

COMO O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO REAGE A SURPRESA NOS LUCROS?

Antonio Lopo Martinez¹

Av. Princesa Isabel, 542 - Apt. 1201 - Barra

CEP: 40130 030 Salvador/Bahia Brasil

Fone: (71) 3264 3126

E-mail: lopo@cairu.br

¹ Fundação Visconde de Cairu

CEPPEV

CEP: 40.070-200 Salvador/Bahia Brasil

Resumo:

Este artigo propõe-se a analisar o conteúdo informativo do anúncio de resultados contábeis inesperados. Por informativo entenda-se a propriedade de provocar alterações nos preços das ações. Após uma breve revisão da literatura sobre surpresa nos resultados, realiza-se um estudo de eventos do impacto da divulgação de resultados contábeis inesperados no retorno das ações no mercado brasileiro. O período de estudo é de 1996 a 2003, focalizado nas companhias abertas brasileiras. A partir de informações extraídas do sistema I/B/E/S, utilizou-se a consenso das previsões dos analistas para o lucro por ação como *proxy* para as expectativas do mercado. A pesquisa revelou que o mercado brasileiro reage de modo significativo a surpresa nos resultados. Diferente da literatura internacional, no caso de surpresas negativas, o mercado parece antecipar o resultado, verificando-se retornos anormais negativos nos períodos que antecedem o anúncio. Já para as surpresas positivas inicia-se um ciclo de retornos anormais positivos após o anúncio do resultado. Numa análise qualitativa da natureza das surpresas, constatou-se que as ações de empresas nas quais os resultados contábeis atingem (mas não excedem) as expectativas dos analistas têm um desempenho superior no período de 30 e 90 dias após a data do anúncio. Esta pesquisa é importante para identificar possíveis estratégias lucrativas de investimento e destacar algumas especificidades do mercado brasileiro.

Abstract: This paper aims to investigate the informational content of earnings surprises, informational meaning the property to change stock prices. After a brief literature review on earnings surprises, it was implemented a study event of impact of unexpected earnings on Brazilian stocks returns. The study period was from 1996 through 2003. Using data extracted from I/B/E/S system, it was used the consensus analysts earnings forecast as a proxy for market expectations. In contrast to the international literature, negative earnings surprises were anticipated by negative abnormal returns in the period before earnings announcement. For positive earnings surprises it was initiated a cycle of positive abnormal returns after earnings announcement. Implementing qualitative analysis of these earnings surprises has proven that stocks in which the earnings beat (but not exceed) the analyst's earnings expectations have a superior performance in a period of 30 to 90 days after the announcement. This research is important to identify opportunities for profitable strategies using earnings surprises and to highlight some particularities of the Brazilian capital market.

Palavras Chaves: Analistas, Retornos, Lucro por Ação, Estudo de Eventos, Expectativas

1. Introdução

Num mercado de capitais eficiente não há oportunidades para retornos anormais usando informações públicas, tendo em vista que os preços já refletem todas as informações disponíveis. O anúncio dos resultados contábeis não deve ter impacto sobre os preços, exceto se o anúncio proporcione um sinal que altere a perspectiva do mercado sobre o futuro da empresa.

Uma surpresa nos lucros ocorre quando o resultado anunciado fica acima (abaixo) das suas expectativas, caracterizando uma surpresa positiva (negativa), da qual decorre uma alteração de expectativas, com prováveis efeitos nos preços das ações.

Dentro dessa perspectiva, esse artigo pretende investigar como o mercado brasileiro responde a surpresas nos resultados. Diversas podem ser as conseqüências das surpresas sobre o mercado de capitais. Além de oscilações nos retornos, o volume de negócios, a liquidez da ação e a volatilidade dos preços podem ser alterados por uma surpresa nos resultados. Não obstante esses efeitos serem interessantes, este estudo concentra-se na análise exclusiva dos retornos das ações.

Como *proxy* para as expectativas dos resultados optou-se por utilizar as previsões dos analistas. Os analistas são vistos como profissionais que avaliam a performance e as

perspectivas futuras das companhias com cotação em bolsa de valores. Eles disponibilizam para outros suas opiniões. Usualmente compreendidos como intermediários financeiros, o setor de análises pode ser encarado como um setor econômico onde o fator de produção básico são as informações (financeiras e outras) e o produto, a análise e interpretação desses dados.

Durante um exercício financeiro, podem os analistas realizar diversas revisões de previsões, porém, em um único momento pode ocorrer a surpresa. As revisões acontecem ao longo do ano, antes do anúncio do resultado. A surpresa se materializa apenas neste último momento, quando se compara o resultado anunciado com as expectativas dos analistas.

Com o propósito de ilustrar as diferenças entre as revisões de previsões e as surpresas, apresenta-se a Figura 1. Observe-se que as revisões ocorrem ao longo do ano t . A Figura apresenta a previsão de um analista que ocorre no início do período, que vai sendo revisada até chegar à última previsão antes do anúncio do resultado. No período que transcorre entre a primeira previsão e a última previsão, ocorreram apenas revisões. A comparação da última previsão realizada com o resultado concreto denomina-se surpresa do analista (que, na essência, é o erro de previsão para a última projeção realizada).

[INSERIR FIGURA 1 NESTA POSIÇÃO]

O restante do artigo estará voltado para análise dos efeitos de resultados inesperados e de como o mercado brasileiro reage às surpresas positivas ou negativas nos resultados. São qualificados os diversos tipos de surpresa por suas propriedades intrínsecas, procurando inferir os comportamentos do mercado decorrentes. Metodologicamente, serão realizados estudos de eventos em torno da data de anúncio do resultado para acompanhar como o mercado responde, em termos médios, às surpresas negativas e positivas. Testes paramétricos e não paramétricos serão utilizados para dar robustez às estatísticas. Finaliza-se o artigo com o relato das principais conclusões e a identificação das implicações dos resultados.

2. Revisão da Literatura: Surpresa nos Lucros

A idéia de que o preço de uma ação é igual ao valor descontado do seu fluxo de caixa esperado é a base de vários modelos de avaliação relacionando o lucro com o preço das ações. A lógica é de que o lucro corrente é capaz de prever o lucro futuro. Esse é o raciocínio que relaciona surpresas nos lucros anunciados com reações nos preços. Portanto, quando o lucro efetivo se apresenta como superior ao que se esperava, especula-se que as reações do mercado

REAd – Edição 51 Vol. 12 N° 3 mai-jun 2006

são positivas; no mesmo sentido, quando o resultado não alcança as expectativas, o mercado reage penalizando aquela empresa.

Em trabalho pioneiro, BALL & BROWN (1968) demonstraram que, após o anúncio dos resultados, os preços das ações continuam a mover-se na mesma direção da mudança dos resultados de um ano para o outro. B&B verificaram que um crescimento inesperado nos lucros seria acompanhado por retornos anormais positivos. Uma importante particularidade de B&B foi o uso do resultado contábil do período anterior como uma *proxy* das expectativas do mercado.

No final da década de 70, LATANÉ & JONES (1977) estruturaram portfólios baseados num coeficiente padronizado de surpresa, calculado a partir do resultado não esperado (lucro efetivo - lucro esperado), documentando evidências de que firmas, apresentando resultados melhores que o esperado, têm um desempenho em termos de retornos melhor que aquelas firmas que tiveram um desempenho pior que o esperado. Em meados da década de 80, a reação do mercado à surpresa nos lucros já estava bem evidenciada na literatura internacional, sendo tratada como uma violação à hipótese semiforte de eficiência do mercado [BROWN (1997)].

Para a maioria das pesquisas, as previsões dos analistas eram usualmente tidas como a *proxy* das expectativas do mercado. Assim, resultados reais acima do previsto pelos analistas eram tidos como surpresas positivas. Por sua vez, quando não se alcançava a previsão dos analistas, as surpresas negativas passavam a ser refletidas de pronto no valor das ações. Ou seja, existiria uma penalidade para aquelas empresas que não atingissem as expectativas.

A preocupação em atender às expectativas dos analistas passou a se constituir num importante foco da atenção da gestão para evitar surpresas negativas. KASZNIK & MCNICHOLS (2002) confirmaram que as firmas que atendem às expectativas dos analistas desfrutam de um retorno maior quando comparado a firmas semelhantes, que não alcançam os resultados estimados pelos analistas.

Essas condições acabam motivando os gestores a tomar atitudes oportunistas, visando evitar surpresas negativas. BROWN (2001) encontrou um número desproporcional de casos, em anos recentes, onde os lucros por ação são muito pouco (centavos) acima das expectativas dos analistas.

DECHOW et al. (1999) argumentaram que as firmas parecem estar “gerenciando” os seus resultados contábeis para alcançar (*beat*) as expectativas do mercado. Essas

considerações fundamentaram-se numa frequência desproporcionalmente maior de empresas com pequenos erros positivos de previsão (lucro efetivo > lucro estimado) do que empresas com pequenos erros negativos de previsão (lucro efetivo < lucro estimado).

Além de utilizar *earnings management* como mecanismo para atender às expectativas dos analistas, as empresas podem estar adotando também práticas de “gerenciamento” de expectativas, ou seja, ir criando a impressão de que o resultado seria pior do que se está esperando, reduzindo as expectativas dos analistas, e surpreender o mercado positivamente no anúncio do resultado.

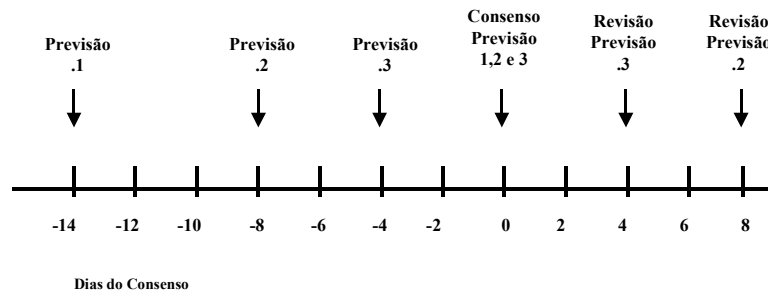
Apesar de a literatura não ter investigado diretamente essa hipótese, o fato é que reduzir as expectativas de lucros levaria também a uma queda no valor da ação, e não é certo se o efeito produzido pela surpresa suplantaria as perdas no processo ao reduzir expectativas. Concretamente, SOFFER et al. (2000) apresentaram evidências empíricas de que haveria um expressivo declínio no preço da ação de companhias que advertem com antecedência os investidores de futuras notícias ruins (ou seja, reduzem as expectativas dos analistas do resultado).

Urge registrar que a maioria da literatura, usa o consenso dos analistas, e não a previsão individual, como uma *proxy* das expectativas gerais do mercado. O consenso é a média ou mediana das previsões de lucros dos analistas para uma empresa num determinado período. Segundo BEAVER (1981), o consenso sistematicamente tem melhor desempenho que os analistas individuais. Para esse autor, até mesmo quando o consenso não desempenha melhor que a previsão individual, ainda existe uma vantagem em utilizá-lo como referência. O consenso é simples (e barato) de ser calculado e pode ter desempenho tão bom quanto métodos mais complexos (e caros) para estimar o resultado.

Para GILOV & LAKONISHOK (1984), a grande vantagem na utilização do consenso é o fato de que, por representar uma média do mercado, pode ser eventualmente utilizada como uma *proxy* das expectativas gerais do mercado. Entretanto, esse argumento não é plenamente preciso, tendo em vista que as previsões disponíveis dos analistas, num determinado momento, foram produzidas em momentos diferentes. Cada previsão em particular reflete as informações disponíveis no momento em que é editada. O consenso apenas compila previsões editadas em diferentes momentos e calcula um valor aproximado de qual seria a média (ou mediana) das previsões.

Outro aspecto negativo do uso de consenso é o fato de que este iguala o peso de todos os analistas, independente de seu desempenho passado. No consenso, todos os analistas são iguais, independentemente de suas habilidades, competências e desempenho passado.

O diagrama a seguir evidencia como se calcula, em termos de uma linha do tempo, o valor do consenso dos analistas:



3. Aspectos Metodológicos

3.1. Base de dados: I/B/E/S e Economática

O estudo da surpresa dos analistas pode ser realizado em duas dimensões: a) surpresa do consenso, e b) surpresa dos analistas individuais. No primeiro, a surpresa é quantificada em termos da variação do resultado em relação ao último consenso disponível antes do anúncio do resultado. No caso da surpresa individual, monitoram-se os efeitos da surpresa em relação a um analista em particular, antes do anúncio do resultado.

Para efeito do estudo realizado, acompanhou-se a surpresa tanto para o consenso como para os analistas individualmente. Os resultados foram semelhantes em ambas perspectivas de cálculo da surpresa, sendo que se detectou que as reações do mercado foram mais pronunciadas nas surpresas do consenso. Primando pela objetividade, serão apresentadas as conclusões relativas à surpresa do consenso dos analistas.

Do total das previsões disponíveis para o LPA (lucro por ação) do exercício corrente para empresas brasileiras, apuraram-se aquelas que seriam o último consenso disponibilizado pelo I/B/E/S.

O sistema I/B/E/S contém previsões dos analistas para várias empresas no mundo, inclusive empresas brasileiras. Existem três principais seções do banco de dados do I/B/E/S: a) Detail History, b) Summary History, e c) Recommendations.

A base de dados “Detail History” contém estimativas individuais dos analistas por companhia, data, período fiscal e métrica. A base de dados “Summary History” contém estatísticas resumidas associadas com a base de dados “Detail History” - por exemplo, a estimativa média para uma companhia, métrica e período (estimativa de consenso).

Os dados de retorno das empresas brasileiras foram coletados do sistema Economática. Considerando o problema da liquidez e da restrita negociação de alguns papéis, o estudo concentrou-se analisou um grupo das empresas mais líquidas no mercado (80 empresas em junho/2003) e um grupo que incluía as 120 empresas mais líquidas. Os resultados indicaram que os efeitos das surpresas são mais pronunciados para as empresas mais líquidas no mercado.

3.2 Métrica para surpresa dos analistas

Para efeito deste estudo, coletaram-se as previsões de consenso até pelo menos 2 dias antes da data de anúncio do resultado. Procurou-se quantificar a magnitude (e sinal) da surpresa de uma previsão em relação ao resultado anunciado. A surpresa foi mensurada como um erro de previsão:

$$Surpresa = \frac{LPA_{real} - LPA_{Prev}}{|LPA_{real}|} \quad (1)$$

Onde: LPA_{real} Lucro por ação efetivo do período

LPA_{Prev} Lucro por ação apurado a partir do consenso dos analistas (média)

Surpresas negativas (erros de previsão negativos) representam tão-somente, resultados abaixo do que se havia previsto. As surpresas positivas (erros de previsão positivos) representam, por outro lado, resultados acima das expectativas.

Na **Tabela 1**, Painel A, encontram-se algumas estatísticas descritivas sobre as empresas utilizadas para o estudo da surpresa dos analistas de empresas brasileiras, assim como a magnitude da surpresa em relação ao consenso dos analistas. Predominam, quantitativamente, as surpresas negativas. Assim como os resultados, em termos médios, indicam que as surpresas negativas são mais pronunciadas do que as surpresas positivas (-

1,709 vs. 0,5). Isso confirma a existência de um viés otimista. Em outras palavras predominantemente as previsões de lucro são superiores aos resultados efetivamente obtidos.

Para os analistas de empresas brasileiras, o viés de otimismo já tinha sido documentado por DA SILVA (1998) e FRANCO (2000). Ambos, ainda que usando metodologias e base de dados diferentes e tentando solucionar problemas distintos, registraram igualmente a existência de otimismo nas previsões dos analistas de empresas brasileiras.

3.3. Cálculo do retorno anormal

Para monitorar a reação do mercado ao anúncio dos resultados, coletaram-se as variações de preços das ações das firmas no sistema Economática, em torno da data de anúncio dos resultados para as empresas da amostra. Segundo este provedor de dados, os preços disponibilizados são corrigidos para pagamento de dividendos, bonificações e subscrição de novas ações. Dado o sério problema de liquidez de alguns papéis no mercado brasileiro, optou-se por trabalhar com uma amostra das 120 ações (um tipo de ação por empresa) mais líquidas na Bolsa de Valores de São Paulo.

A expressão para obter o retorno pode ser reescrita da seguinte forma:

$$\frac{P_t}{P_{t-1}} = e^r \quad (2)$$

Extraindo o logaritmo natural dos dois lados da igualdade obtém-se:

$$r = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad (3)$$

Desse modo, pelas propriedades do logaritmo, a expressão é equivalente a:

$$r = (\ln P_t - \ln P_{t-1}) \quad (4)$$

O propósito é desenvolver um estudo de evento relativo ao anúncio dos resultados, visando constatar como o mercado reage à surpresa dos analistas.

O retorno normal é definido como o retorno esperado, se o evento não tivesse acontecido. Por sua vez, o retorno anormal surge da diferença entre o retorno efetivo e o retorno normal:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} / X_t) \quad (5)$$

Onde: AR_{it} representa o retorno anormal, R_{it} , representa o retorno efetivo, e $E(R_{it} / X_t)$ representa o retorno normal, ou esperado para cada período de tempo t , condicionado no conjunto de informações X_t .

Na investigação implementada foi computado o valor dos retornos médios ajustados pelo mercado, com o propósito de identificar se o anúncio do resultado provocaria algum efeito sobre a variabilidade de retornos.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (6)$$

Onde: R_{mt} é o retorno do portfólio de mercado no período t .

O portfólio de mercado pode ser definido como a combinação linear de todas as ações de risco. Para efeito das análises desenvolvidas, utilizaram-se os retornos do IBOVESPA como o portfólio do mercado.

Análises complementares foram realizadas usando para cálculo do retorno anormal, o modelo ajustado ao risco e ao mercado, tal como se depreende da equação a seguir:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{m,t} \quad (7)$$

Onde: α_i e β_i são parâmetros da regressão linear envolvendo os retornos da ação e os ret. do mercado.

Para a identificação dos parâmetros necessários ao cálculo do retorno anormal em cada dia, foi necessário rodar regressões com os retornos diários da ação e do mercado dos três anos anteriores, contados do dia anterior ao dia em que se calculava o retorno anormal. Deste modo, os parâmetros α_i e β_i poderiam variar, diariamente, de acordo com a sensibilidade dos retornos da ação ao retorno do mercado.

Estudando os retornos anormais na realidade do mercado brasileiro, SOARES et al. (2002) observaram que tanto o modelo ajustado ao mercado como o modelo ajustado a risco e ao mercado não cometem o erro (tipo 1) de detectar anormalidade onde ela não existe. Desse modo por razões de objetividade apresenta-se o resultado apenas para o modelo ajustado ao mercado, advirta-se, porém que as conclusões se mantêm no mesmo sentido para o modelo ajustado ao risco e ao mercado.

3.4 Estudo de eventos: Retornos em torno do Anúncio dos Lucros

Acompanhando o roteiro proposto por MACKINLAY (1997), identificaram-se os passos críticos para implementação de um estudo de eventos:

- i. Definir o evento: O evento selecionado foi o anúncio dos resultados contábeis.

ii. Identificar a janela do evento: A janela de análise constitui o período de tempo no qual se estará estudando o comportamento do valor da empresa. Para efeito deste estudo trabalhou-se como diversas janelas pré e pós-evento. Os retornos médios acumulados foram computados para cada um dos períodos. Nesse estudo optou-se por trabalhar com uma janela pós-evento iniciando-se em -1 dia da data de anúncio. Esse procedimento visa registrar o fato de eventualmente já se ter conhecimento do resultado um dia antes do anúncio formal.

iii. Estimar os retornos normal e anormal: O retorno normal é definido como o retorno esperado, se o evento não tivesse acontecido. Por sua vez, o retorno anormal surge da diferença entre o retorno efetivo e o retorno normal. Conforme observado anteriormente as análises foram implementadas usando o modelo ajustado ao mercado (valores reportados nas tabelas) e o modelo ajustado ao risco e ao mercado.

iv. Testando o procedimento: Com base na estimativa dos parâmetros para o modelo de desempenho normal, os retornos anormais são calculados. Deve-se, a partir daí, proceder ao teste dos retornos anormais. Nessa fase é crucial verificar a significância estatística dos retornos apurados.

Uma vez escolhido o modelo de avaliação de retornos e apurado o retorno anormal, o passo seguinte foi computar a média dos retornos anormais entre as empresas ao longo das datas do anúncio de resultados:

$$\overline{AR_o} = (1/N) \sum_{i=1}^N AR_{io} \quad (8)$$

Onde: N é o número de empresas na amostra e "o" refere-se ao período no tempo do evento. Para testar a hipótese nula de que o retorno anormal médio é igual a zero para uma amostra de n firmas, foi implementado o convencional teste estatístico t.

$$t = \frac{\overline{AR_o}}{\sigma(AR_t)/\sqrt{n}} \quad (9)$$

Onde: $\overline{AR_t}$ é a média da amostra e $\sigma(AR_t)$ é o desvio-padrão de amostra de retornos anormais para uma amostra de n firmas. O teste paramétrico, proposto na literatura, fundamenta-se na hipótese de que os retornos anormais apresentam-se normalmente distribuídos.

Através do acúmulo agregado das médias periódicas durante um intervalo de tempo, é possível obter a média de retornos anormais acumulados:

$$\overline{CAR} = \sum_{i=1}^I \overline{AR}_i \quad (10)$$

A média de retornos anormais acumulados deve seguir uma distribuição normal:

$$\overline{CAR}(t_1, t_2) \sim N[0, \text{Var}(\overline{CAR}(t_1, t_2))] \quad (11)$$

Onde: $\overline{CAR}(t_1, t_2)$ é a média de retornos anormais acumulados entre o período t_1 e t_2 .

Deste modo, é possível construir um teste H_0 para as médias acumuladas:

$$\theta = \frac{\overline{CAR}(t_1, t_2)}{\text{Var}(\overline{CAR}(t_1, t_2))^{1/2}} \sim N(0,1) \quad (12)$$

Ocorre, entretanto, que nem sempre é razoável assumir a normalidade na distribuição dos retornos anormais (ou retornos médios anormais acumulados). Para aquelas situações em que a hipótese de normalidade é violada, os testes paramétricos não são bem apropriados para identificar os retornos anormais. Esses procedimentos rejeitam muito frequentemente a hipótese nula, em testes para retornos anormais positivos e, muito raramente, em testes para retornos anormais negativos. Nesse contexto, os testes não-paramétricos são mais adequados e mais poderosos para rejeitar ou não a hipótese nula de inexistência de retornos anormais.

Deste modo para dar maior robustez estatística às conclusões alcançadas utilizou-se, além do teste t, o teste estatístico de sinais, tal qual descrito em CAMPBELL ET AL (1997). Esse teste de sinais não exige como hipótese implícita uma distribuição normal, sendo um dos testes não paramétricos mais utilizados na literatura de finanças.

4. Resultados dos Estudos de Eventos

Os principais resultados do estudo de eventos encontram-se registrados no Painel B da **Tabela 1**. Constata-se que, em torno da janela de -1 a 1 dias da data de anúncio, os resultados variam no sentido previsto (ainda que não sejam significativos). Ou seja, surpresas positivas implicam em retornos médios ajustados positivos, e surpresas negativas, em retornos médios ajustados negativos.

Os testes estatístico implementados para identificar a significância de retornos anormais, tanto os paramétricos como os não paramétricos, identificaram que no caso da surpresa negativa nos períodos de Ret(-90,-2) e Ret(-30,-2), os retornos anormais médios

acumulados são negativos e significativamente diferentes de zero. No que toca as surpresas positivas foi possível contatar retornos anormais positivos e significativos nos períodos de $Ret(-1,30)$ e $Ret(-1,90)$.

Os dados indicam que a surpresa negativa já teria sido recebida pelo mercado nos dias anteriores ao anúncio como se depreende das janelas pré-evento. Na verdade, não há como se assegurar que as informações relativas ao resultado já não estivessem disponíveis ao mercado antes mesmo da publicação dos resultados.

[INSERIR TABELA 1 NESTA POSIÇÃO]

Para investigar como é a dinâmica de mercado em torno da data de evento, construíram-se diagramas de dispersão que retratam a evolução dos retornos médios acumulados (CAR) em todos os dias de um período de 120 dias antes da publicação do resultado, até 120 dias após a sua publicação.

O gráfico relativo a essas surpresas encontram-se na **Figura 2**. Para as surpresas negativas o mercado já parecia ter conhecimento, antes mesmo de anunciado o resultado. Os retornos negativos continuam a ser mais em valores significativamente inferiores aos que ocorreram no período pré-anúncio.

[INSERIR FIGURA 2 NESTA POSIÇÃO]

Para a surpresa positiva, entretanto, percebe-se um comportamento nitidamente diferente. No período pré-anúncio, os resultados oscilavam, sendo levemente negativos. Entretanto, bem próximo da data de anúncio, ocorre uma clara orientação no sentido de se obterem retornos positivos, e esses retornos se mantêm por um período longo.

O gráfico indica certa ineficiência informacional, materializada pela permanência da variação do retorno no mesmo sentido da surpresa. Ou seja, no período pós-evento ainda é possível obter retornos anormais nos ativos positivos (negativos) no investimento com as ações de empresas que tiveram surpresas positivas (negativas).

5. Contextualizando as Surpresas dos Lucros

5.1 Qualificando as Surpresas

No estudo realizado no item anterior, foram tratadas todas as surpresas positivas e negativas como sendo equivalentes. De certo modo, ao se calcular a média de retornos das REAd – Edição 51 Vol. 12 N° 3 mai-jun 2006

surpresas positivas e/ou das surpresas negativas, supõe-se que o mercado reaja do mesmo modo para todas as surpresas de um tipo. Porém, isso talvez não seja verdade.

Com essa dúvida, procura-se aqui desenvolver um instrumental que possibilite classificar os tipos de surpresas. Salvo melhor juízo, não se encontrou na literatura internacional qualquer tentativa de qualificar as surpresas nos termos que aqui se apresenta. Presume-se que a resposta do mercado à surpresa pode depender de como se comportaram as previsões dos analistas (e suas revisões) ao longo do ano que se passou.

Entre os pontos que são julgados importantes, destacam-se: a) Qual foi a primeira previsão de resultados (consenso) dos analistas para uma determinada empresa? Esta se revelou pessimista ou otimista?; b) Como essa previsão foi revisada ao longo do ano? As revisões foram, em termos médios, para cima ou para baixo?

Com a primeira previsão do ano (consenso) forma-se a opinião de qual será o resultado. As expectativas no início podem ser muito altas, revelando-se numa previsão inicial otimista, ou, eventualmente, muito baixas revelando-se numa previsão inicial pessimista.

Acredita-se que o ser humano reage negativamente à frustração de expectativas, tal como um desempenho abaixo do esperado. Entretanto, em sentido inverso, se as expectativas são baixas, qualquer pequena melhoria já é tida como muito positiva, merecendo ser premiada. Sob esse prisma, procurou-se identificar e qualificar as surpresas, na seguinte seqüência:

1) Natureza da primeira previsão de consenso do ano. Nesse caso, utilizou-se a previsão do mês de abril do ano para o qual está sendo estimado o resultado. Verifica-se que essa previsão se revelou otimista ou pessimista.

2) As revisões médias das previsões foram para cima ou para baixo durante o ano. Compara-se a primeira previsão de consenso com a última antes do anúncio do resultado.

3) A surpresa foi positiva ou negativa. Identificando, porém, aquela surpresa que apenas atingiu a marca do resultado previsto por uma diferença muito pequena. Haveria, assim, três classificações para a surpresa: Resultado não atingiu as expectativas; Resultado que atingiu as expectativas e Resultado que excedeu as expectativas. Observar que os dois últimos representam uma surpresa positiva na classificação tradicional.

Um dos propósitos desse estudo é verificar se existe diferença no efeito da surpresa dos analistas para empresas brasileiras, quando os erros de previsões iniciais dos anos

REAd – Edição 51 Vol. 12 N° 3 mai-jun 2006

revelam-se pessimistas e otimistas. Acredita-se que, de um modo geral, para aquelas empresas para as quais havia baixas expectativas, o resultado foi relativamente superior às empresas para as quais havia melhores expectativas. Por hipótese, é possível acreditar que as reações mais negativas do mercado seriam em relação àquelas empresas para os quais havia maiores expectativas.

Procura-se responder à seguinte questão: Será que as empresas brasileiras poderiam se beneficiar de certo “gerenciamento” de expectativas? Para ilustrar os conceitos discutidos, exibe-se a Figura 3, onde, no Painel A, estão ilustradas as possíveis situações em termos de surpresa, considerando-se um erro negativo de previsão inicial. O Painel B representa as mesmas situações, agora, para um erro inicial positivo.

5.2 Investigando os retornos nas diversas modalidades de surpresa

Foi realizada a classificação das diversas surpresas de acordo com os critérios previamente definidos, existindo um grupo dos erros de previsão iniciais negativos e um segundo grupo dos erros positivos na previsão inicial. Os resultados estão disponíveis na **Tabela 2**.

Predominam os retornos positivos para os erros de previsão iniciais positivos do primeiro consenso do ano. Para os erros de previsão iniciais negativos, predominam os retornos negativos. Na análise efetuada, as surpresas positivas foram divididas naquelas que atingem as expectativas (alcançou) e as que superam as expectativas (excedeu). Em termos quantitativos, neste estudo, definiu-se que um resultado atinge as expectativas quando ele é igual ou no máximo 5% superior à previsão.

Um resultado interessante dessa investigação foi constatar que as empresas que atingem os resultados (alcançou) tiveram desempenhos estatisticamente significativos. Percebe-se que num período de 30 dias contados do anúncio, as empresas que tiveram erros de previsões iniciais positivos e revisões durante o período para cima alcançam uma marca de 3,57% de retorno médio ajustado ao mercado (e 8,7% num período de 90 dias).

Esses fatos indicariam que as empresas que atingem as estimativas dos analistas com certa precisão são premiadas com um excesso de retorno. Esse prêmio é superior até ao das empresas que excedem as expectativas dos analistas, levando a presumir que a previsibilidade dos resultados e certa compatibilidade das expectativas com os resultados se constituem em pontos fortes para futuros retornos.

Os resultados descritos, bem como a discussão dos potenciais efeitos das revisões sobre os retornos, indicam ser muito interessante para a empresa brasileira a estratégia de iniciar o ano com baixas expectativas perante os analistas e durante o ano. A partir daí, ir melhorando as expectativas, mas não excessivamente, pois a intenção é fazer com que, na data do anúncio, a empresa possa se beneficiar dos resultados positivos obtidos por atender às expectativas dos analistas.

[INSERIR TABELA 2 NESTA POSIÇÃO]

6. Conclusões e Considerações Finais

As análises efetuadas neste artigo, levando-se em consideração a surpresa dos analistas, apuradas como base nas informações disponíveis no sistema I/B/E/S, no período de 1995 a 2002, indicam as seguintes conclusões:

- i) Predominam quantitativamente as surpresas negativas, sendo estas numa magnitude média maior que as surpresas positivas.
- ii) O mercado reconhece a surpresa dos analistas de consenso como informativa. Os retornos médios apurados e indícios gráficos respaldam o seu caráter informativo.
- iii) As surpresas positivas, de modo geral, marcam o início de um ciclo de retornos positivos. Por sua vez, as surpresas negativas parecem que já são conhecidas pelo mercado antes mesmo do anúncio do resultado. As maiores quedas de retornos acumulados ocorrem antes mesmo do anúncio.
- iv) Classificando as surpresas de acordo com o erro de previsão inicial e pelo sentido das revisões nas previsões, é possível verificar diferenças de retornos entre empresas que simplesmente alcançam as expectativas dos analistas, e aquelas que excedem as expectativas dos analistas.
- v) O mercado tem pago um prêmio para as empresas que conseguem atingir, com relativa precisão, as estimativas dos analistas. O retorno dessas empresas num período de 30 dias é maior que o das empresas que excedem, com folgas, as expectativas dos analistas.

Os resultados da pesquisa trazem diversas implicações para aqueles que acompanham as previsões de consenso dos analistas de empresas brasileiras. Verifica-se que, em termos médios, os analistas são otimistas em suas últimas previsões antes do anúncio do resultado. Parece existir, portanto, um viés otimista nas previsões de consenso. No que tange a surpresa dos analistas é interessante que se aprecie a notícia implícita que ela traz para mercado. Uma decorrência do estudo é a verificação de que a divulgação do lucro contábil é uma informação útil e relevante para o investidor. Constatou-se que quando o lucro divulgado foi diferente da expectativa do mercado, o preço da ação reagiu à notícia.

Outra importante implicação deste estudo foi constatar a relativa ineficiência informacional do mercado brasileiro, uma vez que se pode realizar dinheiro negociando com base em informação privada sobre surpresa nos lucros. Adicionalmente, verifica-se ser

possível, em termos médios, obter lucros explorando os retornos anormais positivos nos períodos que seguem ao anúncio de um resultado acima do previsto (surpresa positiva).

Uma vez que o sistema I/B/E/S representou a fonte de dados básica para se apurar as expectativas dos analistas, não se pode deixar de apreciar algumas de suas particularidades. Primeiramente, apenas uma parte das corretoras que operam no Brasil encaminha seus relatórios para o sistema I/B/E/S. Em termos médios, houve pelo menos 23 corretoras por ano que alimentaram o sistema com suas previsões para empresas brasileiras. Pergunta-se: será que essas corretoras são representativas da realidade brasileira? Entende-se que sim, pois, observando as corretoras brasileiras entre as 30 (trinta) maiores (segundo o ranking da Revista "Investidor Institucional" abril/2003), várias disponibilizam suas previsões para o I/B/E/S.

Outro ponto crítico é nas definições impostas pelo banco de dados. O I/B/E/S solicita que os analistas apresentem os resultados contábeis previstos, excluindo itens especiais, tais como ganhos e perdas que acontecem eventualmente. Por sua vez, o próprio I/B/E/S na hora de apresentar os resultados efetivos para confrontar com a previsão dos analistas, realiza ajustes de modo a excluir esses itens especiais das análises. Em suma, o LPA efetivo, disponível no sistema, não coincide necessariamente com o valor que é publicamente reportado por uma firma. A diferença decorre da exclusão desses itens especiais, os quais o analista não tem condições de prever.

Reconhece-se, portanto, que a grande restrição às conclusões aqui formuladas pode ser encontrada em eventuais erros na base de dados do sistema I/B/E/S, de onde foram extraídas as previsões. Caso a base de dados contenha erros sistemáticos, os resultados poderiam estar comprometidos. Adverte-se, entretanto, que sua reputação internacional e ampla utilização acadêmica em investigações parecem indicar ser remota essa possibilidade.

7. Referências bibliográficas

BALL, R; BROWN, P.; An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**. Chicago: 6 (2): 159-78, 1968

BEAVER, W. H., **Financial Reporting: An Accounting Revolution**. New Jersey: Prentice Hall, 1981

BROWN, L., Earnings surprise research: Synthesis and perspectives. **Financial Analysts Journal**, p. 13-19, 1997

BROWN, L., A temporal analysis of earnings surprises: Profit versus losses. **Journal of Accounting Research**. Chicago, 39 (2), 2001

CAMPBELL, J; LO, A; MACKINLAY C., **Econometrics of Financial Markets**, Princeton University. 1997

CRAGG J. G.; MAKIEL B. G., The consensus and accuracy of some predictions of the growth of earnings. **Journal of Finance**, Chicago p. 67-84. 1968

DA SILVA, H., A capacidade previsionária no mercado acionário brasileiro – Um estudo focado nas previsões dos analistas de investimentos. ENANPAD-Finanças, 1998

DECHOW, P.; HUTTON, A; SLOAN, R., An empirical assessment of the residual income valuation model. **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, 26(1):1-34.1999

FRANCO, D., Projeções de lucros: há evidências de exageros sistemáticos? **Revista da Bovespa**, p. 9-11. 2000

GIVOLY, C; LAKONISHOK, J, Properties of analysts' forecast of earnings: A better surrogate for earnings expectation. **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, 85-107. 1984

GRAHAN, Benjamin; DODD, David. **Security analysis**. McGraw Hill. 1934

IUDÍCIBUS, Sergio.; LOPES, Alexsandro B. - organizadores, **Teoria Avançada da Contabilidade**, São Paulo: Atlas. 2004

LATENÉ, H.; JONES, C. Standardized unexpected earnings – A progress report. **Journal of Finance**. Chicago,32 (5): 1457-65. 1977

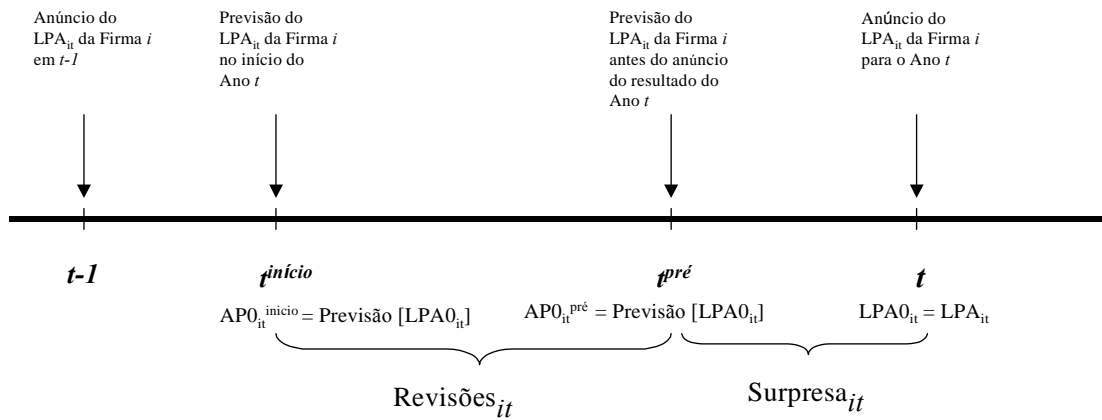
MACKINLAY, C.. Event studies in Economics and finance. **Journal of Economic Literature**. 35 (1): 13-38. 1997

KASZNIK, R; McNichols M. Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analysts forecast revisions and share prices, **Journal of Accounting Research**, Chicago,40 (3):727-759. 2002

SOARES, R.; SOARES, K.; ROSTAGNO, L. Estudo de evento: O método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: ENANPAD. 2002

SOFFER, L. C.; THIAGARAJAN, S. R.; WALTHER, S. R. Earnings preannouncement strategies, **Review of Accounting Studies**. 5 (1): 249-282. 2000

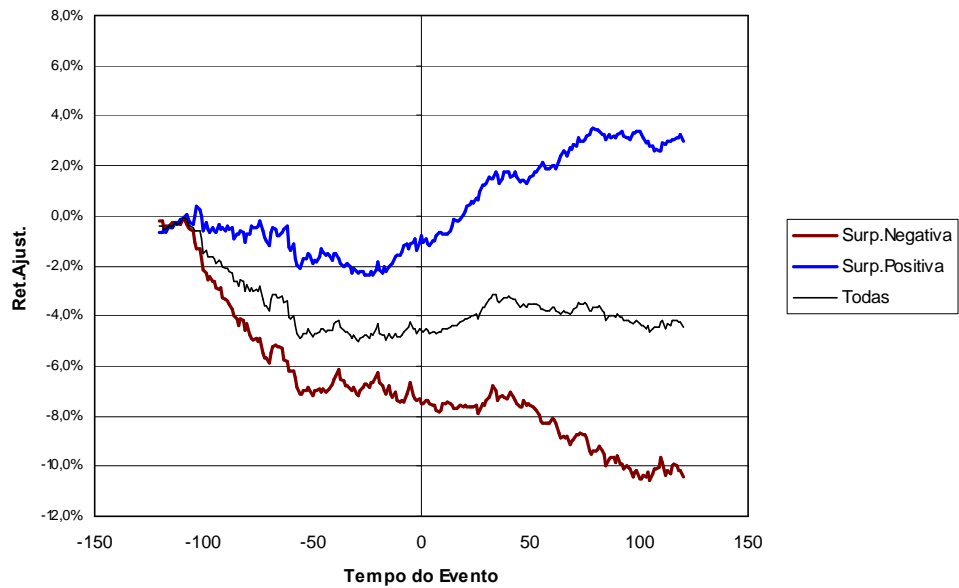
Figura 1 - Linha do tempo para as previsões: revisões e surpresa



Adaptado de KASZNIK & McNICHOLS (2002)

Figura 2 – Retorno Médio Acumulado para a Surpresa nos Lucros

Painel A: Surpresa nos Lucros - Todas as Empresas da Amostra (120 empresas)



Painel B: Surpresa nos Lucros - Ações mais Líquidas (80 empresas)

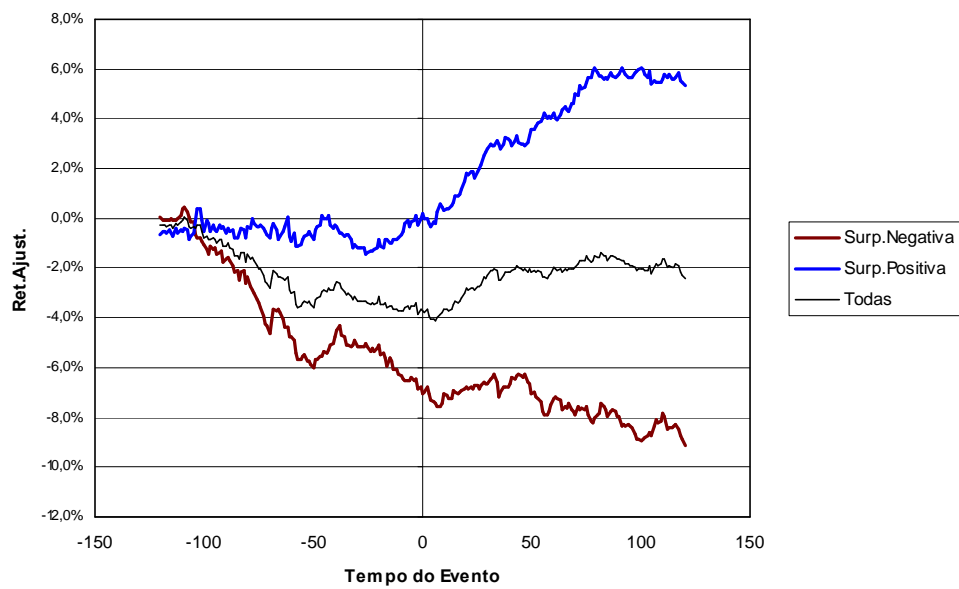
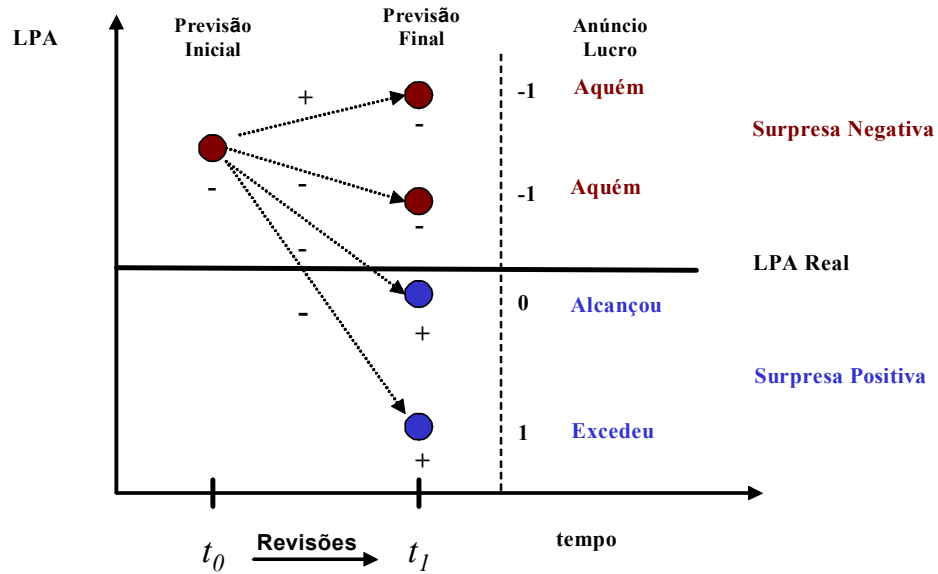
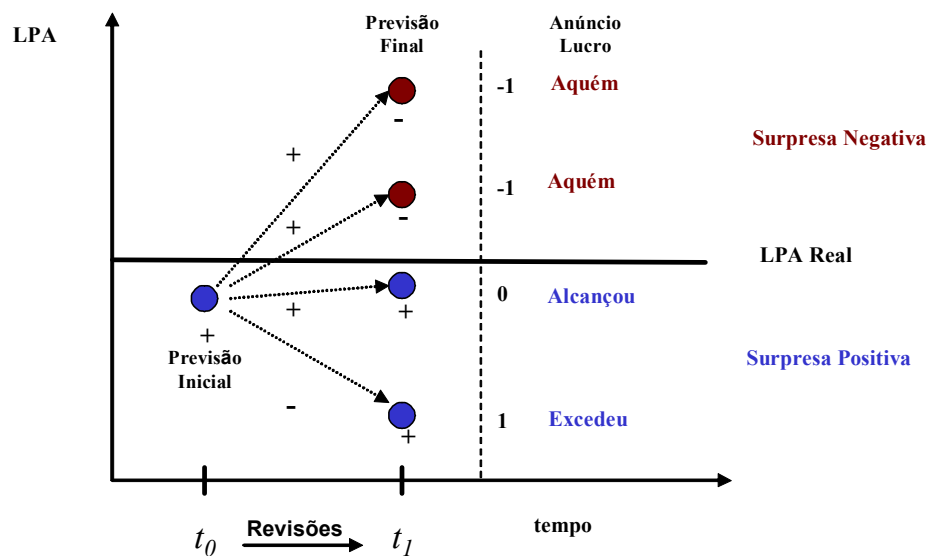


Figura 3 - Classificação das surpresas das previsões dos analistas, de acordo com o erro de previsão inicial e as revisões durante o período.



Painel 3 A. Quando o erro de previsão no início do ano é negativo



Painel 3 B. Quando o erro de previsão no início do ano é positivo.

Tabela 1 - Surpresa do consenso dos analistas ao anúncio de resultados

Esta tabela apresenta algumas estatísticas descritivas e retornos médios ajustados ao mercado dos dados extraídos do sistema I/B/E/S para as últimas previsões do consenso dos analistas disponível antes do anúncio do resultado para o LPA. No Painel A, apresentam-se o número de firmas brasileiras e a magnitude das surpresas para as empresas como surpresas negativas e positivas. No Painel B estão expostos os retornos médios anormais acumulados, apurados a partir do modelo de ajuste ao mercado. A significância dos valores é testada usando estatísticas paramétricas (teste t) e não paramétricas (teste de sinais).

Painel A: Estatísticas descritivas da amostra utilizada para a análise da surpresa

Ano do Anúncio	Núm. Firmas	Surpresa no Anúncio			
		Núm.Neg.	Méd.Surp.Neg.	Núm.Pos.	Méd.Surp.Pos.
1996	88	48	-2,424	40	0,350
1997	73	44	-1,256	29	0,362
1998	94	52	-1,115	42	0,437
1999	85	39	-1,516	46	0,265
2000	86	49	-1,301	37	1,337
2001	86	51	-3,949	35	0,270
2002	72	36	-0,765	36	0,432
2003	56	36	-0,701	20	0,641
Total	640	355	-1,709	285	0,500

Painel B: Retornos médios ajustados ao mercado em torno da data de anúncio do resultado

Ret. Médio Acum.	Surp. Neg.	Surp. Pos.
Ret(-90,-2)	-5,041% ** ##	0,262%
Ret(-30,-2)	-1,977% * ##	0,737%
Ret(-15,-2)	-0,976%	0,565%
Ret(-5,-2)	-0,371%	0,041%
Ret(-1,1)	-0,121%	0,271%
Ret(-1,5)	-0,517%	0,132%
Ret(-1,15)	-0,092%	1,199% *
Ret(-1,30)	0,216%	3,124% ** ##
Ret(-1,90)	-1,081%	6,082% ** ##

Teste t (paramétrico) ** Sig.1%, * Sig.5%,
 Teste sinais (não paramétrico) ## Sig.1%, # Sig.5%

Tabela 2 - Análise das surpresas dos analistas a partir dos erros de previsões iniciais e das revisões das previsões ao anúncio dos resultados, no período de 1996-2003

Esta tabela documenta os resultados dos retornos médios ajustados ao mercado para análise das surpresas do consenso dos analistas. As surpresas foram classificadas de acordo com os erros de previsão inicial e das revisões de previsões ocorridas entre a previsão de Abril de um determinado ano e a última previsão do LPA antes do anúncio do resultado. As surpresas foram classificadas em “aquém” (surpresa negativa), “alcançou” (atingiu as expectativas) e “excedeu” (resultado muito melhor que o esperado). No Painel A, encontram-se as surpresas quando o erro de previsão no início do ano é negativo. O Painel B reporta os resultados quando o erro no início do ano é positivo.

Painel A: Surpresas quando o erro de previsão no início do ano é negativo

Retornos Médios	Erros de Previsão Inicial Negativos (Altas Expectativas)						
	Rev.(Down)				Rev. (Up)		Total
	Aquém	Alcançou	Excedeu	Total	Aquém		
Ret(-30,-2)	-1,37%	0,64%	0,73%	-0,87%	-2,06%	-1,05%	
Ret(-1,1)	-0,46%	1,04%	0,06%	-0,26%	0,36%	-0,17%	
Ret(-1,5)	-0,57%	2,68% **	-0,72%	-0,35%	0,80%	-0,17%	
Ret(-1,30)	-0,41%	5,76% ***	3,97% **	0,78%	-0,81%	0,54%	
Ret(-1,90)	-2,19%	6,23% **	3,91%	-0,55%	-4,36%	-1,13%	
N. Obs.	221	22	48	291	52	343	

Teste t : ***Sig.1%, **Sig.5%, * Sig.10%

Painel B: Surpresa quando o erro de previsão no início do ano é positivo

Retornos Médios	Erros de Previsão Inicial Positivos (Baixas Expectativas)							
	Rev.(Down)			Rev. (Up)				Total
	Alcançou	Excedeu	Total	Aquém	Alcançou	Excedeu	Total	
Ret(-30,-2)	-0,89%	-0,40%	-0,44%	0,55%	-1,58%	0,71%	0,38%	0,21%
Ret(-1,1)	0,82%	0,85%	0,85%	0,53%	-1,07% *	0,31%	0,23%	0,35%
Ret(-1,5)	5,95%	1,26%	1,65%	0,22%	-1,70% **	0,26%	0,01%	0,35%
Ret(-1,30)	5,65% **	2,92%	3,15%	0,92%	3,57% *	1,24%	1,40% *	1,76% **
Ret(-1,90)	13,01% *	7,00% *	7,49% *	-2,40%	8,70% ***	2,49%	1,51%	2,74% **
N. Obs.	5	56	61	83	28	125	236	297

Teste t : ***Sig.1%, **Sig.5%, * Sig.10%