste estudo, indicando que a associação dessas informações são *value relevance* nos mercados emergentes.

A terceira hipótese de pesquisa, buscou analisar a influência do ambiente informacional dos países na qualidade das previsões dos analistas, verificada a partir do modelo proposto na Equação 5:

$$QPA_{it} = \beta_0 + \beta_1 AIP_{it} + \beta_2 DAno_{it} + \beta_3 DSetor_{it} + \beta_4 DPaís_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Em que: QPA_{it} é a qualidade das previsões dos analistas da empresa i no final do ano t ; AIP_{it} é o índice de ambiente informacional para o país i no ano t . As variáveis $DAno_{it}$, $DSetor_{it}$ e $DPaís_{it}$, já foram explicadas anteriormente. Espera-se que o ambiente de informações dos países estejam positivamente relacionado a qualidade das previsões dos

analistas nos países emergentes. Como análise adicional, foram testadas as variáveis que compõem o índice de qualidade das previsões dos analistas (ACPA, DP, NA, NR e SL), como variáveis dependentes, na Equação 5, a fim de verificar a relação destas, de forma individual, com o índice de ambiente informacional dos países.

Por fim, para testar a quarta hipótese de pesquisa, a partir da modelagem traçada por Collins, Maydew e Weiss (1997), estimou-se o modelo a seguir, conforme Martins e Barros (2018).

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 QPA_{it} + \beta_4 (E_{it} \times QPA_{it}) + \beta_5 (BV_{it} \times QPA_{it}) + \beta_6 AIP_{it} + \beta_7 (E_{it} \times AIP_{it}) + \beta_8 (BV_{it} \times AIP_{it}) + \beta_9 (QPA_{it} \times AIP_{it}) + \beta_{10} (E_{it} \times QPA_{it} \times AIP_{it}) + \beta_{11} (BV_{it} \times QPA_{it} \times AIP_{it}) + \beta_{12} DAno_{it} + \beta_{13} DSetor_{it} + \beta_{14} DPaís_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

A estimação da Equação 6 buscou incluir o índice de ambiente informacional dos países (AIP_{it}), juntamente com o índice de qualidade das previsões dos analistas (QPA_{it}), bem como suas interações, no modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997), a fim de verificar se o ambiente informacional dos países afeta a relação entre a qualidade das previsões dos analistas e o preço das ações nos países emergentes.

Com base na literatura evidenciada, os diferentes ambientes informacionais dos países podem influenciar a percepção dos analistas de mercado ao elaborar suas previsões de lucros, de modo que essas previsões geram expectativas no mercado, influenciando o preço das ações. Assim, espera-se que essas variáveis demonstrem-se positivas e significantes nos modelos estimados, e que esse, com a inclusão dos índices QPA e AIP, apresente conteúdo informacional para explicar o preço das ações nos mercados emergentes.

Por fim, para atender ao propósito deste estudo, foi utilizado o método de regressão linear, utilizando a estimativa OLS (do inglês, *Ordinary Least Squares*) agrupada a nível ano, setor e país. Com isso, foram aplicados aos modelos os testes de normalidade dos termos de erro, grau de multicolinearidade, ausência de autocorrelação serial e heterocedasticidade, uma vez que esses são pressupostos básicos da análise de regressão, visando avaliar a adequação dos modelos a serem estimados.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva e Construção dos Índices QPA e AIP

Nesta seção são analisadas as estatísticas descritivas das variáveis para o intervalo de dados anuais entre 2000 a 2016. A Tabela 2 evidencia os valores médios, desvios padrões, medianas, máximos e mínimos para as variáveis utilizadas no modelo CMW (1997): preço por ação (P); lucro por ação (E); patrimônio líquido por ação (BV), bem como apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis que compõem o índice de qualidade das previsões dos analistas (QPA): acurácia das previsões de lucros dos analistas (ACPA); dispersão das previsões de lucros (DP); número de analistas (NA); número de recomendações (NR); e surpresa das previsões de lucros (SL). Por fim, é apresentada a análise descritiva para as variáveis que compõem o índice de ambiente informacional dos países (AIP).

Na Tabela 2, pode-se observar uma alta variabilidade dos preços nesses países, caracterizada pela dispersão dos dados (alto desvio-padrão) que é cerca de três vezes superior à média, indicando uma alta heterogeneidade dessa variável. Para a variável *E*, observam-se valores médios positivos e distintos da mediana, e com alto desvio padrão, indicando uma alta variabilidade do resultado líquido das empresas dos países emergentes, que, inclusive, apresentaram resultados negativos representados pelo mínimo de R\$ -5,7068 por ação.

Já em relação a variável *BV*, observa-se a presença de valores negativos, apontando um passivo a descoberto para algumas empresas da amostra. Destaca-se também que, para a variável *BV*, bem como para a variável *P*, há uma maior heterogeneidade dos dados relativa à média (maiores valores de desvio-padrão), dentre as variáveis analisadas. Este achado corrobora o estudo de Martins, Machado e Callado (2014), cujos autores encontraram valores dispersos para essas variáveis ao analisarem o *value relevance* das informações contábeis no mercado brasileiro. Isso pode ser considerado comum, uma vez que a pesquisa abrange empresas de vários tamanhos e setores.

Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis analisadas: 2000-2016

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	Observações
P	8,1295	24,6194	1,6740	191,8955	0,0057	35.937
E	0,5252	2,2698	0,0669	20,1364	-5,7068	35.937
BV	6,0411	24,1970	0,6864	231,3046	-0,4760	35.937

(continua)

Tabela 2 - Estatísticas Descritivas: 2000-2016

(conclusão)

Variáveis que compõem o Índice QPA						
Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	Observações
QPA	0,2605	0,1778	0,1944	1,0000	0,0000	35.937
ACPA	-0,7437	1,1454	-0,3092	-0,0207	-4,9766	35.937
DP	0,0571	0,2101	0,0078	1,6310	0,0000	35.937
NA	5,1760	4,8720	3,0000	17,0000	1,0000	35.937
NR	5,8351	5,6076	4,0000	19,0000	0,0000	35.937
SL	-0,0304	0,7980	-0,0085	7,5362	-2,9486	35.937
Variáveis que compõem o Índice AIP						
Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	Observações
AIP	0,4187	0,2498	0,2781	1,0000	0,0000	35.937
Controle da Corrupção	54,0795	18,6484	48,5577	94,2584	14,6919	3.5937
Eficácia do Governo	66,4267	14,2778	64,9039	98,0769	36,0976	35.937
Estabilidade Política	39,4340	23,0484	28,5714	90,9524	7,1090	35.937
Qualidade Regulatória	59,1183	19,8357	48,0769	100,0000	27,9412	35.937
Estado de Direito	56,8831	19,4018	52,6316	93,2692	18,7500	35.937
Voz e Responsabilização	41,6940	29,2924	58,6207	82,2661	4,6948	35.937
IFRS <i>experience</i>	1,10997	0,00	2,4518	11	0	35.937

Legenda: P: preço por ação; E: lucro por ação; BV: patrimônio líquido por ação; QPA: índice de qualidade das previsões dos analistas; ACPA: acurácia das previsões de lucros dos analistas; DP: dispersão das previsões de lucros; NA: número de analistas; NR: número de recomendações; e SL: surpresa das previsões de lucros.

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Das variáveis que compõem o índice QPA observa-se, para a ACPA, valores médios e medianos negativos, como esperados, dado que o valor absoluto dos erros de previsões foi multiplicado por (-1), ressaltando-se que valores mais próximos de zero indicam previsões de lucros mais acuradas. Em relação à variabilidade dos valores médios, nota-se um maior valor de desvio padrão para as medidas de dispersão (DP) e acurácia (ACPA), diferentemente dos encontrados por Chen, Xie e Zang (2017) e Karamanou (2012), porém, para a APCA, os valores medianos vão ao encontro dos estudos de Dalmácio (2009), entretanto, diferentemente deste, esse estudo apresenta uma menor variabilidade para o desvio-padrão das estimativas de lucro.

As variáveis número de analistas (NA) e número de recomendações (NR) apresentam a maior variabilidade em relação aos valores médios, comparados às variáveis que compõem o índice QPA, assim como valores de máximo e mínimo para o número de analistas semelhantes aos destacados para os países emergentes no estudo de Karamanou (2012) e Dalmácio (2009). Para a variável surpresa das previsões de lucro, observa-se, em média, um

maior número de surpresas negativas, indicando que, em média, o lucro reportado pelas empresas é maior que o lucro previsto pelos analistas nesses mercados, corroborando com os estudos de Martinez (2004), o que poderia indicar uma tendência dos analistas em realizar previsões de lucros otimistas nesses mercados.

Para formar o índice QPA, realizou-se a análise dos componentes principais (ACP) das cinco variáveis que representam as previsões dos analistas. Os resultados da ACP, na Tabela 3, destacam os autovalores, que, para o primeiro componente do QPA explica 40% da variância da amostra, o que é uma parcela relevante da variação comum das variáveis.

Tabela 3 - Autovalor das Componentes Principais: Índice QPA

Componentes	Autovalor	Proporção (%)	Acumulada (%)
Componente 1	1,997	40,00	40,00
Componente 2	1,112	22,20	62,20
Componente 3	1,009	20,20	82,40
Componente 4	0,793	15,90	98,20
Componente 5	0,089	1,80	100,00

Estatísticas de KMO e Bartlett	
Bartlett (esfericidade)	75956,459***
KMO (adequação da amostra)	0,517

Legenda: (***) Significante a 1%; (**) Significante a 5%; e (*) Significante a 10%.

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Inicialmente, realizou-se a análise da estatística KMO que reflete a robustez da análise, junto ao teste de Bartlett, que mede a sua significância. Assim, conforme a Tabela 3, o teste de esfericidade rejeitou sua hipótese nula de que as variáveis não sejam correlacionadas na população, onde obteve-se um $p < 0,001$, significativo a 1% e destacando que a metodologia do ACP nesse estudo é apropriada.

Já o teste de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO), que mede a adequação da amostra, indicando resultados aceitáveis quando apresenta valores acima de 0,5, nesse estudo obteve-se um valor de 0,517, dessa forma, pode-se dizer que, o valor está dentro do rol de correlações tidas como aceitáveis (FÁVERO *et al.*, 2009). Com isso, os resultados apresentados pelas duas medidas enfatizam a adequação da análise ACP, para este trabalho.

Após isso, a partir dos autovalores apresentados na Tabela 3, foi possível obter o *scree plot* dos componentes, para analisar a relevância dos primeiros fatores na explicação da variância das variáveis utilizadas no modelo. Nota-se que o primeiro, o segundo e o terceiro componentes demonstram um autovalor superior a 1. Dessa forma, pela regra de Kaiser

(1960), o critério indica que o componente deverá permanecer somente se possuir um autovalor maior que 1, o que leva à retenção dos 3 primeiros componentes, para formação do QPA. Em relação às estatísticas descritivas para essa variável, notam-se valores médios e medianos positivos e muito próximos, cuja alta variabilidade em relação à média pode ser explicada pela alta variabilidade das variáveis que compõem o índice QPA - conforme esperado, o índice varia de valor mínimo de 0 a máximo de 1 e, ao analisar esses valores, percebe-se que, em geral, os países emergentes apresentam um valor baixo para o indicador de QPA (valor médio de 0,26).

Para formação do índice AIP, realizou-se o mesmo procedimento descrito acima. Conforme a Tabela 4, o primeiro componente do AIP explica 74,21% da variância da amostra, o que é uma parcela relevante de variação comum das variáveis. Desse modo, considerando a regra de Kaiser (1960), foi retido apenas o 1º componente para formação do AIP, já que ele é o único que indica um autovalor acima de 1. O teste KMO apresentou resultado superior ao teste realizado anteriormente, com valor de 0,855, e o teste de esfericidade de Bartlett continua rejeitando a hipótese nula com valor de $p < 0,001$. Assim, a ACP continua sendo apropriada nesse estudo.

Tabela 4 - Autovalor das Componentes Principais: Índice AIP

Componentes	Autovalor	Proporção (%)	Acumulada (%)
Componente 1	5,19	74,21	74,21
Componente 2	0,83	11,89	86,10
Componente 3	0,63	9,00	95,10
Componente 4	0,15	2,15	97,25
Componente 5	0,08	1,16	98,41
Componente 6	0,60	0,85	99,26
Componente 7	0,52	0,74	100,00

Estatísticas de KMO e Bartlett	
Bartlett (esfericidade)	3.30e+05***
KMO (adequação da amostra)	0,855

Legenda: (***) Significante a 1%; (**) Significante a 5%; e (*) Significante a 10%.

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Ainda sobre a Tabela 2 destacam-se as estatísticas descritivas para as variáveis que compõem o índice de AIP. Inicialmente, para as seis dimensões do WGI, que variam de 0 a 100, observam-se valores medianos e médios bastante distintos, bem como uma alta dispersão dos valores médios, que podem ser observados também pelos valores de máximo, chegando a 100,000 para o indicador de qualidade regulatória e mínimo de 7,10 para a estabilidade

política nesses países, destacando, entre os seis indicadores, a alta dispersão encontrada para a medida de eficácia do governo, o que ressalta significativas diferenças entre os indicadores de governança mundial dos países emergentes, sendo estes, valores semelhantes aos documentados por Morey *et al.* (2009).

A variável IFRS *Experience* apresenta valores médios de 1,10, representando, em média, os anos em que esses países aderiram às normas internacionais de contabilidade – percebe-se que esta média é relativamente baixa quando considera-se a experiência em IFRS dos países emergentes, principalmente em relação a sua mediana (0,00). Assim, o índice de ambiente informacional dos países (AIP), formado por essas sete variáveis de ambiente informacional, varia de 0 a 1 chegando ao valor mínimo de 0,00 com valor mediano de 0,2781, representando um baixo ambiente de informação nesses países, o que já era esperado, conforme citam Takamatsu e Fávero (2017), destacando que nesses países há maiores problemas de governança e de padrões contábeis.

Adicionalmente o estudo analisou as estatísticas descritivas por país no período de 2000 a 2016, conforme aponta a Tabela 5, buscando observar características particulares de cada país da amostra sobre a qualidade das previsões dos analistas e o seu respectivo ambiente informacional. Observa-se que apesar de verificar, através da análise da estatística descritiva geral, que os países emergentes apresentam baixa qualidade das previsões dos analistas (baixo valor mediano para o índice QPA), nota-se que o Brasil, República Tcheca e Hungria demonstram valores acima da mediana geral (0,19) para este índice. Cabe ressaltar que, sobre os três países citados, a República Tcheca e a Hungria apresentam, respectivamente, apenas 75 e 106 observações, durante o período de 2000 a 2016. Já o Brasil obteve 1.170 observações no período analisado, o que coloca o mercado brasileiro em vantagem, em relação à qualidade das previsões dos analistas, comparado a esses dois países.

Destaca-se ainda que esses países que apresentam melhores indicadores QPA, também contam com maior cobertura de analistas e maior número de recomendações, observado por seus valores medianos. Em complemento, a maioria dos países emergentes analisados apresentou surpresas de previsões de lucros negativas, o que pode indicar um viés otimista nas previsões de consenso dos analistas nesses mercados, conforme já documentado por Martinez (2004).

Em relação ao ambiente de informações dos países, a Colômbia, China, Egito, Indonésia, Índia, Rússia e Peru foram os países que obtiverem menores valores de mediana em relação aos indicadores do WGI, bem como são caracterizados por pouca ou nenhuma

experiência em IFRS, conseqüentemente, também obtiveram pior indicador médio de ambiente de informacional (AIP). Países como Hong Kong e Chile apresentaram maiores indicadores de AIP com baixa variabilidade dos valores médios, o que pode indicar que esses países apresentam um bom ambiente informacional, comparado aos países emergentes analisados.

Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis analisadas por país

Variáveis	QPA		AIP		ACPA		DP		SL		NA		NR		WGI		IFRS EXP	Observações
País	Mediana	Desvio- Padrão	Mediana	Desvio- Padrão	Mediana	Desvio- Padrão	Mediana	Desvio- Padrão	Mediana	Desvio- Padrão	Mediana	Desvio- Padrão	Mediana	Desvio- Padrão	Mediana	Desvio- Padrão	Ano de Adoção	
África do Sul	0,27	0,15	0,49	0,02	-0,25	0,99	0,02	0,16	-0,03	0,57	6	4,26	6	4,36	0,53	0,032	2012	1.085
Arábia Saudita	0,21	0,15	0,33	0,03	-0,19	1,00	0,04	0,10	0,05	0,49	4	4,26	4	4,58	0,37	0,04	Não	445
Brasil	0,38	0,17	0,38	0,04	-0,46	1,41	0,06	0,34	-0,04	1,68	7	4,65	10	5,39	0,40	0,05	2010	1.170
Chile	0,19	0,13	0,81	0,01	-0,30	1,27	0,004	0,07	0,00	0,33	3	3,73	4	4,08	0,88	0,02	2011	396
China	0,18	0,13	0,21	0,03	-0,31	1,05	0,002	0,01	-0,01	0,04	3	3,76	3	3,83	0,23	0,03	Não	11.779
Colômbia	0,16	0,11	0,28	0,03	-0,35	0,93	0,01	0,01	0,001	0,22	2	3,02	3	3,81	0,32	0,03	2015	72
Coreia do Sul	0,21	0,24	0,67	0,02	-0,43	1,32	0,05	0,45	-0,13	1,91	2	5,46	4	7,34	0,74	0,02	2014	3.837
Egito	0,15	0,11	0,08	0,07	-0,27	0,99	0,001	0,18	0,003	0,63	2	3,21	2	3,55	0,10	0,07	Não	308
Emirados Árabes Unidos	0,24	0,15	0,62	0,05	-0,342	1,108	0,004	0,285	0,003	0,778	5	3,77	6	4,00	0,68	0,04	2015	169
Grécia	0,23	0,18	0,63	0,05	-0,42	1,26	0,05	0,31	-0,03	1,39	5	4,85	4	4,92	0,66	0,09	2005	692
Hong Kong	0,24	0,20	0,92	0,06	-0,27	1,12	0,003	0,08	-0,004	0,42	5	5,85	5	6,34	0,97	0,04	2005	1.950
Hungria	0,35	0,21	0,71	0,03	-0,32	1,15	0,03	0,26	-0,05	0,67	7	5,95	7	6,36	0,77	0,07	2005	106
Índia	0,21	0,21	0,25	0,03	-0,24	0,99	0,01	0,07	-0,02	0,26	4	6,01	4	6,83	0,29	0,03	Não	4.832
Indonésia	0,24	0,20	0,13	0,08	-0,31	1,12	0,0005	0,008	-0,0006	0,15	5	5,71	6	6,10	0,16	0,092	Não	1.154
México	0,26	0,17	0,31	0,04	-0,33	1,52	0,01	0,21	-0,01	0,56	5	4,91	7	5,18	0,34	0,06	2012	673
Peru	0,13	0,05	0,28	0,04	-0,40	1,40	0,003	0,06	-0,01	0,31	2	1,41	2	1,68	0,30	0,03	2012	136
Polônia	0,16	0,17	0,75	0,07	-0,34	1,18	0,01	0,25	-0,03	1,00	2	4,35	2	4,81	0,76	0,04	2005	896
Qatar	0,21	0,14	0,73	0,04	-0,13	0,42	0,03	0,18	-0,05	0,42	3	3,61	3	3,80	0,70	0,04	2003	75
República Tcheca	0,43	1,99	0,77	0,06	-0,22	0,89	0,12	0,50	0,01	2,67	7	5,78	8	6,07	0,80	0,03	2005	75
Rússia	0,19	0,17	0,06	0,12	-0,552	1,325	0,002	0,406	-0,001	1,89	3	4,06	4	4,57	0,06	0,01	2012	535
Taiwan	0,15	0,16	0,74	0,05	-0,29	1,10	0,003	0,067	-0,009	0,242	2	4,53	3	5,43	0,81	0,04	2013	4.300
Turquia	0,20	0,18	0,39	0,06	-0,49	1,38	0,02	0,17	0,01	0,52	4	4,79	4	5,91	0,40	0,04	2005	1.252

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

4.2 Análise dos Modelos de Regressão

Nesta seção são apresentados e discutidos os resultados dos modelos de regressão destacados nos procedimentos metodológicos. O presente estudo fez uso do método de regressão linear (MQO), aplicando estimativa OLS agrupada a nível ano, setor e país, e, para isso realizaram-se alguns testes, visando atender aos pressupostos da regressão.

Primeiramente, o pressuposto relativo à normalidade dos resíduos foi verificado por meio do teste Jarque-Bera, observando que todos os modelos apresentavam ausência de normalidade nos resíduos, porém, relaxando esse pressuposto com base na Lei dos Grandes Números, uma vez que foram utilizadas 35.937 observações no estudo.

Devido à presença de heterocedasticidade, detectada por meio do teste de Breusch-Pagan, e de autocorrelação serial, pelo teste de Wooldridge, optou-se por utilizar a matriz de Newey-West para erros autocorrelacionados e heterocedásticos, devido aos indícios da presença dos dois em todos os modelos, nos quais os erros-padrão corrigidos são conhecidos como erros-padrão consistentes para heterocedasticidade e autocorrelação. Tais estatísticas são apresentadas nas tabelas posteriormente.

4.2.1 Resultado da Análise do *Value Relevance* da Qualidade das Previsões dos Analistas

Primeiramente, como análise adicional, esse estudo buscou estimar o modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) a fim de verificar o *value relevance* das variáveis que compõem o índice QPA individualmente, com o intuito de obter informações mais amplas sobre a qualidade preditiva das informações dos analistas nesses países.

A Tabela 6 traz os resultados da estimação do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) com as variáveis utilizadas no índice QPA. No primeiro modelo, têm-se como variável independente a APCA que se demonstra estatisticamente não significativa para explicar o preço das ações, conforme estatística *t*.

Já o desvio padrão das previsões de lucros dos analistas apresentou-se estatisticamente significativo, porém positivamente relacionado com o preço das ações, apresentando um resultado contrário ao documentado na literatura para os mercados emergentes, como no trabalho de Karamanou (2012). Segundo o autor, o desvio-padrão tem relação inversa com o preço. Porém, o resultado evidenciado neste estudo pode significar que, à medida em que o desvio-padrão das previsões de lucros dos analistas é maior, ou seja quando as previsões de

lucros individuais dos analistas são muito discrepantes em relação à média (ao consenso dessas previsões), pode-se indicar que os investidores estariam prestando mais atenção nessas previsões individuais, do que de fato no consenso das previsões de lucros, e, dessa forma, podem estar influenciando positivamente o preço das ações nesses mercados.

Já a surpresa do consenso das previsões de lucros dos analistas mostrou-se negativamente relacionada com o preço das ações, indo de encontro com os estudos de Bartov, Givoly e Hayn (2002) e Martinez (2004). Esses resultados podem indicar que, aos analistas estimarem previsões para os resultados futuros das empresas superiores ao resultado real reportado por elas, demonstram certo otimismo ao mercado, e, desse modo, transmitem sinais aos investidores, criando expectativa nesses mercados, o que pode ocasionar numa elevação dos preços das ações, uma vez que os analistas, por serem especialistas em investimentos, tendem a transmitir confiança e segurança em suas análises, provocando alterações nas expectativas dos investidores.

Tabela 6 - Resultados para a análise do *Value Relevance* das variáveis que compõem o Índice QPA

(continua)

Painel A: Coeficientes das Regressões					
Variável Dependente	Preço¹	Preço¹	Preço¹	Preço¹	Preço¹
E	2,972*** (11,56)	2,77*** (11,47)	3,61*** (12,89)	2,90*** (11,48)	2,85*** (11,27)
BV	0,56*** (23,08)	0,46*** (18,17)	0,54*** (12,89)	0,56*** (23,20)	0,56*** (23,30)
ACPA	-0,09 (-1,04)	-	-	-	-
DP	-	22,19*** (10,41)	-	-	-
SL	-	-	-3,53*** (-7,94)	-	-
NA	-	-	-	0,32*** (13,81)	-
NR	-	-	-	-	0,32*** (14,81)
Constante	2,48*** (7,18)	1,62*** (4,49)	2,34*** (7,10)	0,78* (2,3)	0,70*** (1,54)
<i>Dummies</i> Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> País	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Tabela 6 - Resultados para a análise do *Value Relevance* das variáveis que compõem o Índice QPA
(conclusão)

Painel B: Estatísticas dos Testes					
R ² Ajustado	0,7106	0,7295	0,7215	0,7143	0,7153
Teste F	169,04***	183,04***	175,84***	167,57***	169,75***
VIF (média) ^a	1,74	1,77	1,75	1,74	1,75
Jarque Bera ^b	4.9e+06***	4.9e+06***	4.9e+06***	4.9e+06***	4.9e+06***
Teste de Breusch Pagan ^c	135.717,79***	159.867,65***	146.678,04***	133.490,31***	132.062,37***
Teste Wooldridge ^d	135,02***	127,84***	127,94***	130,77***	132,16***
Observações	35.937	35.937	35.937	35.937	35.937

Legenda: ^aModelo de regressão linear com os erros-padrão estimados com correção robusta de Newey-West. ^a *Variance Inflation Factor* (VIF) para multicolinearidade. ^b Teste Jarque-Bera para normalidade dos resíduos. ^cTeste de Breusch Pagan para heterocedasticidade. ^d Teste de Wooldridge para correlação serial de primeira ordem. Teste *t* entre parênteses. (***) Significante a 1%; (**) Significante a 5%; e (*) Significante a 10%.
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

As variáveis de número de analistas (NA) e número de recomendações (NR) obtiveram resultados semelhantes e esperados, mostrando-se positivamente relacionado com o preço das ações. Neste ponto, pode-se entender que a maior cobertura dos analistas pode proporcionar valorização das empresas podendo indicar alta nos preços das ações.

Da mesma forma, um maior número de recomendações dos analistas sinaliza mais informações sobre a empresa ao mercado, o que, por sua vez, pode impactar positivamente no preço das ações, uma vez que busca diminuir a assimetria de informações existente principalmente nestes países emergentes. Sobre isso, Moshirian e Wu (2009) destacam que as recomendações dos analistas nos países emergentes tendem a ter um viés positivo, em comparação aos desenvolvidos e que os preços reagem fortemente a essas recomendações.

Por fim, ressalta-se que das variáveis que compõem o índice QPA, exceto a acurácia, demonstraram conteúdo informacional nos mercados emergentes. Porém, dentre as variáveis analisadas no modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997), a dispersão das previsões de lucros dos analistas demonstrou maior poder explicativo (R^2 ajustado: 72,95%) do que os demais modelos com as variáveis individuais, comparado ao modelo original, que teve um poder explicativo de 71,06%.

Em seguida, a presente pesquisa buscou analisar a relação das variáveis que compõem o índice QPA de forma agrupada, representada pelo índice QPA, buscando verificar o *value relevance* da qualidade das previsões dos analistas nos países emergentes. Assim, visando testar a primeira hipótese de pesquisa, a Tabela 7 apresenta os resultados para a estimação do modelo original de *value relevance* de Collins, Maydew e Weiss (1997), e para o modelo modificado com a inclusão do índice QPA. Os resultados para o modelo original de Collins, Maydew e Weiss (1997) demonstram que o lucro por ação (E) e o patrimônio líquido por ação

(BV) são estatisticamente significantes e positivamente relacionados com a variável dependente preço por ação (P). Em todos os modelos estimados na Tabela 7, esses resultados estão alinhados com a literatura (BALL; BROWN, 1968; BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 1992; OHLSON, 1995; COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997).

O índice de qualidade das previsões dos analistas mostra-se estatisticamente significativo (1%) e relaciona-se de forma positiva com o preço das ações nos países emergentes. Nota-se também que a inclusão do referido índice ao modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) acrescentou conteúdo informacional a esses mercados, uma vez que o modelo, com a inclusão do índice QPA, demonstrou maior poder explicativo (R^2 ajustado: 71,68%) do que o modelo original estimado com base em CMW (1997) (R^2 ajustado: 71,06%), contribuindo, dessa forma, para explicar os preços das ações nos países emergentes. Diante desses resultados, pode-se dizer que confirma-se a primeira hipótese de pesquisa.

Adicionalmente estimou-se o modelo de CMW (1997) com as variáveis lucro por ação (E) e patrimônio líquido por ação (BV), separadamente, com o intuito de verificar a associação relativa dessas variáveis com o índice QPA. Em geral, observa-se que tanto no modelo com a inclusão do E ou do BV e do índice QPA, as variáveis apresentam-se estatisticamente significantes e positivamente relacionadas com o preço das ações nos países emergentes. Porém, nota-se um maior poder explicativo do modelo com as variáveis de patrimônio líquido por ação e do índice QPA (R^2 ajustado: 0,6864), observando-se que, quando incluso o índice QPA, as informações contábeis do BV adicionam maior conteúdo informacional nesses mercados, para explicar os preços das ações, do que as informações do E (R^2 ajustado: 0,5848).

Esses resultados vão ao encontro de outros estudos que realizaram testes para verificar o *value relevance* do lucro isoladamente ou de forma conjunta com o patrimônio líquido, como os de Collins, Maydew e Weiss (1997) e Francis e Schipper (1999), que encontraram um declínio da associação incremental dos lucros ao longo do tempo, evidenciando maior poder explicativo do patrimônio líquido em relação ao lucro líquido para explicarem os preços correntes. Segundo os autores, as informações do lucro líquido vêm perdendo relevância ao longo do tempo, muito embora, esses resultados contradigam os achados por Landsman e Maydew (2002) e Collins, Li e Xie (2009) que, em seus achados, encontraram um maior poder explicativo dos lucros no mercado americano.

Tabela 7 - Resultados para análise do *Value Relevance* do Índice QPA

Painel A: Coeficientes das Regressões				
Variável Dependente	Preço¹	Preço¹	Preço¹	Preço¹
E	2,96*** (11,63)	2,81*** (62,08)	6,68*** (36,73)	-
BV	0,56*** (23,18)	0,56*** (29,48)	-	0,73*** (45,11)
QPA	-	11,87*** (28,18)	15,93*** (15,23)	14,96*** (16,56)
Constante	2,58*** (7,85)	-0,49 (-1,07)	0,82* (-1,81)	-1,25*** (-3,00)
<i>Dummies</i> Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> País	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Painel B: Estatísticas dos Testes				
R ² Ajustado	0,7106	0,7168	0,5848	0,6864
Teste F	170,97***	1896,33***	150,88***	148,84***
VIF (média) ^a	1,75	1,75	1,71	1,71
Jarque Bera ^b	4.9e+06***	4.9e+06***	4.9e+06***	4.9e+06***
Teste de Breusch Pagan ^c	135.624,75***	133.203,66***	22.581,48***	137.823,24***
Teste Wooldridge ^d	134,44***	130,49***	122,57***	159,18***
Observações	35.937	35.937	35.937	35.937

Legenda: ¹Modelo de regressão linear com os erros-padrão estimados com correção robusta de Newey-West. ^a *Variance Inflation Factor* (VIF) para multicolinearidade. ^b Teste Jarque-Bera para normalidade dos resíduos. ^c Teste de Breusch Pagan para heterocedasticidade. ^d Teste de Wooldridge para correlação serial de primeira ordem. Teste *t* entre parênteses. (***) Significante a 1%; (**) Significante a 5%; e (*) Significante a 10%.
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

4.2.2 Resultado da Análise do *Value relevance* das Informações Contábeis e da Qualidade das Previsões dos Analistas

Para testar a segunda hipótese de pesquisa, estimou-se o modelo de regressão, apontado na Equação 4, buscando verificar se a qualidade das previsões dos analistas influencia positivamente a relevância das informações contábeis nos países emergentes. Neste aspecto, a Tabela 8 apresenta resultados satisfatórios à segunda hipótese de pesquisa.

Ao verificar os resultados para o modelo geral, cuja qualidade das previsões foi analisada juntamente com as informações contábeis de lucro por ação e patrimônio líquido por ação, bem como suas interações, observa-se que o índice QPA mais uma vez apresenta-se positivamente relacionado ao preço das ações. Isso demonstra que, quanto maior a qualidade das previsões dos analistas, maior o preço das ações, assim como as informações contábeis apresentam-se estatisticamente significantes e positivamente relacionadas com o preço das ações em todos os modelos estimados.

Ao analisar a interação do índice QPA com as informações contábeis, observa-se um coeficiente estatisticamente significativo e positivo da interação do índice QPA com o lucro por ação (significância de 5%), para explicar o preço das ações nos países emergentes. Os

resultados indicam que os investidores, nesses mercados, utilizam essas informações para basear suas decisões, ou seja, as informações das previsões dos analistas juntamente com as informações de lucro por ação são relevantes nos mercados emergentes. Já a interação das informações de patrimônio líquido por ação (BV) com a qualidade das previsões não demonstrou significância estatística, no modelo geral.

Tabela 8 - Resultado para análise do Value Relevance, Índice QPA e Informações Contábeis

Panel A: Coeficientes das Regressões			
Variável Dependente	Preço¹	Preço¹	Preço¹
E	1,78*** (3,98)	5,17*** (14,56)	-
BV	0,55*** (13,09)	-	0,63*** (20,43)
QPA	9,67*** (13,09)	12,79*** (11,92)	12,16*** (17,30)
QPA X E	2,14** (2,57)	3,02*** (5,82)	-
QPA X BV	0,0002 (0,00)	-	0,21*** (17,30)
Constante	0,16 (0,45)	0,10 (0,24)	-0,49 (-1,24)
<i>Dummies Ano</i>	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies País</i>	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies Setor</i>	Sim	Sim	Sim
Panel B: Estatísticas dos Testes			
R ² Ajustado	0,7199	0,5908	0,6900
Teste F	169,26***	159,06***	152,20***
VIF (média) ^a	2,26	1,84	1,83
Jarque Bera ^b	3.6e+06***	3.6e+06***	3.6e+06***
Teste de Breusch Pagan ^c	129.982,14***	22.189,60***	130.756,36***
Teste Wooldridge ^d	130,15***	126,70***	162,08***
Observações	35.937	35.937	35.937

Legenda: ¹Modelo de regressão linear com os erros-padrão estimados com correção robusta de Newey-West. ^a *Variance Inflation Factor* (VIF) para multicolinearidade. ^b Teste Jarque-Bera para normalidade dos resíduos. ^c Teste de Breusch Pagan para heterocedasticidade. ^d Teste de Wooldridge para correlação serial de primeira ordem. Teste *t* entre parênteses. (***) Significante a 1%; (**) Significante a 5%; e (*) Significante a 10%.
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Adicionalmente, testou-se o modelo com a inclusão apenas do BV ou do E e suas respectivas interações com o índice QPA. Comparando esses dois modelos, observa-se um maior poder explicativo do modelo com a interação das informações do BV e do índice QPA (R^2 ajustado: 0,69) em comparação ao modelo apenas com a inclusão do E e do índice QPA (R^2 ajustado: 0,59), chegando próximo do poder explicativo para o modelo geral (R^2 ajustado: 0,7199), que inclui as duas interações das informações contábeis com o índice QPA. Esse fato demonstra uma maior relevância das informações de patrimônio líquido por ação, no modelo

juntamente com o índice QPA, para explicar o preço das ações em relação às informações de lucro por ação.

Ademais, observam-se coeficientes positivos e estatisticamente significativos nesses dois modelos, tanto para a interação do lucro por ação ou do patrimônio líquido por ação com o índice QPA. Dessa forma, entende-se que a relevância das informações contábeis do lucro por ação e do patrimônio líquido por ação estão positivamente associadas à qualidade das previsões dos analistas, ou seja, quando analisadas de formas individuais nos modelos, as interações das informações contábeis com o índice QPA demonstraram conteúdo informacional nos mercados emergentes.

Conforme os resultados evidenciados por Hope (2003), as informações contábeis reduzem incertezas e aumenta o nível de acerto das previsões dos analistas. Assim, tendo em vista que esses profissionais transmitem sinais ao mercado, os resultados aqui encontrados podem indicar que as previsões dos analistas contribuem para a compreensão e podem transmitir confiabilidade para os investidores acerca das informações contábeis, principalmente nesses mercados. Dessa forma, quando associadas, essas informações podem impactar positivamente o preço das ações.

4.2.3 Resultado da Análise da Qualidade das Previsões dos Analistas e do Ambiente de Informações dos Países

Os resultados para a terceira hipótese de pesquisa encontram-se na Tabela 9, que buscou verificar a influência do ambiente informacional dos países na qualidade das previsões dos analistas nos mercados emergentes. No primeiro modelo, estimado na Tabela 9, tem-se o índice de ambiente de informações dos países (AIP) como variável independente, para explicar a qualidade das previsões dos analistas, representado pelo índice QPA, como variável dependente.

Ademais, os achados demonstram que o índice AIP, apesar de apresentar coeficiente positivo, demonstra-se estatisticamente insignificante para explicar a relação entre o ambiente de informação dos países e a qualidade das previsões dos analistas nos países emergentes, representada pelo Índice QPA. Desse modo, não se pode confirmar a terceira hipótese de pesquisa do presente estudo.

Porém, adicionalmente, buscando maior robustez na análise acerca das informações sobre a qualidade das previsões dos analistas, o estudo procurou incluir variáveis que

compõem o índice QPA de forma individuais como variáveis dependentes, nos modelos estimados na Tabela 9, a fim de verificar a relação dessas variáveis com o índice AIP. Os resultados demonstram que o ambiente de informação dos países apresentou-se estatisticamente significativo e positivamente relacionado com a acurácia das previsões de lucros dos analistas nos países emergentes. Esses resultados encontram-se em linha com os achados por Morey *et al.* (2009), que evidenciaram que um aumento no índice de governança mundial (WGI) acarreta aumento na avaliação das empresas.

Ademais Tan, Wang e Welker (2011) e Lourenço e Branco (2015) ressaltaram que em alguns países emergentes a adoção de padrões contábeis internacionais melhoraram a acurácia e a capacidade de previsões dos analistas. Os resultados também corroboram com os encontrados por Chen, Xie e Zang (2017), indicando que uma maior acurácia nas previsões de lucros dos analistas está ligada a um melhor ambiente de informação. Por fim, as variáveis surpresas das previsões de lucros dos analistas, número de analistas e número de recomendação não demonstraram-se estatisticamente significantes nos modelos estimados, conforme Tabela 9.

Tabela 9 - Resultados para análise da Qualidade das Previsões dos Analistas e o Índice AIP

Painel A: Coeficientes das Regressões						
Variáveis Dependentes	QPA¹	ACPA¹	DP¹	SL¹	NA¹	NR¹
AIP	0,04 (1,27)	0,61*** (3,04)	0,02 (0,47)	0,04 (0,33)	0,94 (0,99)	1,12 (1,03)
Constante	0,24*** (15,00)	-1,27*** (-12,36)	0,50** *	-0,06 (-0,97)	5,12*** (11,27)	5,35*** (10,36)
<i>Dummies</i> Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> País	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Painel B: Estatísticas dos Testes						
R ² Ajustado	0,1086	0,0323	0,1692	0,0085	0,0939	0,1135
Teste F	57,26***	21,58***	44,03***	6,38***	48,73***	60,88***
Jarque Bera ^a	1.7E+04***	2.485***	1.7E+04***	8,5e+05***	2.769***	5.170***
Teste de Breusch Pagan ^b	2.658,62***	2.014,19***	59.211,44***	385,16***	1.995,11***	2.597,43***
Teste Wooldridge ^c	1.760,163***	41,052***	20,575***	1,335	2784,36***	2994,72***
Observações	35.937	35.937	35.937	35.937	35.937	35.937

Legenda: ¹Modelo de regressão linear com os erros-padrão estimados com correção robusta de Newey-West. ^a Teste Jarque-Bera para normalidade dos resíduos. ^b Teste de Breusch Pagan para heterocedasticidade. ^c Teste de Wooldridge para correlação serial de primeira ordem. Teste *t* entre parênteses. (***) Significante a 1%; (**) Significante a 5%; e (*) Significante a 10%.

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

4.2.4 Resultado da Análise do *Value Relevance* da Qualidade das Previsões dos Analistas e do Ambiente de Informações dos Países

A Tabela 10 buscou responder a quarta hipótese de pesquisa, verificando se o ambiente informacional dos países influencia a relação entre a qualidade das previsões dos analistas e o preço das ações nos países emergentes. Como observado para os outros modelos estimados anteriormente as variáveis E e BV apresentaram relação positiva e significativa com o preço das ações em todas as formas de estimação da equação 6, conforme Tabela 10. Já o índice QPA apresenta-se estatisticamente significativa (1%) e positivamente relacionada com o preço das ações no modelo geral (com E e BV), e no modelo apenas com a inclusão do BV.

Porém, as variáveis de interação das informações contábeis com o índice QPA, mostrou-se *value relevant* apenas no modelo geral. Ressalta-se que, apenas a interação das informações contábeis de BV com o índice QPA apresentou-se estatisticamente positivo e significativa (10%) para explicar os preços das ações. Sobre isso, evidencia-se que as informações contábeis do BV quando associadas à qualidade das previsões dos analistas, demonstram conteúdo informacional aos mercados emergentes, explicando o aumento no preço das ações, diferentemente do observado para a interação do E com o índice QPA, em todos os modelos estimados para a Equação 6. Conforme mencionado anteriormente, alguns estudos fornecem indícios da maior relevância do BV em relação ao E para explicar o preço das ações.

No entanto, o índice AIP mostrou-se contrário ao esperado nesse estudo, apresentando-se negativo e estatisticamente significativo para explicar o preço das ações, tanto no modelo geral (com E e BV) como no modelo com E ou BV. Ao verificar os resultados para a interação do índice AIP com as informações contábeis, percebe-se sua significância nos modelos apenas quando analisado individualmente com uma das informações contábeis por vez (E ou BV), destacando-se a mesma tendência, uma vez que verificou-se um sinal contrário ao esperado.

Esses resultados vão de encontro com a literatura (ALI; HWANG, 2000; LOURENÇO; BRANCO, 2015; PETERSON; SCMARDEBECK; WILKS, 2015; ELBAKRY, 2017) existindo evidências de que um melhor ambiente de informações dos países, com redução da assimetria informacional, impacta positivamente a relevância das informações contábeis. Porém, esses resultados convergem em parte com os documentados por Gatsios, Lima e Assaf Neto (2016), destacando que aspectos do ambiente de informações

dos países, como a adoção de normas internacionais de contabilidade, não surtiram efeito sobre a qualidade da informação contábil.

Já em relação a variável de interação entre a qualidade da previsão dos analistas (QPA) e o ambiente informacional dos países (AIP), percebe-se uma relação positiva e estatisticamente significativa (1%) para explicar o preço das ações nos países emergentes, esta relação é observada para todos os modelos estimados. Os achados relacionados a essa variável de interação indicam que, nos países da amostra, quando o ambiente informacional está associado à qualidade de previsão dos analistas apresentam conteúdo informacional para explicar o aumento no preço das ações, ressaltando-se também maior poder explicativo do modelo geral (com a inclusão e todas as informações contábeis e dos índices QPA e AIP) em relação ao modelo original CMW (1997). Com isso, esses resultados podem indicar que as previsões realizadas pelos analistas buscam mitigar problemas de assimetria informacional existentes nesses mercados, uma vez que se observa uma relação contrária (positiva) dessa interação em comparação a relação apenas do índice AIP com o preço das ações. Esses resultados seguem na mesma linha dos evidenciados por Karamanou (2012), ao verificar a influência de algumas características do país na relação entre acurácia das previsões e o retorno das ações.

Por fim, as variáveis de interação das informações contábeis com a qualidade das previsões e o ambiente informacional, mostraram-se estatisticamente significantes. Mais especificamente, quando as informações do lucro por ação estão associadas à qualidade das previsões dos analistas e a características do ambiente de informações dos países, apresentam conteúdo informacional para explicar o aumento no preço das ações nos mercados emergentes.

A relevância desta variável é observada no modelo geral, bem como quando estimada a Equação 6, analisada apenas com a inclusão do lucro por ação (E), porém, para esse modelo, nota-se uma significância estatística de 10%, relacionada a esta variável de interação. Já a variável de interação das informações do patrimônio líquido (BV) com o índice QPA e o AIP mostrou-se contrária ao esperado, quando analisada no modelo geral juntamente com as informações do E apresentando baixa significância estatística (10%) e relacionando-se negativamente com o preço das ações, porém, quando analisada no modelo apenas com a inclusão do BV , demonstra-se estatisticamente significativa (5%) e positiva para explicar o preço das ações.

Neste contexto, quando analisada no modelo apenas com o BV, a interação das informações contábeis do patrimônio líquido por ação quando associadas ao índice QPA e AIP, é relevante para explicar o aumento do preço das ações nos mercados emergentes. Dessa forma, comparando os modelos com a inclusão do E e do BV evidencia-se maior poder explicativo do modelo apenas com a informação do BV (R^2 ajustado: 0,6939) em relação ao modelo apenas com as informações do E (R^2 ajustado: 0,5949).

Em suma, nota-se que os investidores nesses mercados percebem as diferenças nas características do ambiente informacional dos países, e que quando os aspectos do ambiente de informações dos países estão associados à qualidade das previsões dos analistas, bem como com as informações contábeis, apresentam conteúdo informacional ao mercado, pois quando associadas, essas informações transmitem sinais aos investidores influenciando positivamente o preço das ações nos países emergentes.

Nota-se também que a interação do ambiente de informações dos países com a qualidade das previsões dos analistas para explicar os preços das ações obteve um maior coeficiente do que o índice QPA com a variável dependente, destacando a contribuição do ambiente informacional dos países na relação entre a qualidade das previsões e o preço das ações. Diante dos resultados aqui apresentados, pode-se dizer que esse estudo obteve evidências que confirmam a quarta hipótese de pesquisa.

Tabela 10 - Resultado para análise do *Value Relevance*, QPA e AIP

(continua)

Painel A: Coeficientes das Regressões				
Variável Dependente	Preço¹	Preço¹	Preço¹	Preço¹ (Sem China e Índia)
E	2,39** (2,00)	6,73*** (9,79)	-	2,29* (1,86)
BV	0,65*** (5,69)	-	0,82*** (18,04)	0,65*** (5,64)
QPA	2,85*** (3,59)	0,07 (0,06)	2,14*** (2,58)	12,08*** (6,38)
E x QPA	-5,51 (1,64)	-0,20 (-0,12)	-	-7,29** (-2,10)
BV x QPA	0,53* (1,79)	-	-0,02 (-0,17)	0,60** (2,01)
AIP	-11,09*** (-4,18)	-20,24** (-6,18)	-8,63*** (-3,08)	-9,30*** (-2,95)
E x AIP	-0,92 (-0,44)	-2,86** (-2,30)	-	-0,83 (-0,39)
BV x AIP	-0,20 (-1,03)	-	-0,38*** (-4,24)	-0,19 (-1,00)
QPA x AIP	16,66***	28,63***	22,69***	5,18*

	(8,15)	(9,27)	(9,38)	(1,91)
E x QPA x AIP	12,53**	5,24*	-	15,27***
	(2,31)	(1,86)		(2,73)

Tabela 10 - Resultado para análise do *Value Relevance*, QPA e AIP

(conclusão)

Painel A: Coeficientes das Regressões				
Variável Dependente	Preço ¹	Preço ¹	Preço ¹	Preço ¹ (Sem China e Índia)
BV x QPA x AIP	-0,86*	-	3,14**	-0,99**
	(-1,81)		(2,47)	(-2,05)
Constante	4,89***	8,82***	3,14***	3,24**
	(4,04)	(5,73)	(2,47)	(2,12)
<i>Dummies</i> Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> País	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Painel B: Estatísticas dos Testes				
R ² Ajustado	0,7252	0,5949	0,6939	0,7283
Teste F	162,59***	153,09***	156,05***	147,93***
VIF (média) ^a	18,53	6,84	6,91	18,72
Jarque Bera ^b	3.6e+06***	3.6e+06***	3.6e+06***	5.4e+05***
Teste de Breusch Pagan ^c	122.258,93***	23.561,39***	126.261,29***	36.484,97***
Teste Wooldridge ^d	142,00***	132,36***	155,36***	125,70***
Observações	35.937	35.937	35.937	19.326

Legenda: ¹Modelo de regressão linear com os erros-padrão estimados com correção robusta de Newey-West. ^a *Variance Inflation Factor* (VIF) para multicolinearidade. ^b Teste Jarque-Bera para normalidade dos resíduos. ^c Teste de Breusch Pagan para heterocedasticidade. ^d Teste de Wooldridge para correlação serial de primeira ordem. Teste *t* entre parênteses. (***) Significante a 1%; (**) Significante a 5%; e (*) Significante a 10%.
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Como análise adicional, esse estudo buscou realizar uma análise com um subgrupo, retirando da amostra os países da China e Índia, devido à alta representatividade, que representam mais de 46 % da amostra total. Assim, optou-se por uma análise adicional com a exclusão desses países com o intuito de verificar se os resultados obtidos anteriormente sofrem alterações. Dessa forma, estimou-se a Equação 6 com a amostra sem as observações da China e Índia. Em suma, percebe-se que os resultados obtidos anteriormente mantem-se inalterados, seguindo a mesma tendência observada para toda a amostra do estudo apresentados no último modelo estimado, conforme Tabela 10.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo analisar o *value relevance* da qualidade das previsões dos analistas nos diferentes ambientes informacionais dos países emergentes. Para responder a questão de pesquisa foi empregado o método de regressão linear usando estimativa OLS agrupada em níveis ano, setor e país. Dessa forma, foram coletados os dados de empresas não financeiras, cujos mercados emergentes compõem o índice *Morgan Stanley Capital Internacional* (MSCI) para países emergentes, o que representou uma amostra de 7.024 empresas analisadas, totalizando 35.937 observações no período de 2000 a 2016.

Por meio do resultado das regressões estimadas, o estudo encontrou suporte parcial às hipóteses de pesquisa desenvolvidas no presente estudo. Primeiramente, foi possível constatar que a qualidade das previsões dos analistas é *value relevance* nos mercados emergentes, uma vez que, ao inclui-la ao modelo de *value relevance* de Collins, Maydew e Weiss (1997) observou-se um maior poder explicativo do modelo para explicar os preços das ações nesses mercados.

Dessa forma, o estudo obteve evidências favoráveis à confirmação da primeira hipótese de pesquisa, constatando-se a relação positiva da qualidade das previsões dos analistas, representada nesse estudo pelo Índice QPA, e o preço destas ações. Neste contexto, infere-se que a qualidade das previsões dos analistas apresenta conteúdo informacional nos mercados emergentes, bem como que a disseminação de informações por esses profissionais desempenham um papel importante nesses mercados, influenciando de maneira significativa a tomada de decisão por parte dos investidores.

Ademais, o estudo também obteve evidências de que, quando associadas à qualidade das previsões dos analistas, as informações contábeis apresentam *value relevance* nesses mercados, destacando-se, neste ponto, uma maior relevância do patrimônio líquido em relação ao lucro por ação, fato esse encontrado anteriormente (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997; FRANCIS; SCHIPPER, 1999) inclusive para os países emergentes (MARTINS; MACHADO; CALLADO, 2014), cujos estudos evidenciaram a relevância das informações do patrimônio líquido em relação ao lucro por ação. Dessa forma, confirma-se a segunda hipótese de pesquisa.

Em relação ao ambiente de informações dos países, o estudo não obteve evidências estatísticas sobre a sua relação com o índice de qualidade das previsões, porém, verificou-se que o índice de ambiente informacional dos países apresenta relação positiva e significativa

com a acurácia das previsões de lucros, indicando que, em países com melhor ambiente de informações, as previsões dos analistas são mais acuradas.

Esses resultados indicam que as características do ambiente de informações dos países são percebidas pelos analistas, e que fatores como os padrões contábeis e os indicadores de governança ao nível país podem aumentar ou diminuir incertezas no processo de formação das previsões dos analistas, de forma que melhores indicadores de governança ou adoção de padrões contábeis contribuiriam para previsões mais acuradas em países emergentes, uma vez que buscam reduzir problemas como a assimetria de informações nesses países. Todavia, como o estudo não obteve evidências da relação do ambiente de informação com o índice de qualidade das previsões dos analistas, utilizado na presente pesquisa, assim não se pode confirmar a terceira hipótese de pesquisa.

No que tange ao impacto do ambiente de informações dos países na relação entre qualidade das previsões dos analistas e o preço das ações, verificou-se estatisticamente a relação positiva na associação entre o ambiente informacional dos países e a qualidade das previsões dos analistas para explicar o preço das ações. Desse modo, percebe-se que a relevância das informações divulgadas pelos analistas estão associadas aos aspectos do ambiente informacional dos países nos mercados emergentes.

Assim, fatores como melhores indicadores de governança mundial ou adoção aos padrões contábeis internacionais, juntamente com a qualidade das previsões dos analistas nesses países, geram expectativas no mercado elevando o preço das ações, confirmando-se, assim, a quarta hipótese de pesquisa. Observa-se também que, no geral, as informações contábeis quando associadas à qualidade das previsões dos analistas e a aspectos do ambiente de informações dos países apresentam conteúdo informacional para explicar o aumento no preço das ações nos mercados emergentes.

Adicionalmente, essa pesquisa obteve resultados que indicam uma maior relevância das informações contábeis no patrimônio líquido em relação ao lucro por ação nos países emergentes, sejam estes quando analisados individualmente, juntamente com as variáveis de qualidade das previsões dos analistas, bem como em suas interações com as informações contábeis ou com o ambiente informacional dos países, nos modelos estimados.

Em suma, este trabalho teve como principal contribuição preencher o hiato existente acerca da capacidade preditiva dos analistas no ambiente de informações dos países emergentes, bem como analisar o impacto do ambiente informacional na relevância das previsões dos analistas nesses mercados, apresentando evidências de que a qualidade das

previsões dos analistas é *value relevance* nos mercados emergentes. Desse modo, entende-se que essas previsões sinalizam informações, auxiliando os investidores na tomada de decisão de investimentos e contribuindo para a eficiência desses mercados.

Assim, os resultados da presente pesquisa abrangem os achados de Karamanou (2012) e Huang e Boateng (2016), uma vez que, além de analisar um maior conjunto de países emergentes, utilizou-se um modelo de *value relevance* para apontar evidências sobre a qualidade das previsões dos analistas, bem como quando considerados aspectos do ambiente informacional desses países.

Por fim, salienta-se que não se deve generalizar os achados desta pesquisa para todos os mercados emergentes, pois os resultados aqui encontrados estão delimitados ao período utilizado como análise (2000 a 2016), bem como à amostra, que utilizou como base os países que compõem o MSCI. Destacam-se algumas outras limitações de ordem amostral, principalmente em relação às variáveis relacionadas com a acurácia e ao desvio padrão das previsões dos analistas, que são observáveis para um número relativamente pequeno de observações utilizadas na amostra, sendo um dos determinantes para a redução do quantitativo de empresas analisadas.

Como sugestões para a continuação desta pesquisa, indica-se verificar o *value relevance* da qualidade das previsões dos analistas, utilizando algum outro método de análise, como também, verificando a influência de outros aspectos do ambiente informacional dos países, como o nível de inadimplência do país e variáveis macroeconômicas. Sugere-se, também, realizar comparações dos resultados aqui evidenciados dos países emergentes com os mercados desenvolvidos.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488–500, ago. 1970.

ALI, Ashiq; HWANG, Lee-Seok. Country-Specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. **Journal of Accounting Research**, v. 38, n. 1, p. 1-21, 2000.

ANTUNES, Marco A.; PROCIANOY, Jairo L. Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 38, n.1, p.5-14, jan/mar. 2003.

ARMSTRONG, Christopher S.; BALAKRISHNAM, Karthik; COHEN, Daniel A. Corporate governance and the information environment: Evidence from state antitakeover laws. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 53, n. 1-2, p. 185-204, 2012.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, p. 159-178, 1968.

BANCO MUNDIAL. **The Worldwide Governance Indicators (WGI) Project**. Disponível em: <<http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#doc>> Acesso em 2 dez. 2018.

BARTH, Mary E.; BEAVER, William H.; LANDSMAN, Wayne R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting & Economics**, v. 31, p. 77-104, 2001.

BARTOV, Eli; GIVOLY, Dan; HAYN, Carla. The rewards to meeting or beating earnings expectations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p. 173-204, 2002.

BEAVER, William H. The Information Content of Earnings Announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 67-92, 1968.

BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem; WELKER, Michael. The World Price of Earnings Opacity. **The Accounting Review**, v. 78, n. 3, p. 641-678, jul. 2003.

BOZEC, Richard; BOZEC, Yves. The use of governance indexes in the governance-performance relationship literature: International evidence. **Canadian Journal of Administrative Sciences**, v. 29, n. 1, p. 79-98, 2012.

BRAGA, Josué Pires. **Efeitos da adoção obrigatória das IFRS sobre a qualidade do ambiente informacional: A relevância dos fatores institucionais**. 2016. Tese (Doutorado em Ciências). Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

BROWN, Lawrence D.; ROZEFF, Michael S. The superiority of analyst forecasts as measures of expectations: Evidence from earnings. **The Journal of Finance**, v. 33, n. 1, p. 1-16, 1978.

BROWN, Stephen; LO, Kin; LYS, Thomas. Use of R^2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, n. 2, p. 83-115, 1999.

CAHAN, Steven F.; EMANUEL, David; SUN, Jerry. The effect of earnings quality and country-level institutions on the value relevance of earnings. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 33, n. 4, p. 371-391, nov. 2009.

CHAKRABARTI, Rajesh; HUANG, Wei; JAYARAMAN, Narayanan. Price and volume effects of changes in MSCI indices—nature and causes. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 5, p. 1237-1264, mai. 2005.

CHEN, Shuping; MIAO, Bin; SHEVLIN, Terry. A new measure of disclosure quality: The level of disaggregation of accounting data in annual reports. **Journal of Accounting Research**, v. 53, n. 5, p. 1017-1054, 2015.

CHEN, Tao; XIE, Lingmin; ZHANG, Yuanyuan. How does analysts' forecast quality relate to corporate investment efficiency?. **Journal of Corporate Finance**, v. 43, p. 217–240, 2017.

CHUNG, Kee H.; JO, Hoje. The impact of security analysts' monitoring and marketing functions on the market value of firms. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 4, p. 493-512., dez. 1996.

CLEMENT, Michael B. Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter?. **Journal of Accounting and Economics**, v. 27, n. 3, p. 285-303, 1999.

COLLINS, Daniel W.; MAYDEW, Edward L.; WEISS, Ira S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 1, p. 39-67, dez. 1997.

_____; LI, Olivier Z.; XIE, Hong. What drives the increased informativeness of earnings announcements over time?. **Review of Accounting Studies**, v. 14, n. 1, p. 1-30, mar., 2009.

_____; PINCUS, Morton; XIE, Hong. Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity. **The Accounting Review**, v. 74, n. 1, p. 29-61, jan., 1999.

CUPERTINO, César M. **O Modelo de Ohlson de avaliação de empresas: uma análise crítica de sua aplicabilidade e testabilidade empírica**. 2003. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco, Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Brasília: UNB, 2003.

DALMÁCIO, Flávia Z. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização**. 2009. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2009.

_____; LOPES, Alexsandro B.; REZENDE, Amaury J. Governança corporativa e acurácia das previsões individuais dos analistas: uma análise no mercado brasileiro. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 10, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2010.

_____; LOPES, Alessandro B.; REZENDE, Amaury J.; SARLO NETO, Alfredo. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. **RAM - Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 5, p. 104-139, dez. 2013.

DECHOW, Patricia M.; GE, Weili; SCHRAND, Catherine M. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, 2010.

EASTON, Peter D. Accounting earnings and security valuation: evidence of the fundamental link. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 54-77, 1985.

ELBAKRY, Ashraf E.; NWACHUKWU, Jacinta C.; ABDU, Hussein A.; ELSHANDIDY, Tamer. Comparative evidence on the value relevance of IFRS-based accounting information in Germany and the UK. **Journal of International Accounting**, v. 28, p. 10-30, 2017.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, mai. 1970.

_____. Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, dez. 1991.

FATMA, Triki; ABDELWAHED, Omri. Earnings quality and cost of equity capital: evidence from Tunisia. **International Journal of Managerial and Financial Accounting**, v. 2, n. 2, p. 161-176, 2010.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FRANCIS, Jennifer; SCHIPPER, Katherine. Have financial statements lost their relevance?. **Journal of Accounting Research**, v. 37, n. 2, p. 319-352, 1999.

FRANCO, Delano. Projeções de lucros sistematicamente exageradas: um estudo para o Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 56, n. 4, p. 551-589, out/dez. 2002.

GATSIOS, Rafael C. **Acurácia e dispersão das estimativas dos analistas no mercado de capitais brasileiro: Impacto da adoção do padrão IFRS sobre a qualidade preditiva da informação contábil**. 2013. Dissertação (Mestrado em Ciências). Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, 2013.

_____; LIMA, Fabiano G.; ASSAF NETO, Alexandre. Viés de previsão das estimativas dos analistas de mercado em um país emergente: impacto da adoção do padrão IFRS no Brasil. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 16, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2016.

GIVOLY, D.; LAKONISHOK, J. The Information Content of Financial Analysts' Forecasts of Earnings. **Journal of Accounting and Economics**, p. 165-185, 1979.

GOODMAN, Theodore H.; NEAMTIU, Monica; SHROFF, Nemit; WHITE, Hal D. Management forecast quality and capital investment decisions. **The Accounting Review**, v. 89, n. 1, p. 331-365, jun., 2013.

GRIFFIN, P. Competitive Information in the Stock Market: **An Empirical Study of Earnings, Dividends and Analysts' Forecasts**. *Journal of Finance*, p. 631-650, mai. 1976.

GU, Zhaoyang; WU, Joanna S. Earnings skewness and analyst forecast bias. **Journal of Accounting and Economics**, v. 35, n. 1, p. 5-29, abr. 2003.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, set. 2001.

HØEGH-KROHN, Nils E. J.; KNIVSFLÅ, Kjell H. Accounting for intangible assets. In: **International Journal of Accounting**, v. 35, n. 2, p. 243-265, 2000.

HOPE, Ole- Kristian. Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: an international study. **Journal of Accounting Research**, v. 41, n. 2, p. 235-272, mai. 2003.

HOUQE, Muhammad N.; MONEM, Reza M. IFRS adoption, extent of disclosure, and perceived corruption: a cross-country study. **The International Journal of Accounting**, v. 51, n. 3, p. 363-378, 2016.

HUANG, Allen H.; ZANG, Amy Y.; ZHENG, Rong. Evidence on the information content of text in analyst reports. **The Accounting Review**, v. 89, n. 6, p. 2151-2180, nov. 2014.

HUANG, Wei; BOATENG, Agyenim. On the value relevance of analyst opinions and institutional shareholdings in China. **International Journal of Accounting and Information Management**, v. 24, n. 3, p. 206-225, 2016.

IMHOFF, E., LOBP, G. Information Content of Analysts' Composite Forecast Revisions." **Journal of Accounting Research**, p. 541-554, 1984.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 160-305, out. 1976.

KAISER, Henry F. The Application of Electronic Computers to Factor Analysis. **Educational and Psychological Measurement**, v. 20, n. 1, p. 141-151, 1960.

KARAMANOU, Irene. Value relevance of analyst earnings forecasts in emerging markets. **Advances in Accounting**, v. 28, n. 1, p. 128-137, 2012.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 105-231, set. 2001.

LANDSMAN, Wayne R.; MAYDEW, Edward L. Has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades?. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 3, p. 797-808, 2002.

LANGBEIN, Laura; KNACK, Stephen. The worldwide governance indicators: Six, one, or none? **Journal of Development Studies**, v. 46, n. 2, p. 350–370, 2010.

LOURENÇO, Isabel M. E. C.; BRANCO, Manuel E. M. de A. D. C. Main Consequences of IFRS Adoption: Analysis of Existing Literature and Suggestions for Further Research. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 126-139, mai/ago. 2015.

LUO, Xueming; WANG, Heli; RAITHEL, Sascha; ZHENG, Qinqin. Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns. **Strategic Management Journal**, v. 36, n. 1, p. 123-136, 2013.

MAROCO, J. **Análise Estatística**: com utilização do SPSS. 2. ed. Lisboa: Sílabo, Lisboa, 2003.

MARTINEZ, Antônio L. **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. 2004. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.

_____. Determinantes da acurácia das previsões dos analistas do mercado de capitais. **Revista UnB Contábil**, v. 10, n. 2, p. 69-96, jul./dez., 2007.

_____; DUMER, Miguel C. R. Adoção das IFRS e as propriedades das previsões de lucros dos analistas: Caso brasileiro. **Revista Mineira de Contabilidade**, vol. 4, n. 52, p. 53-62, out./ dez. 2013.

MARTINS, Orleans S.; BARROS, Lucas A. B. de C. Influence of information Asymmetry and information environment on the information quality in emerging countries. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 18, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2018.

MARTINS, Vinícius Gomes; MACHADO, Márcio André Veras; CALLADO, Aldo Leonardo Cunha. Análise da Aditividade de Value relevance da DDF e da DVA ao Conjunto de Demonstrações Contábeis: Evidências de Empresas do Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 17, n. 1, 2014.

MCEWEN, Ruth A.; HUNTON, James E. Is Analyst Forecast Accuracy Associated with Accounting Information Use? **Accounting Horizons**, v. 13, n. 1, p. 1-16, mar. 1999.

MOREY, Matthew; GOTTESMAN, Aron; BAKER, Edward; GODRIDGE, Ben. Does better corporate governance result in higher valuations in emerging markets? Another examination using a new data set. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 2, p. 254-262, fev. 2009.

MOSHIRIAN, Fariborz; NG, David; WU, Eliza. The value of stock analysts' recommendations: Evidence from emerging markets. **International Review of Financial Analysis**, v. 18, n. 1-2, p. 74-83, 2009.

MORRIS, Richard D. Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice, **Accounting and Business Research**, v. 18, n. 69, p. 47-56, 1987.

OHLSON, James A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary accounting research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.

_____. Earnings, book values, and dividends in equity valuation: an empirical perspective. **Contemporary Accounting Research**, v. 18, n. 1, p. 107-120, 2001.

PETERSON, Kyle; SCHMARDEBECK, Roy; WILKS, T. Jeffrey. The earnings quality and information processing effects of accounting consistency. **The Accounting Review**, v. 90, n. 6, p. 2483-2514, 2015.

PIOTROSKI, Joseph D.; ROULSTONE, Darren T. The influence of analysts, institutional investors and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. **The Accounting Review**, v. 79, n. 4, p. 1119-1151, out. 2004.

RAMNATH, Sundares; ROCK, Steve; SHANE, Philip. The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research. **International Journal of Forecasting**, v. 24, n. 1, p. 34-75, 2008.

RAMOS, Dionísio A.; LUSTOSA, Paulo R. B. Verificação empírica da *value relevance* na adoção das normas internacionais de contabilidade para o mercado de capitais brasileiro. **ConTexto**, v. 13, n. 25, p. 70-83, set./dez. 2013.

SAITO, Richard; VILLALOBOS, Sonia J. S.; BENETTI, Cristiane. The quality of sell-side analyst' earnings forecast: empirical evidence from the Brazilian market. **Revista de Administração**, v. 43, n. 4, p. 356-369, 2008.

SODERSTROM, Naomi S.; SUN, Kevin J. IFRS adoption and accounting quality: a review. **European Accounting Review**, v. 16, n. 4, p. 675-702, 2007.

SPENCE, Michael. Job Market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**. v. 87, n. 3, p. 355-374, ago. 1973.

TAKAMATSU, Renata T. **Indicadores contábeis, ambiente informacional de mercados emergentes e retorno das ações**. 2015. Tese (Doutorado em Ciências) - Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

_____; FÁVERO, Luiz P. L. Opacity of financial information, adoption of international standards and legal origins. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 19, n. 66, p. 594-612, out./dez. 2017.

TAN, Hongping; WANG, Shiheng; WELKER, Michael. Analyst following and forecast accuracy after mandated IFRS adoptions. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 5, p. 1307-1357, mai. 2011.

YU, Fang F. Analysts Coverage and Earnings Management. **Journal of Financial Economic**, vol. 88, n. 2, p. 245-271, mai. 2008.

YU, Minna. Analyst recommendations and corporate governance in emerging markets. **International Journal of Accounting & Information Management**, v. 19, n. 1, p. 34-52, 2011.