

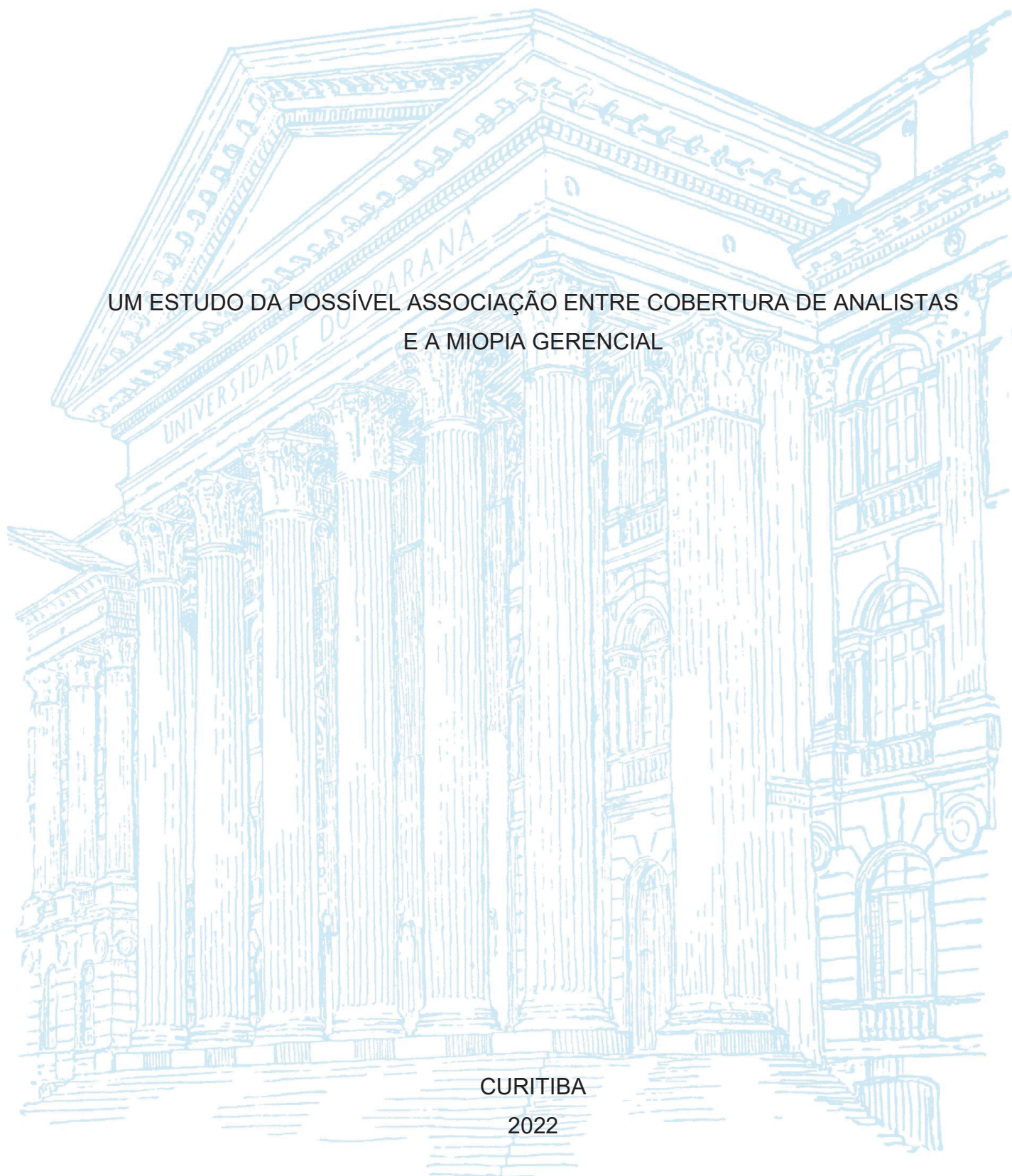
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

JOSÉ LUCAS SACHET

UM ESTUDO DA POSSÍVEL ASSOCIAÇÃO ENTRE COBERTURA DE ANALISTAS
E A MIOPIA GERENCIAL

CURITIBA

2022



JOSÉ LUCAS SACHET

UM ESTUDO DA POSSÍVEL ASSOCIAÇÃO ENTRE COBERTURA DE ANALISTAS
E A MIOPIA GERENCIAL

Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação em Gestão de Organizações, Liderança e Decisão – PPGOLD, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Gestão de Organizações, Liderança e Decisão.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Oliveira Soares

CURITIBA

2022

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Sachet, José Lucas

Um estudo da possível associação entre cobertura de analistas e a miopia gerencial / José Lucas Sachet. – Curitiba, 2022.

1 recurso on-line : PDF.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Gestão de Organizações, Liderança e Decisão. Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Oliveira Soares.

1. Gestão de organizações. 2. Comportamento organizacional. 3. Analistas de negócios. 4. Investimentos - Ativos intangíveis. I. Soares, Rodrigo Oliveira. II. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Gestão de Organizações, Liderança e Decisão. III. Título.

Bibliotecária: Maria Lidiane Herculano Graciosa CRB-9/2008



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO GESTÃO DE
ORGANIZAÇÕES, LIDERANÇA E DECISÃO - 40001016172P9

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação GESTÃO DE ORGANIZAÇÕES, LIDERANÇA E DECISÃO da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de JOSÉ LUCAS SACHET intitulada: **UM ESTUDO DA POSSÍVEL ASSOCIAÇÃO ENTRE COBERTURA DE ANALISTAS E A MIOPIA GERENCIAL**, sob orientação do Prof. Dr. RODRIGO OLIVEIRA SOARES, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 23 de Junho de 2022.

Assinatura Eletrônica

28/05/2022 16:32:13.0

RODRIGO OLIVEIRA SOARES

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

28/05/2022 13:39:31.0

JOSÉ ROBERTO FREGA

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

28/05/2022 14:07:59.0

VAGNER ALVES ARANTES

Avaliador Externo (40001016)

Avenida Prefeito Lothário Meissner, 632 - CURITIBA - Paraná - Brasil
CEP 80210-170 - Tel: (41) 3360-4464 - E-mail: ppgold@ufpr.br

Documento assinado eletronicamente de acordo com o disposto na legislação federal Decreto 8539 de 08 de outubro de 2015.

Gerado e autenticado pelo SIGA-UFPR, com a seguinte identificação única: 200216

Para autenticar este documento/assinatura, acesse <https://www.prppg.ufpr.br/siga/visitante/autenticacaoassinaturas.jsp>
e insira o código 200216

RESUMO

Analistas de mercado detêm importante papel no mercado de capitais, orientando os investidores na alocação de capital. Contudo, o mercado e os seus agentes estão sujeitos a disfunções, dentre elas o foco no curto prazo em detrimento do longo prazo – a chamada miopia gerencial. O presente estudo buscou indícios de que a cobertura de analistas poderia configurar um sistema de incentivos à miopia gerencial. Com base nas empresas não financeiras listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) entre os anos de 2010 a 2021, não foram encontrados indícios que corroborem com as hipóteses de pesquisa e com os estudos empíricos em mercados maduros, os quais apontam que o acompanhamento de analistas incentiva o comportamento míope da gestão.

Palavras-chave: Miopia gerencial. Comportamento míope. Curto prazo. Cobertura de analistas.

ABSTRACT

Market analysts play an important role in the capital market, guiding investors in the allocation of capital. However, the market and its agents are subject to dysfunctions, among them the focus on the short term to the detriment of the long term – the so-called managerial myopia. The present study aimed to investigate whether analysts' coverage could act as a system of incentives to managerial myopia. Based on non-financial companies listed on B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) for the years of 2010 and 2021, no evidence was found to corroborate the research hypotheses and empirical studies in mature markets, which indicate that monitoring of analysts encourages short-sighted management behavior.

Keywords: Management Myopia. Myopic behavior. Short-termism. Analyst Coverage.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Amostra da pesquisa.....	30
Tabela 2 – Variável dependente.....	31
Tabela 3 – Variáveis independentes	32
Tabela 4 – Variáveis de controle	33
Tabela 5 – Estatísticas descritivas	35
Tabela 6 – Matriz de correlação	36
Tabela 7 – Modelo de regressão de dados em painel.....	38
Tabela 8 – Modelo de regressão por meio do <i>Generalized Method of Moments</i> (<i>GMM</i>)	40

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 JUSTIFICATIVA	18
1.2 OBJETIVOS	19
1.2.1 Objetivo geral	19
2 REVISÃO DE LITERATURA	20
2.1 ORIENTAÇÃO TEMPORAL DA GESTÃO	20
2.2 INVESTIMENTOS EM ATIVOS INTANGÍVEIS	23
2.3 MIOPIA GERENCIAL EM ESTUDOS PRÁTICOS	25
2.4 COBERTURA DE ANALISTAS E HIPÓTESES DE PESQUISA	27
3 METODOLOGIA	30
3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS	30
3.2 DESCRIÇÕES DAS VARIÁVEIS	30
3.2.1 Variável dependente	30
3.2.2 Variável independente.....	31
3.2.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE.....	32
3.3 ABORDAGEM ESTATÍSTICA	34
4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS	35
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS	35
4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO	36
4.3 ESPECIFICAÇÃO DOS MODELOS.....	37
4.3.1 Resultados dos modelos econométricos	39
4.4 MODELOS ESTIMADOS POR <i>GENERALIZED METHOD OF MOMENTS (GMM SYSTEM)</i>	40
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	42
REFERÊNCIAS.....	44

1 INTRODUÇÃO

Escolhas intertemporais referem-se ao *trade-off* entre custos e benefícios em instantes distintos no tempo (FREDERICK *et al.*, 2002), ou seja, quanto de custo se aceita incorrer hoje pela expectativa de um benefício econômico futuro maior. Nesse contexto, o campo de pesquisa da orientação temporal dos gestores dedica-se ao estudo de fatores que influenciam as decisões gerenciais no âmbito da alocação de esforços e seus respectivos períodos estimados para a fruição dos benefícios.

A orientação de curto prazo reflete que a gestão tem foco em oportunidades de investimento de horizontes temporais menores, buscando antecipar os benefícios decorrentes dos esforços empreendidos. Por sua vez, a orientação temporal de longo prazo representa que a gestão estaria disposta a esperar a maturação dos projetos, aguardando até que os retornos financeiros sejam percebidos em horizontes maiores.

Em paralelo, o desenvolvimento do mercado financeiro vem auxiliando na eficiência da alocação de capital, embora implique em externalidades adversas, como o foco excessivo nos ganhos de curto prazo, podendo reduzir incentivos para as empresas optarem por projetos de longo prazo (HE & TIAN, 2013). E quando é identificada a preferência da gestão por investimentos com expectativas de retornos financeiros em horizontes curtos, escolhendo estes em detrimento de outros projetos com projeções de lucros futuros maiores, caracteriza-se, então, o comportamento míope da gestão (PORTER, 1992; BUSHEE, 1998).

De fato, tal problema encontra terreno fértil dentro do ambiente organizacional. Segundo Graham, Harvey & Rajgopal (2005), 78% dos *Chief Financial Officers* (CFOs) de empresas americanas se declararam dispostos a sacrificar o valor da empresa no longo prazo para atingir metas estabelecidas de curto prazo.

Somado a isso, investimentos de retorno esperado no longo prazo costumam ser intensivos em capital, com alto grau de incerteza e maior probabilidade de falhar (HOLMSTROM, 1989). Contudo, conforme evidencia Manso (2011), a tolerância com falhas é um fator indispensável para fomentar projetos com estas características.

Em contraponto, a ocorrência pontual de falhas pode ocasionar recomendações negativas por parte dos analistas de mercado e consequente

redução nas projeções de lucros das companhias. Provoca-se, assim, um incentivo para as discricionariedades da gestão (HE & TIAN, 2013).

Dentre os possíveis fatores que podem fornecer incentivos negativos à aceitação de projetos de longo prazo, a literatura levantada traz o estudo das consequências indiretas causadas pela cobertura de analistas (HE & TIAN, 2013; GUO, PÉREZ-CASTRILLO & TOLDRÀ-SIMATS, 2019). De acordo com os autores, as recomendações emitidas por analistas de valores mobiliários acabam configurando um fator de pressão para a geração de lucros no curto prazo, afetando o apetite gerencial por investimentos de longo prazo.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) define o analista de valores mobiliários como “pessoa natural ou jurídica que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes”.

Ainda, de acordo com a autarquia, a recomendação emitida por tais profissionais representa um fator de influência para investidores no processo de tomada de decisão de investimento (CVM, 2020), com efeito imediato sobre os preços das ações (WOMACK, 1996).

Portanto, a presente pesquisa ganha relevância por buscar compreender as particularidades dessa questão em uma economia emergente, no caso, a brasileira. Deste modo, objetiva-se investigar a associação entre a cobertura de analistas de valores mobiliários e a miopia gerencial das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), averiguando se a pressão pelo atingimento de objetivos de curto prazo é potencializada pela cobertura.

Em síntese, pretende-se responder à seguinte questão de pesquisa: **a cobertura de analistas de mercado configura um sistema de incentivos para a miopia gerencial das empresas listadas na B3?**

A dissertação está organizada em cinco seções. Na primeira apresenta-se a introdução da pesquisa, abordando a contextualização geral da temática, o problema, o objetivo geral, objetivos específicos e a justificativa. A segunda seção trata da fundamentação teórica da pesquisa e o levantamento de hipóteses. A terceira seção contempla a metodologia do estudo e apresenta; a população e amostra, a descrição das variáveis dependentes, de interesse e variáveis de controle, bem como procedimentos econométricos que a serem adotados a fim de atingir os objetivos estabelecidos. Na quarta seção, a estatística descritiva dos

dados é apresentada e, posteriormente, são dispostos os resultados encontrados a partir da aplicação dos métodos econométricos utilizados no estudo. A quinta e última seção engloba as considerações finais do estudo, suas limitações e sugestões para trabalhos futuros.

1.1 JUSTIFICATIVA

O trabalho se justifica por trazer ao contexto brasileiro o debate da miopia gerencial dos gestores, campo de estudo explorado há mais tempo em mercados desenvolvidos. Pesquisas prévias analisaram a miopia gerencial sob a ótica de diferentes determinantes: o impacto da cobertura de analistas (HE & TIAN, 2013; GUO, PÉREZ-CASTRILLO & TOLDRÀ-SIMATS, 2019); remuneração executiva (KANG, KUMAR & LEE, 2006; POGACH, 2018; SHAPIRO *ET AL.*, 2017); presença de investidores institucionais (BUSHEE, 1998; LEL & TEPE, 2021), além de aspectos relacionados à figura do CEO, como tempo de permanência no cargo e sua idade (CHENG, 2004; LI, XU & ZHU, 2021).

No contexto brasileiro, o estudo da possível associação entre a miopia gerencial e a cobertura de analistas, foco do presente estudo, ainda é pouco explorado. A combinação de palavras “miopia gerencial” e “cobertura de analistas” não geraram resultados nas bases de dados pesquisadas – cite-se SciELO e Google Scholar. Os estudos que correlacionam essas duas variáveis – miopia e analistas – estão concentrados principalmente em mercados maiores que o brasileiro, com destaque para os Estados Unidos, Europa e China.

De maneira a contribuir com a temática no contexto brasileiro, tem-se a pretensão de agregar evidências à bibliografia que aborda a temática do monitoramento das empresas e fornece indicativos adicionais sobre a relação entre a cobertura dos analistas e o problema da orientação temporal de curto prazo dos gestores.

De uma perspectiva acadêmica, o trabalho pretende contribuir com o direcionamento desses estudos no Brasil, contribuindo para a exploração do tema no mercado local, de forma também a direcionar o aprofundamento da abordagem deste tema por futuros trabalhos.

Justifica-se por prestar sua contribuição acrescentando conhecimento à literatura já existente em mercados desenvolvidos, ampliando e permitindo a comparabilidade entre economias com diferentes graus de maturidade.

1.2 OBJETIVOS

Com o intuito de responder à questão de pesquisa, foi descrito um objetivo geral.

1.2.1 Objetivo geral

O estudo busca investigar a relação entre a cobertura de analistas no comportamento míope da gestão das empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 ORIENTAÇÃO TEMPORAL DA GESTÃO

Orientação temporal dos gestores, segundo Aguiar (2011), é um termo utilizado para designar escolhas intertemporais no âmbito decisório. Escolhas intertemporais referem-se a decisões em que o momento do reconhecimento dos custos associados a elas e a geração de benefícios econômico-financeiros não coincidem (FREDERICK *et al.*, 2002).

Assim, conforme define Aguiar (2011), a orientação temporal representa “o horizonte de tempo que os gestores consideram entre a alocação de esforço (custo) e o momento do recebimento da remuneração (benefício) dentro do qual eles procuram otimizar incentivos financeiros”.

Para o autor, o comportamento gerencial pode ser mais voltado para o curto prazo, evidenciado pela inclinação da gestão em alocar recursos em investimentos cujo efeito financeiro é imediato, ou mais voltado para o longo prazo, refletindo um comportamento em que os recursos são alocados em investimentos cujo resultado financeiro ocorrerá no futuro.

À luz das Finanças Comportamentais, Gianetti (2005, *apud* MURAMATSU & FONSECA, 2008) cita que o agente cujas preferências apresentam um viés de foco no presente está sujeito a subestimar o valor do futuro, e tal comportamento anômalo é chamado de miopia ou imediatismo, consistindo na predisposição em maximizar a utilidade individual presente.

Um dos problemas relacionado às decisões de horizonte temporal pode ser denominado de miopia gerencial (BHOJRAJ & LIBBY, 2005), visão de curto prazo (AGUIAR, 2011) ou viés do presente (MURAMATSU; FONSECA, 2008; LOEWENSTEIN, O'DONOGHUE & RABIN, 2003).

Embora os estudos em contabilidade gerencial não definam precisamente o conceito de miopia gerencial, o que tem resultado em uma miscelânea de definições (Aguiar, 2011), tal questão é entendida por Nikolov (2018) como o desequilíbrio entre a maximização do valor de curto prazo em detrimento e a de longo prazo. Ou seja, o problema é evidenciado por meio de escolhas gerenciais que priorizam ações que gerarão resultados de curto prazo, mesmo que à custa de decisões economicamente melhores a longo prazo.

Modelos de *moral hazard* com assimetrias informacionais indicam que os gestores têm preferência e buscam resultados de curto prazo que satisfaçam seus próprios interesses em detrimento de resultados de longo prazo que seriam ótimos para suas empresas. (ANTIA, PANTZALIS & PARK, 2010).

Segundo os autores, decisões que podem representar escolhas intertemporais pessoais ótimas de uma perspectiva gerencial podem ser escolhas intertemporais subótimas de uma perspectiva da empresa.

Desse modo, segundo Merchant (1990), a miopia gerencial caracteriza-se pelo foco de orientação de curto prazo, além do desencorajamento da adoção de novas ideias, sobretudo aquelas relacionadas a retornos financeiros incertos ou com horizonte de longo prazo.

Para Porter (1992), miopia gerencial (ou também comportamento míope) refere-se ao sub-investimento em projetos de longo prazo, como pesquisa & desenvolvimento (P&D), publicidade e treinamento de funcionários, com a finalidade de cumprir metas de curto prazo.

Para Brown & Krull (2008), miopia é caracterizada como o abandono de projetos cujo valor presente líquido é positivo com o propósito de atingir metas de lucratividade no curto prazo. Bhojraj & Libby (2005) definem miopia gerencial como a preferência por demonstrações contábeis que reportem maiores lucros de curto prazo, em detrimento da realização de projetos que apresentam maiores fluxos de caixa futuros.

Le Breton-Miller & Miller (2006) ressaltam que os mandatos médios dos CEOs diminuíram de cerca de 8 para menos de 4 anos nas últimas décadas. Consequentemente, a pressão exercida sobre os executivos para entregar resultados rápidos aumentou de forma relevante.

Para Morck *et al.* (1990), a redução do tempo de mandato pode ter motivado a expansão da busca por crescimento inorgânico via aquisições, visando incremento rápido das receitas via sinergias com empresas adquiridas. Além disso, os autores ressaltam que investimentos de longo prazo que não geram benefícios econômicos no curto prazo tendem a ser evitados, pois a gestão costuma vê-los como benéficos apenas para seus sucessores.

Uma das fontes de conflito de interesses entre gestores das empresas é que o horizonte de decisão da gestão é mais curto do que o horizonte de investimento do acionista (JENSEN & SMITH, 1985). O ponto de desalinhamento advém do fato de

que o tempo de permanência de uma gestão é limitado ao seu mandato, ao passo que uma empresa tem como objetivo perpetuar-se.

Assim, a teoria contábil entende que gerentes que se aproximam da idade de aposentadoria ou estão prestes a serem substituídos tendem a apresentar comportamentos mais míopes. Isso se materializa com a importância decrescente dada aos fluxos de caixa que ocorreriam após seu horizonte de tempo no cargo. A consequência disso é que a miopia gerencial resulta na rejeição de bons projetos que, à luz da racionalidade econômica, seriam aceitos.

Cheng (2004) também investiga o comportamento míope em casos nos quais o principal executivo da empresa se aproxima da aposentaria. Entre os indícios, verificou-se que a idade do CEO pode ter um impacto significativo no perfil de aceitação de risco e no desempenho da empresa.

Problemas de miopia gerencial orientam decisões que, embora melhorem o desempenho da empresa no curto prazo, destroem o seu valor no longo prazo. Tal disfunção representa um *trade-off* entre alocação de esforço em escolhas de interesse do agente e ações de interesse do principal (XU, 2009).

Conforme o autor, quando o horizonte temporal de permanência do gestor no cargo difere do horizonte ótimo de investimento da firma, cria-se incentivos para que a sua gestão concentre atenção no curto prazo, ainda que à custa da maximização do valor da firma no longo prazo.

Evidências do problema de desalinhamento entre o horizonte temporal dos gestores e o da empresa foram encontradas em casos que, à medida que os executivos se aproximam dos últimos anos de permanência no cargo, os gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) de novos produtos são reduzidos (DECHOW & SLOAN, 1991). Indícios semelhantes são encontrados por Naveen (2006): os gestores reduzem a alocação de recursos em projetos de longo prazo no decorrer de seu tempo no cargo, evidenciado por uma correlação negativa entre o tempo de exercício da função e as despesas com P&D.

De maneira semelhante, Barker & Mueller (2002) obtiveram evidências de que o dispêndio com P&D era maior em companhias em que os executivos eram mais jovens e tinham parcela de seus patrimônios investidos em ações da própria empresa.

2.2 INVESTIMENTOS EM ATIVOS INTANGÍVEIS

As decisões de orçamento ocupam o centro do processo de criação de valor da empresa. Porém, é comum que ocorram desvios de alocações ótimas de capital quando os gestores se deparam com o problema de agência (JENSEN, 1986).

Investimentos em geral produzem um impacto direto nos lucros de uma empresa: projetos geralmente geram pouco em termos de receita no ano em que são iniciados, ao passo que os custos incorridos são imediatamente registrados nas demonstrações de resultados (DECHOW, KOTHARI & WATTS, 1998).

A geração de lucros anormais e posição de liderança competitiva são possíveis por meio da combinação de ativos intangíveis e tangíveis (LEV, 2001). Nas últimas décadas, a geração de riqueza e desenvolvimento econômico vem sendo crescentemente sustentada por ativos caracterizados como intangíveis.

Neste caso, o surgimento de novos direcionadores de valor ganha relevância, visto que são específicos de cada empresa e representam fonte de vantagem competitiva e potencialização da geração de valor das organizações. Anteriormente, os principais direcionadores de geração de valor das empresas eram os ativos imobilizados (TSAI, LU & YEN, 2012).

O ativo intangível tem sua definição sintetizada por Perez e Famá (2006): “pode-se pensar os ativos intangíveis como ativos de natureza permanente, sem existência física e que, à disposição e controlados pela empresa, sejam capazes de produzir benefícios futuros”.

Dada a variedade de ativos que podem ser classificados como intangíveis, os autores trazem uma lista não exaustiva de exemplos: ativos de inovação (pesquisa & desenvolvimento), patentes, franquias, marcas, *goodwill*, direitos autorais, processos secretos, franquias, licenças, softwares desenvolvidos, bancos de dados, concessões públicas, direitos de exploração e operação, uma carteira fiel de clientes etc. (PEREZ & FAMÁ, 2006).

No Brasil, os ativos intangíveis somente passaram a ter sua contabilização obrigatória em balanço patrimonial depois da publicação da Lei 11.638 (2007). Posteriormente, o CPC 04 (2010), publicado inicialmente em 2008, estipulou critérios para que os ativos intangíveis fossem reconhecidos como tal.

Para que os ativos intangíveis sejam assim reconhecidos, devem se enquadrar nos critérios “a) benefícios econômicos futuros esperados atribuíveis ao

ativo serão gerados em favor da entidade” e “b) o custo do ativo possa ser mensurado com confiabilidade”. O pronunciamento avalia ainda que os intangíveis podem ser “adquiridos separadamente, ou por meio de uma combinação de negócios, ou ainda adquiridos através de subvenção ou assistências governamentais, ou por permuta de ativos”.

Caso um ativo não se enquadre nos critérios de ativo intangível, como, por exemplo, verbas destinadas à P&D, o CPC 04 (2010) aponta que tais valores sejam contabilizados como despesas do exercício fiscal.

De fato, um cenário econômico marcado pela crescente competitividade, acirramento da concorrência e busca por fatores de qualidade dos produtos vem aumentando a importância da inovação tecnológica das empresas, colocando novos produtos no mercado, com melhor relação custo-benefício para o cliente, qualidade superior e com maior rapidez frente aos concorrentes.

Nesse momento, a pesquisa e desenvolvimento (P&D) assume uma importante função, motivando o processo de inovação das empresas e contribuindo para o estado da arte de novas tecnologias, com atividades de P&D assumindo papel determinante para o crescimento e desempenho das empresas (KRASNIKOV & JAYACHANDRAN, 2008). Conforme apontam os autores, o investimento em atividades que fomentem a capacidade de inovação é vital para o desenvolvimento das empresas no longo prazo.

A relação positiva entre o investimento em P&D e o desempenho financeiro das empresas vem sendo objeto de interesse recente de pesquisa (CHENG & HUIZINGH, 2014). A capacidade de inovação, que é fomentada pela pesquisa, além de gerar impacto no desempenho econômico-financeiro, é fundamental para a sobrevivência das organizações em um ambiente competitivo (TEECE, 2007).

No entanto, o risco associado aos ativos intangíveis na forma de P&D e criação de patentes tem como característica central a necessidade de um valor significativo de investimento, em que há incerteza quanto à reversão futura de lucros. Além disso, as chances de fracasso são elevadas (LEV, 2001).

Portanto, é comum a ocorrência de situações em que as corporações se deparem com incentivos que as levam a não investir de forma ótima em projetos com essas características.

Apesar disso, no contexto dos países emergentes latino-americanos, os investimentos em pesquisa e desenvolvimento ainda se encontram em estágio

embrionário em relação a práticas que fomentam a inovação (GARRIDO *ET AL.*, 2017) quando comparados a economias desenvolvidas.

2.3 MIOPIA GERENCIAL EM ESTUDOS PRÁTICOS

He & Tian (2013) examinaram o efeito da cobertura dos analistas financeiros na inovação das empresas no mercado americano ao testar a hipótese de que os analistas, ao reduzir a assimetria de informação entre as firmas, reduzem a miopia gerencial. A hipótese alternativa testou o oposto: analistas financeiros são comumente apontados como fator de pressão excessiva sobre a administração e, portanto, acentuariam a miopia gerencial. Foram encontradas evidências de que as empresas acompanhadas por um número maior de analistas geram menos patentes e patentes de menor impacto. Deste modo, confirmou-se a hipótese alternativa.

Em estudo semelhante, Guo, Pérez-Castrillo & Toldrà-Simats (2019) estudaram o efeito da cobertura de analistas em três canais de inovação: gastos internos com P&D, aquisições de outras empresas inovadoras e participação em fundos *corporate venture capital* (CVC), fundos estes em que uma corporação já estabelecida investe ou adquire startups. O artigo testou se há efeito de pressão dos analistas por resultados de curto prazo ou um efeito de redução da assimetria informacional.

Os autores encontraram indícios de que empresas monitoradas por mais analistas financeiros apresentam propensão a reduzir o dispêndio interno com P&D, confirmando a hipótese de efeito de pressão. Em contrapartida, o artigo traz novos achados ao obter evidências de que empresas com maior acompanhamento por analistas financeiros têm maior predisposição a iniciar ou aumentar investimentos em CVC e adquirir outras empresas inovadoras, corroborando a hipótese de redução da assimetria da informação.

No âmbito do estudo dos fatores determinantes da miopia gerencial, destacam-se também as pressões externas exercidas pelo mercado de capitais nos sistemas de incentivos gerenciais. Bushee (1998) define que o comportamento míope é um tipo de gerenciamento de resultados, cuja probabilidade de ocorrência é maior quando o gestor se depara com um *trade-off* entre atingir as projeções de lucros e manter investimentos em P&D.

O autor dá ênfase ao papel disciplinante exercido por investidores institucionais no comportamento míope da gestão. Os resultados indicam que há maior propensão a cortes em despesas de P&D quando a participação acionária de investidores institucionais é baixa. Ou seja, investidores institucionais funcionam como agentes disciplinadores da gestão.

Doukas, Kim & Pantzalis (2005) examinaram se a divergência dos preços das ações em relação ao valor intrínseco destas estaria ligada à cobertura de analistas. Os autores descobriram que um nível de cobertura mais acentuado está associado à sobrevalorização do preço corrente das ações e retornos futuros mais baixos, enquanto as ações com menor cobertura de analistas são negociadas abaixo do valor intrínseco e obtêm retornos futuros mais altos.

Já Narayanan (1985) aborda que o foco no curto prazo seria uma resposta gerencial à pressão exercida por acionistas com horizonte de realização de lucros no curto prazo. Além disso, o autor menciona o aspecto da remuneração gerencial baseada em desempenho, tal como bônus anual, prática esta que incentivaria o direcionamento da atenção para lucros imediatos, uma vez que afetariam positivamente a remuneração do gestor.

Estudos sugerem que o uso de medidas de desempenho baseadas em métricas contábeis pode incentivar o comportamento míope dos gestores, fazendo com eles que se comportem de modo incompatível com os objetivos de longo prazo e deem prioridade a ações que maximizem sua remuneração no curto prazo (NARAYANAN, 1985; GIBBONS & MURPHY, 1992). Índícios empíricos sinalizam a existência de relação negativa entre investimentos de longo prazo e sistemas de incentivo quando a recompensa está vinculada a métricas relacionadas ao lucro contábil (DECHOW & SLOAN, 1991; CHENG, 2004; XU, 2009).

Cheng (2004), por exemplo, explora a consequência da política de remuneração do CEO sobre o comportamento míope. A forma de compensação é estudada em três variantes: *stock options*, remuneração baseada em salário e bônus anual e remuneração total. Como resultado, o autor verificou vínculo entre a remuneração dos executivos atrelada ao desempenho de longo prazo da empresa como fator que mitiga o foco excessivo no curto prazo.

Conforme Dikolli (2001), as medidas de desempenho financeiro (tradicionalmente, o lucro contábil) têm recebido críticas por incentivar ações míopes em detrimento de esforços de longo prazo. Entre as medidas práticas que sugerem

ter melhorado o sistema de incentivos dos gestores, incluem-se métricas como a satisfação dos funcionários e dos clientes, qualidade do produto e/ou serviço, e o valor das *stock options*, contratos e relacionamento com a cadeia de suprimentos.

Os resultados apresentados por Dikolli (2001) sugerem que as medidas de desempenho prospectivo induzem o alinhamento entre as decisões dos gestores e o desempenho econômico futuro, resultando em recompensas para o principal, além de mitigar o problema de um agente estar demasiadamente focado no desempenho de curto prazo e deixar a empresa antes que os efeitos adversos de longo prazo causados pela miopia se tornem aparentes.

2.4 COBERTURA DE ANALISTAS E HIPÓTESES DE PESQUISA

Como a cobertura de analistas pode afetar a tomada de decisão dos gestores? Os analistas estabelecem uma relação disciplinadora para com a gestão ou exercem pressão excessiva por resultados?

Analistas podem ser vistos como "monitores externos dos agentes" (JENSEN & MECKLING, 1976). Com sofisticação em finanças e conhecimento específico das indústrias nas quais as empresas sob sua responsabilidade de análise se enquadram, tais profissionais acompanham regularmente os resultados das corporações. Ademais, interagem diretamente com os administradores e levantam questões sobre diferentes aspectos relacionados aos resultados por meio de conferências de perguntas e respostas.

Além disso, os analistas têm outros meios de influência nas empresas acompanhadas, através dos seus relatórios de *research* divulgados aos seus clientes, os quais contêm recomendações e previsões de lucros.

Por outro lado, o acompanhamento dos analistas é comumente responsabilizado por exercer pressão excessiva sobre a gestão – o que tende a incentivar o gerenciamento de resultados. Segundo Yu (2008), o aumento da cobertura é geralmente acompanhado por uma maior pressão sobre a gestão.

Pesquisas anteriores já sugeriram que a figura do analista tem influência significativa no comportamento do investidor: gerentes os veem como uma das partes interessadas que mais tem poder de influenciar o preço das ações de suas corporações (GRAHAM, HARVEY & RAJGOPAL, 2005).

Desse modo, as recomendações de compra e venda emitidas pelos analistas representam uma fonte primária de informações para investidores individuais (MARCUS & WALLACE, 1991) e, além disso, têm um efeito imediato sobre o valor de mercado das empresas (WOMACK, 1996).

Para He & Tian (2013), analistas financeiros tendem a ser pouco tolerantes com resultados de curto prazo negativos, visto que seu trabalho é prever lucros de curto prazo e emitir recomendações de ações. Quando tais profissionais esperam uma retração dos lucros no curto prazo, suas previsões são revisadas para baixo e recomendações desfavoráveis são emitidas, acarretando em reações negativas do mercado.

Ademais, a relação entre a cobertura dos analistas e o horizonte temporal da gestão ganha um contorno relevante, pois, segundo Leal (2008), os analistas assumem papel ainda mais importante em mercados emergentes, dado que a assimetria informacional é marcante nesses ambientes econômicos, ao mesmo tempo em que o conteúdo produzido por estes profissionais configuram efeito de pressão sobre o valor das empresas.

Assim, a hipótese 1 se baseia, além dos autores supracitados, em Jensen & Fuller (2002), que ressaltam a importância que os gestores dão às expectativas de lucros dos analistas, por vezes adotando-as como uma meta a ser atingida. Dada a incerteza do retorno dos investimentos de longo prazo, supõe-se que os gestores reduziram investimentos em P&D para satisfazer as expectativas dos analistas. Assim, chega-se à Hipótese 1:

H₁: a cobertura de analistas funciona como um sistema de incentivos para a ocorrência de comportamento míope dos gestores, evidenciado pela redução de investimentos intangíveis em P&D.

Por sua vez, de acordo com Lev (2001), o descolamento entre o valor de mercado e o *book value* sugere uma possível limitação na evidenciação de certas informações nos demonstrativos financeiros. Nesse contexto, a figura do analista financeiro se soma aos esforços da Contabilidade na avaliação dos aspectos não evidenciáveis nos balanços das empresas.

Conforme Martinez (2011), os analistas, dotados de sofisticação contábil, financeira, de mercado e economia, atuam como intermediários de informações

entre empresas e investidores, incorporando informações complementares em suas avaliações de investimento.

Yu (2008) encontra evidências de que um nível mais alto de cobertura de analistas está relacionado a um menor nível de gerenciamento de resultados e que o incremento da cobertura dos analistas reduz práticas de gerenciamento. Desse modo, uma vertente da literatura em contabilidade sugere que um alto nível de cobertura de analistas propicia um ambiente informacional menos assimétrico e menos propenso ao comportamento míope (BUSHMAN & SMITH, 2001).

Diante do exposto, é delineada a Hipótese 2:

H₂: os analistas, ao exercerem papel de monitoramento da gestão, servem como fator de mitigação de decisões de investimento consideradas míopes.

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Para seleção da amostra inicial da pesquisa, foram consideradas as empresas não financeiras de capital aberto listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Posteriormente à eliminação de 393 observações em que a empresa apresentou Patrimônio Líquido negativo e à eliminação de 937 observações sem informações suficientes para a análise inferencial, a amostra final foi composta por 327 empresas das 348 companhias que compunham a amostra inicial. Os dados secundários foram coletados no software Refinitiv Eikon®, da Thomson Reuters, para o período de 2010 a 2021.

Tabela 1 – Amostra da pesquisa

Crítérios	Observações
Número de observações iniciais	4.176
Observações em que a empresa apresentou Patrimônio Líquido negativo	393
Observações sem informações suficientes para a realização da análise inferencial	937
Amostra final	2.846

Fonte: Dados da pesquisa (2022)

3.2 DESCRIÇÕES DAS VARIÁVEIS

A seguir serão descritas as variáveis dependentes para o comportamento míope dos gestores. As variáveis independentes foram segmentadas entre aquelas de interesse, que corresponde à cobertura de analistas, e as variáveis de controle para a empresa.

3.2.1 Variável dependente

A variável dependente utilizada nesta dissertação é considerada *proxy* e está relacionada à aceitação ou rejeição das hipóteses apresentada. Assim, a variável explicativa da miopia gerencial testada é a Despesa com Pesquisa & Desenvolvimento (P&D).

Assim, a miopia gerencial para uma empresa i em dado tempo t foi mensurada com a adoção do logaritmo natural da variação da Despesa de P&D entre períodos, ponderada pelo Ativo Total no ano t .

O uso desta métrica como *proxy* para miopia gerencial da gestão é de uso comum na literatura de finanças: a diminuição dos investimentos em P&D configura uma orientação temporal de curto prazo, ou míope (BUSHEE, 1998; CHENG, 2004; BROWN & KRULL, 2008; CHAKRAVARTY & GREWAL, 2011). Portanto, o comportamento míope ocorre quando há redução nas Despesas com P&D, enquanto um comportamento não míope é entendido como a manutenção ou incremento das Despesas com P&D.

Assim, parte-se da premissa de que um dos desdobramentos da miopia gerencial é o corte de investimentos, já que a gestão pode adiar projetos a fim de aumentar os lucros de curto prazo de modo disfuncional (LADIKA & SAUTNER, 2020).

Tabela 2 – Variável dependente

Variável	Sigla	Justificativa	Fórmula
Despesa com P&D	P&D	<i>Proxy</i> para miopia gerencial	$P\&D_{i,t} / \text{Ativo Total}_{i,t}$

Fonte: O Autor (2022)

3.2.2 Variável independente

A principal variável de interesse, *proxy* para nível de cobertura de analistas, foi representada pelo número de analistas que emitiram recomendações para uma determinada empresa no final de cada ano-calendário abrangido nesta pesquisa, isto é, durante o período de 2010 a 2021, conforme informado pela Thomson Reuters®.

Cabe ressaltar que a instrumentalização desta variável tem diferentes abordagens na literatura. Por exemplo, He & Tian (2013) utilizam como medida de cobertura de analistas a variável discreta, sem qualquer tratamento. Para este trabalho, a variável foi tratada conforme Cavalcanti (2018), com aplicação do logaritmo natural da variável acrescida de 1 (um) de modo a respeitar as propriedades logarítmicas.

Conforme estudos de He & Tian (2013) e Guo, Pérez-Castrillo & Toldrà-Simats (2019), existe uma relação negativa entre o nível de cobertura e o capital

destinado a projetos relacionados P&D. A descrição da variável independente é apresentada na tabela 4.

Tabela 3 – Variáveis independentes

Variável	Sigla	Mensuração	Descrição
Cobertura de Analistas	CA'	$\ln(1+CA_{i,t})$	Logaritmo natural de variável discreta (1+número de analistas)
Ausência ou Presença de Cobertura de Analistas	dummyCA	dummy[0,1]	Variável binária que assume valor 0 caso a empresa i não seja acompanhada por ao menos um analista e 1 se for acompanhada por um ou mais analistas

Fonte: O Autor (2022)

3.2.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Para controlar a influência do nível de cobertura de analistas no comportamento míope foram utilizadas variáveis que captam as características da empresa, da governança corporativa e do setor de atuação. As variáveis de controle são:

- 1. Tamanho:** à medida que o tamanho da empresa aumenta, há maior fonte de receitas e caixa, gerando menor preocupação com resultados negativos de curto prazo, o que, segundo o autor, funciona como um incentivo a investimentos de longo prazo (EBERHART *et al.*, 2004);
- 2. Percentual de concentração de investidores institucionais:** Bushee (1998) considera que os investidores institucionais têm um papel de monitoramento da gestão, mitigando os incentivos para cortes de investimentos. Devido à iliquidez de suas participações, assume-se que o horizonte temporal de participação acionária é de longo prazo. Ou seja, para o autor, há relação inversa entre o percentual de concentração de investidores institucionais e a miopia gerencial;
- 3. Endividamento:** obtido pela relação entre a soma do passivo circulante + passivo não circulante, ponderada pelo ativo das empresas. Essa variável pode tanto estar positivamente relacionada com o nível de investimentos,

já que o custo do capital de terceiros é menor do que do capital próprio, quanto negativamente, uma vez que o endividamento passa a ser prejudicial à solvência da empresa quando o benefício fiscal da dívida adicional é superado pelo aumento do valor presente dos custos de dificuldades financeiras (MYERS, 1984), incorrendo em dificuldades financeiras;

4. **ROA:** Retorno sobre o Patrimônio Líquido, definido como lucro operacional dividido pelo valor contábil do ativo total medido no fim do ano fiscal t ;
5. **Setor:** os setores de atuação foram segmentados conforme a classificação da plataforma Thomson Reuters, entre empresas pertencentes a I) Comunicações; II) Consumo básico; III) Consumo discricionário; IV) Energia; V) Industriais; VI) Materiais; VII) Saúde; VIII) Serviços públicos; IX) Tecnologia e XI) Petróleo.

As variáveis de controle são descritas na Tabela 4:

Tabela 4 – Variáveis de controle

Variável	Sigla	Mensuração	Referência
Tamanho	TAM	$\ln(\text{Ativo Total}_{i,t})$	EBERHART <i>et al.</i> (2004); HAKRAVARTY & GREWAL (2011); HE & TIAN (2013)
% Concentração Investidores Institucionais	INV INST	Percentual de ações ordinárias pertencentes aos 3 maiores investidores institucionais	BUSHEE (1998); GUO, PÉREZ-CASTRILLO & TOLDRÀ-SIMATS (2019)
Endividamento	END	$\text{Passivo}_{i,t} / \text{Ativo}_{i,t}$	MYERS (1984)
Setor	SET	<i>dummy</i> (0, 1)	ARANTES & SOARES (2017); KANG, KUMAR & LEE (2006); LU, SHENG & WANG (2020)

Fonte: O Autor (2021)

3.3 ABORDAGEM ESTATÍSTICA

A análise da hipótese de pesquisa foi realizada por meio da abordagem estatística de modelos de regressão de dados em painel. As análises estatísticas foram conduzidas no software Stata®.

Antes a qualquer estimação, avaliou-se o comportamento da variação das variáveis ao longo do tempo para um respectivo indivíduo (variação *within*) e entre indivíduos para cada corte transversal (variação *between*), bem como a média de todas as observações (*overall*).

Foi utilizado, em primeiro momento, o teste de Lagrange Multiplier (LM) de Breusch-Pagan, de modo a identificar a estimação em painel mais adequada à pesquisa. Os resultados dos p-valores indicam maior adequação e robustez do modelo de efeitos aleatórios, o que corrobora com as inferências preliminares.

De modo a satisfazer os requisitos de regressões de dados em painel, fez-se necessário a verificação de alguns pressupostos, como multicolinearidade, homocedasticidade dos resíduos e inexistência de autocorrelação serial de primeira ordem. Como os pressupostos de heterocedasticidade e autocorrelação serial de primeira ordem não são atendidos, as regressões foram estimadas com erros-padrão robustos clusterizados por indivíduo, de modo a limitar problemas de heterocedasticidade e autocorrelação serial de primeira ordem, conforme apontam Fávaro e Belfiore (2017).

Além dos testes supracitados, a pesquisa reconhece a possível existência do problema de endogeneidade entre as variáveis dependentes e de interesse. Para constatação dessa hipótese, verificou-se a existência de uma possível relação simultânea entre a variável dependente e ela mesma, defasada em um período.

Uma vez confirmada, foi testada a especificação do modelo econométrico de dados em painel por meio do *Generalized Method of Moments (GMM System)*, proposto por Arellano e Bover (1995), o qual permite controlar os efeitos não observados que não variam no tempo, além de produzir estimativas consistentes dos parâmetros do modelo.

Tal método consiste no uso de instrumentos para controlar a endogeneidade, bem como na observância dos pressupostos de ausência de autocorrelação de segunda ordem e validade das variáveis instrumentais. Para isso, foram realizados os testes de autocorrelação de Arellano-Bond e Hansen.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS

A tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis numéricas utilizadas na pesquisa.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas

Variáveis	Média	Desvio-padrão			Mínimo	Máximo	Obs.
		Overall	Between	Within			
P&D	5,3761	16,1590	12,0288	9,7380	0,0000	67,2799	2.846
CA	0,7471	1,0280	0,8417	0,5054	0,0000	2,6391	2.846
TAM	7,7858	1,7750	1,6562	0,4633	4,4679	10,7826	2.846
INV INST	61,3349	30,6406	26,6536	18,1554	0,0000	99,9363	2.846
END	56,6399	19,7510	17,7946	9,1484	15,7077	89,1259	2.846
ROA	0,3701	11,0539	4,7376	10,3389	-33,8943	15,3288	2.846

Variáveis	Observações em que a empresa é acompanhada por analistas do mercado		Observações em que a empresa não é acompanhada por analistas do mercado		Total
	%	Números Absolutos	%	Números Absolutos	
DummyCA	37,81	1.076	62,19	1.770	2.846

Nota: P&D: Variação anual da Despesa com P&D ponderada pelo Ativo Total; CA: logaritmo natural de 1+cobertura de analistas (número de analistas); TAM: logaritmo natural do Ativo Total; INV INST: concentração acionária dos três (3) maiores acionistas; END: relação Dívida/Patrimônio Líquido; ROA: Retorno sobre o Ativo.

Em relação às variáveis independentes de interesse (CA), observou-se no período analisado que as empresas da amostra têm uma cobertura de analistas média de 0,7471. Nota-se que algumas empresas não foram acompanhadas por analistas de mercado em algum dos períodos da análise, visto que o indicador mínimo mostrou o valor de 0,0000. Além disso, quando analisada por meio de uma variável *dummy*, que recebe a categoria “1” quando determinada empresa pertence ao grupo de companhias acompanhadas por pelo menos um analista, nota-se que 37,81% das observações da amostra final tiveram, em algum momento, acompanhamento por analistas.

Em relação a variável P&D, que representa *proxy* para miopia gerencial, houve um gasto médio de R\$ 5,3761 por empresa. Já o valor máximo dispendido registrou 67,2799, referente a uma empresa do setor de tecnologia. Averigua-se, ainda, que as empresas apresentam, em média, Tamanho (mensurado pelo logaritmo natural do Ativo Total) de R\$ 7,7858 milhões.

Já a variável INVINST (concentração de ações ordinárias em posse dos três maiores acionistas) apresentou *share* médio de 61,3349% do total de ações. Tal relação indica a relevância acionária dos fundos de investimentos, de pensão ou instituições financeiras na estrutura proprietária.

Por sua vez, a variável END (relação de entre capital de terceiros e patrimônio líquido) indica que, em geral, as empresas da amostra são alavancadas em 56,6399% em sua estrutura de capital, o que demonstra sinal importante em relação à capacidade de investimentos, visto que o custo do capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio.

Finalmente, a variável ROA (*return on assets*) foi 0,3701 em média. Espera-se que tal variável tenha impacto positivo sobre o nível de investimentos, visto que empresas que conseguem maximizar a rentabilidade dos ativos podem tanto utilizar o capital próprio para realizar reinvestimentos, além de apresentarem capacidade superior de captação de recursos de terceiros.

4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO

A tabela 6 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis utilizadas no modelo.

Tabela 6 – Matriz de correlação

Variáveis	P&D	CA	dummyCA	TAM	INV INST	END	ROA
P&D	1						
CA	0,255***	1					
dummyCA	0,247***	0,964***	1				
TAM	0,158***	0,512***	0,464***	1			
INVINST	0,009	-0,217***	-0,221***	-0,002	1		
END	-0,016	-0,012	-0,037*	0,227	-0,083	1	
ROA	-0,012	0,021	0,021	0,020	-0,011	0,004	1

*Significância ao nível de 10%; **Significância ao nível de 5% e ***Significância ao nível de 1% ao considerar a estimação bicaudal.

Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Da análise da matriz de correlação (tabela 6), depreende-se que as variáveis CA e dummyCA são multicolineares ao nível de significância de 1% e, portanto, não devem estar em um mesmo modelo multivariado. Por esse motivo, foram testados quatro modelos multivariados, conforme Tabela 7.

4.3 ESPECIFICAÇÃO DOS MODELOS

De modo a verificar se os modelos propostos atendem os pressupostos da regressão, os dados foram submetidos aos testes de heterocedasticidade por meio do teste de Wald/F e autocorrelação, pelo teste de Wooldridge. Posteriormente, realizou-se o teste de escolha da estimação mais adequada aos dados.

Com base nos resultados apresentados na tabela 6, todos os modelos apresentaram autocorrelação e heterocedasticidade. Para correção da heterocedasticidade, os modelos foram estimados com erros-padrão robustos clusterizados por indivíduo. Para controlar a endogeneidade, os modelos foram estimados também por *GMM System*.

Quanto ao diagnóstico de painel para especificação do modelo mais apropriado aos dados, o teste LM de Breusch-Pagan indicou o uso de efeitos aleatório (tabela 7), reforçando a inferência fornecida pela variância *between*, que é maior do que a variância *within*, seja para a variável dependente quanto para as variáveis explicativas. Isto é, a estimação por efeitos fixos não é apropriada e os resultados do diagnóstico da variância sinalizam uma maior adequação da estimação por efeitos aleatórios.

Além disso, ressalta-se que, como foi realizado o controle por setor de atuação, não há possibilidade de adequação dos efeitos fixos.

Tabela 7 – Modelo de regressão de dados em painel

Variáveis	EF Modelo 1	Modelo 2	EF Modelo 3	Modelo 4
	P&D			
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
	(Teste T)	(Teste T)	(Teste T)	(Teste T)
P&D _{t-1}		0,7347 (25,00***)		0,7306 (25,09***)
CA	1,4875 (2,89***)	0,6987 (2,40**)		
DummyCA			3,6689 (3,54***)	2,1958 (3,81***)
TAM	-0,4821 (-1,05)	-0,1135 (-0,55)	-0,5418 (-1,25)	-0,2132 (-1,23)
INV INST	0,0070 (0,89)	0,0048 (0,58)	0,0058 (0,74)	0,0063 (0,79)
END	0,0007 (0,03)	0,0040 (0,33)	0,0062 (0,28)	0,0080 (0,67)
ROA	0,0284 (1,94*)	0,0001 (0,01)	0,0274 (1,87*)	-0,0001 (-0,01)
Constante	1,7353 (0,55)	5,4940 (3,07***)	1,8841 (0,61)	5,5645 (3,09***)
CPA	Sim	Sim	Sim	Sim
CS	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² (Within)	0,0656		0,0679	
R ² (Between)	0,1175		0,1291	
R ² (Overall)	0,0949	0,5912	0,1043	0,5926
Teste Wald/F	73,80***	137,98***	73,93***	134,32***
Observações	2.846	2.420	2.846	2.420
Teste de escolha da estimação mais adequada aos dados				
L. M. Breusch-Pagan	5.157,46***	0,00	5.030,17***	0,00
Pressupostos				
VIF (mínimo)	1,02	1,03	1,02	1,03
VIF (máximo)	2,18	2,15	2,20	2,09
Breusch-Pagan	893,63***	1.618,06***	1021,93***	1.591,88***
Wooldridge	6,233**	6,233**	7,075***	7,075***

Nota: *Significância ao nível de 10%; **Significância ao nível de 5% e ***Significância ao nível de 1% ao considerar a estimação bicaudal. Coef.: Coeficiente; CPA: Controle de Períodos Anuais; e CS: Controle de Setores. Todas as regressões multivariadas foram estimadas com a clusterização nos indivíduos para amenizar problemas de heterocedasticidade e autocorrelação serial de primeira ordem.

Modelo 1: $P\&D = \alpha + \beta_1 CA_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 INV\ INST_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

Modelo 2: $P\&D = \alpha + \beta_1 P\&D_{t-1} + \beta_2 CA_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 INV\ INST_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

Modelo 3: $P\&D = \alpha + \beta_1 dummyCA_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 INV\ INST_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

Modelo 4: $P\&D = \alpha + \beta_1 P\&D_{t-1} + \beta_2 dummyCA_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 INV\ INST_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

Fonte: Dados da pesquisa (2022)

4.3.1 Resultados dos modelos econométricos

A tabela 7 apresenta os resultados da regressão em painel para os modelos “1”, “2”, “3” e “4”. Conforme indicaram os testes, os modelos “1” e “3” foram estimados por efeitos fixos com erros-padrão robustos.

Conforme evidencia a tabela, as variáveis de interesse CA e dummyCA apresentaram sinal positivo e significativo ao nível de 1% para os modelos “1”, “3” e “4”, e 5% para o modelo “2”. As variáveis de controle Tamanho, Concentração acionária dos três (3) maiores acionistas, ROA (à exceção dos modelos “1” e “3”, ao nível de 10%) e Endividamento não foram estatisticamente significantes.

Os resultados indicam que, *a priori*, a cobertura de analistas está associada à redução da despesa com P&D das empresas brasileiras da amostra em benefício do lucro. Tal resultado era esperado, com respaldo teórico de que a cobertura de analistas de mercado configura um fator de incentivo à miopia gerencial (GUO, PÉREZ-CASTRILLO & TOLDRÀ-SIMATS, 2019; HE & TIAN, 2013).

Em relação à variável Tamanho, esperava-se relação contrária com a miopia gerencial. Os resultados contrastam com o apontado por Eberhart *et al.* (2004): conforme o tamanho da empresa aumenta, há maior fonte de receitas e caixa, gerando menos preocupação com resultados negativos de curto prazo. Segundo o autor, este fator forneceria um incentivo ao investimento em intangíveis, tais como P&D, os quais maximizam o valor da empresa ao longo do tempo.

O mesmo é válido para a variável concentração acionária dos maiores acionistas: Bushee (1998) e Porter (1992) dão ênfase ao papel disciplinante exercido por investidores institucionais no comportamento míope da gestão; contudo, os resultados da pesquisa no contexto brasileiro não indicaram a existência de uma maior propensão a cortes em despesas de P&D quando a participação acionária de investidores institucionais é concentrada.

Por fim, esperava-se que a variável Endividamento fosse positivamente relacionada com a miopia gerencial: à medida que uma empresa se alavanca com capital de terceiros, uma quantia maior do seu fluxo de caixa operacional é destinado ao pagamento de juros e repagamento de principal, o que forneceria incentivos a cortes de despesas com P&D, caracterizando, assim, um comportamento míope. No entanto, tal variável não se mostrou estatisticamente significativa.

4.4 MODELOS ESTIMADOS POR *GENERALIZED METHOD OF MOMENTS (GMM SYSTEM)*

A validação do GMM System passou pela observância do teste de Hansen, o qual evidencia a validade dos instrumentos, e é confirmada pelos testes de autocorrelação AR (1), que confirma a autocorrelação de primeira ordem negativa e significativa, e de segunda ordem não significativa, conforme AR (2).

Os resultados da regressão e os testes que confirmam as condições para a aplicação desse modelo são apresentados na tabela 7.

Tabela 8 – Modelo de regressão por meio do *Generalized Method of Moments (GMM)*

Variáveis	P&D	
	Modelo 2	Modelo 4
	Coef. (Estatística T)	Coef. (Estatística T)
P&D _{t-1}	0,5190 (4,78***)	0,5162 (4,85***)
CA	-4,2892 (-0,72)	
DummyCA		-5,0384 (-0,57)
TAM	-7,8244 (-4,14***)	-7,9915 (-3,68***)
INVINST	0,1545 (1,84*)	0,1530 (1,85*)
END	0,0294 (0,15)	0,0860 (0,43)
ROA	0,0115 (0,18)	0,0188 (0,26)
Constante	6,1441 (0,14)	-3,1982 (-0,07)
CS	Sim	Sim
Teste Wald	68,15***	71,96***
Observações	2.420	2.420
Autocorrelação serial de Primeira e Segunda Ordem		
AR(1)	-3,31***	-3,35***
AR(2)	1,15	1,13
Validade dos Instrumentos		
Teste de Hansen (Chi2)	195,33	192,64
Teste de Hansen (valor-p)	0,758	0,799

Nota: * significância ao nível de 10%; **significância ao nível de 5% e ***significância ao nível de 1% ao considerar a estimação bicaudal. Coef.: Coeficiente, e; CS: Controle de Setores. Os modelos GMM foram estimados a partir da metodologia System ao considerar duas etapas de de Arellano e Bover (1995). Os testes estimadores dos modelos GMM ao considerar o AR (1) e AR (2) testam a presença de autocorrelação serial de primeira ordem e de segunda ordem nos resíduos de primeira diferença. Como instrumentos endógenos foram utilizadas as variáveis independentes de interesse e independente de controle econômico-financeiro da companhia. Os modelos consideraram também variáveis exógenas, em todos os modelos: (i) variável dependente defasada em um período, (ii) IPCA, (iii) média da SELIC e (iv) Variação do PIB.

Conforme a tabela 8, a hipótese da existência de um painel dinâmico foi validada, pois a defasagem em um período da variável P&D mostrou-se significativamente associada à variável P&D não defasada, o que permite inferir que empresas parecem seguir uma consistência no dispêndio com P&D, isto é, empresas que alocavam recursos para este fim no passado assim o fazem em períodos futuros.

Sobre as variáveis de interesse CA e dummyCA, os coeficientes não se mostraram significativos, contrariando os resultados evidenciados no modelo estimado por efeitos aleatórios.

Assim, a inexistência de relação positiva entre a cobertura de analistas e a miopia gerencial contraria a primeira hipótese da pesquisa “**H₁: a cobertura de analistas funciona como um sistema de incentivos para a ocorrência de comportamento míope dos gestores, evidenciado pela redução de investimentos intangíveis em P&D**”. Ademais, a segunda hipótese “**H₂: os analistas, ao exercerem papel de monitoramento da gestão, servem como fator de mitigação de decisões de investimento consideradas míopes**” também não é aceita.

Tais resultados contrastam com a literatura investigada, que sugere que o comportamento míope da gestão é evidenciado por maiores cortes de verbas destinadas à P&D quando há um maior nível de acompanhamento da empresa por analistas de mercado (HE & TIAN, 2013; GUO, PÉREZ-CASTRILLO & TOLDRÀ-SIMATS, 2019).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa buscou trazer ao contexto brasileiro um debate já recorrente em economias desenvolvidas. No Brasil, o estudo da possível sistema de incentivos à miopia gerencial oriundo da cobertura de analistas ainda é pouco maduro, com trabalhos concentrados principalmente em mercados desenvolvidos.

Para isso, estudou-se a relação entre a cobertura de analistas com os investimentos em P&D, usados como *proxy* para miopia gerencial, uma vez que uma das consequências do comportamento míope dos gestores é a redução em projetos com retorno esperado de longo prazo.

Com base nos dados disponíveis na plataforma Refinitiv Eikon, da Thomson Reuters, foram extraídas as variáveis supracitadas na pesquisa e, por fim, com o auxílio de técnicas estatísticas, realizou-se análise da associação entre tais variáveis.

Conforme resultados apontados pelo método do *GMM System*, usado para controlar problemas de endogeneidade e conferir robustez aos dados previamente analisados com efeitos aleatórios, verificou-se que, no contexto brasileiro, para a amostra em estudo, não se pôde estabelecer relação semelhante à encontrada em estudos empíricos em mercados desenvolvidos (GUO, PÉREZ-CASTRILLO & TOLDRÀ-SIMATS, 2019; HE & TIAN, 2013), onde os analistas de mercado configuram um fator de incentivo à miopia gerencial, evidenciada pela relação positiva entre miopia gerencial e a cobertura realizada por tais profissionais.

Em suma, o presente estudo lança luz sob uma associação ainda pouco estudada no Brasil – analistas de mercado e a miopia gerencial. A figura do analista e seus impactos são sintetizados por Leal (2008): o analista de mercado assume um papel ainda mais relevante em mercados emergentes, como o Brasil, dado que a assimetria informacional é mais marcante nesses ambientes econômicos em comparação a mercados desenvolvidos.

Entre as limitações do estudo, cabe ressaltar que, no contexto brasileiro, os investimentos em pesquisa & desenvolvimento (*proxy* para miopia) ainda se encontram em estágio embrionário (GARRIDO ET AL., 2017) quando comparados a economias desenvolvidas, o que limita a plena utilização dessa variável.

Desse modo, para futuras pesquisas, sugere-se a possibilidade de conceituar o que é o comportamento míope em ambientes de economia em

desenvolvimento e operacionalizá-la por meio de variáveis adequadas, além da incorporação de variáveis de controle adicionais e alternativas às usadas na presente pesquisa.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A. B. D. Orientação Temporal dos Gestores: potenciais dimensões e significados. **Revista Universo Contábil**, v. 7(4), p. 6-21, 2011
- ANTIA, M., PANTZALIS, C. & PARK, J. C. CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, p. 288-301, 2010
- ARANTES, V. & SOARES, R. O. De Olhos Fechados? O Efeito da Divulgação Voluntária do Guidance Sobre o Comportamento Míope nas Empresas Listadas na BM&Fbovespa. EnAnpad, 2017
- BARKER, V. B. & MUELLER, G. C. CEO characteristics and firm R&D spending. **Management Science**, v. 48, p. 782-80, 2002.
- BARTOV, E., GIVOLY, D. & HAYN, C. The rewards to meeting or beating earnings expectations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, p. 173–204, 2002.
- BHOJRAJ, S. & LIBBY, R. Capital market pressure, disclosure frequency-induced earnings/cash flow conflict, and managerial myopia. **The Accounting Review**, v. 80(1), p. 1-20, 2005
- BRASIL. LEI N.º 11.638 de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 28 de dezembro 2007. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm
Acesso em 9 de março de 2021.
- BROWN, J. L.; KRULL, L. K. Stock options, R&D, and the R&D tax credit. **The Accounting Review**, v. 83(3), p. 705-734, 2008
- BUSHEE, B. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. **The Accounting Review**, v. 73 (3), p. 305–333, 1998.
- BUSHMAN, R. M. & SMITH, A. J. Financial Accounting Information and Corporate Governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 237-333, 2001.
- CAVALCANTI, J. M. M. A Influência dos Ativos Intangíveis nas Avaliações de Analistas Financeiros: Uma Investigação no Mercado Acionário Brasileiro (Tese de Doutorado). Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2018.
- CHAN, L. K. C.; LAKONISHOK, J. & SOUGIANNIS, T. R. The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures. **The Journal of Finance**, v. 56(6), p. 2431-2456, 2002.

CHAKRAVARTY, A. & GREWAL, R. The Stock Market in the Driver's Seat! Implications for R&D and Marketing. **Management Science**, v. 57(9), p. 1594-1609, 2011.

CHENG, S. J. R&D expenditures and CEO compensation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 79(2), p. 305-328, 2004.

CHENG, C. C. J. & HUIZINGH, E. K. R. E. When Is Open Innovation Beneficial? The Role of Strategic Orientation. **Journal of Product Innovation Management**, v. 31(6), p. 1235-1253, 2014

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. CPC 04 – Ativo Intangível. 2010. Disponível em: http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/188_CPC04_Sumario.pdf Acesso em: 2 de setembro de 2021.

DECHOW, P. M. & SLOAN, R. G. The Relation Between Earnings and Cash Flows. **Journal of Accounting & Economics**, v. 25, p. 133-168, 1998.

DECHOW, P. M. & SLOAN, R. G. Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation. **Journal of Accounting & Economics**, v. 14(1), p. 51-89, 1991.

DEMIRAG, I. S. An empirical study of research and development top managers' perceptions of short-term pressures from capital markets in the United Kingdom. **European Journal of Finance**, v. 1(2), p. 180-202, 1991.

DIKOLLI, S. S. Agent Employment Horizons and Contracting Demand For Forward Looking Performance Measures. **Journal of Accounting Research**, v. 39(3), p. 481-494, 2001.

DOUKAS, J. A., KIM, C. F. & PANTZALIS, C. The Two Faces of Analyst Coverage. **Financial Management Association**, v. 34(2), p. 303-339, 2005.

EBERHART, A. C., MAXWELL, W. F., SIDDIQUE, A. R. An Examination of Long-Term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R&D Increases. **Journal of Finance**, v. 59(2), p. 623-650, 2004.

FREDERICK, S., LOEWENSTEIN, G. & O'DONOGHUE, T. Time Discounting and Time Preference: A Critical Review. **Journal of Economic Literature**, v. 40, p. 351-401, 2002.

GARRIDO, I. L., PARENTE, R. C., GONÇALO, C. R. & VASCONCELLOS, S. L. de. Remaining innovative: The role of past performance, absorptive capacity, and internationalization. **Brazilian Business Review**, v. 14(6), p. 559-574, 2017.

GIBBONS, R., & MURPHY, K. J. Does executive compensation affect investment? **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 5, p. 99-109, 1992.

- GRAHAM, J., HARVEY, C. & RAJGOPAL, S. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, p. 3-73, 2005
- GUO, B., PÉREZ-CASTRILLO, D. & TOLDRÀ-SIMATS, A. Firms' innovation strategy under the shadow of analyst coverage. **Journal of Financial Economics**, v. 131, p. 456-483, 2019.
- GIL, A. C. Métodos e Técnicas de Pesquisa Social. São Paulo: Atlas, 1999.
- HE, J. & TIAN, X. The Dark Side of Analyst Coverage: The Case of Innovation. **Journal of Financial Economics**, v. 109, n. 301, p. 856-878, 2013
- HOLMSTROM, B. Agency costs and innovation. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 12, p. 305-327, 1989
- JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **The American Economic Review**, v. 76(2), p. 323-329, 1986.
- JENSEN, M. C. & FULLER, J. Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14(4), p. 41-46, 2002.
- JENSEN, M. C. & MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3(4), p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M. C. & SMITH, C. W. Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory. **The Journal of Business**, v. 79(3), p. 1127-1147, 2006
- KANG, S. H., KUMAR, P., & LEE, H. Agency and corporate investment: The role of executive compensation and corporate governance. **The Journal of Business**, v. 79(3), p. 1127-1147, 2006
- KRASNIKOV, A. & JAYACHANDRAN, S. The relative impact of marketing, research and development, and operations capabilities on firm performance. **Journal of Marketing**, v. 72(4), p. 1-11, 2008.
- LADIKA, T. & SAUTNER, Z. Managerial Short-Termism and Investment: Evidence From Accelerated Option Vesting. **Review of Finance**, v. 24(2), p. 305-344, 2020.
- LAKATOS, E. M. & MARCONI, M. de A. Fundamentos de metodologia científica. 5ª edição. São Paulo: Atlas, 2003.
- LEAL, R. C. Estrutura de Capitais Comparada: Brasil e Mercados Emergentes. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 4, p. 67-78, 2008.
- LE BRETON-MILLER, I. & MILLER, D. Why Do Some Family Businesses Out-Compete? Governance, Long-Term Orientations, and Sustainable Capability. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, v. 30(6), p. 731-746, 2006

- LEL, U., & TEPE, M. Investor horizon and managerial short-termism. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 80, p. 1-20, 2021
- LEV, B. Intangibles: Management, measurement, and reporting. Washington, DC: The Brookings Institution, 2001.
- LI, Y., XU, X., ZHU, Y., & HAQ, M. CEO decision horizon and corporate R&D investments: an explanation based on managerial myopia and risk aversion. **Accounting & Finance**, 2021.
- LOEWENSTEIN, G., O'DONOGHUE, T., & RABIN, M. Projection bias in predicting future utility. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118(4), p. 1209-1248, 2003
- LU, X., SHENG, Y., & WANG, J. The Influence of Executive Compensation Incentives On R&D Investment: The Moderating Effect of Executive Overconfidence. **Technology Analysis & Strategic Management**, v. 32(10), p. 1169-1181, 2020.
- MANSO, G. Motivating innovation. **Journal of Finance**, v. 66, p. 1823–1860, 2011.
- MARCUS, B. & S. WALLACE. **Competing in the New Capital Markets: Investor Relations Strategies for the 1990s**. New York, NY: HarperBusiness, 1991.
- MARTINEZ, A. L. The Role of Analyst as Gatekeepers: Enhancing Transparency and Curbing Earnings Management in Brazil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 15, n. 4, p. 712-730, 2011.
- MCCONNELL, J. J. & MUSCARELLA, C. J. Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. **Journal of Financial Economics**, v. 14(3), p. 399-422, 1985.
- MERCHANT, K. A. The effects of financial controls on data manipulation and management myopia. **Accounting, Organizations and Society**, v. 15, p. 297-313, 1990.
- MICHEL, M. H. Metodologia e Pesquisa Científica em Ciências Sociais: Um Guia Prático para Acompanhamento da Disciplina e Elaboração de Trabalhos Monográficos. São Paulo: Atlas, 2005.
- MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, p. 575-592, 1984.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. & VISHNY, R. W. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? **The Journal of Finance**, v. 45(1), p. 31-48, 1990.
- MURAMATSU, R. & FONSECA, P. Economia e Psicologia na Explicação da Escolha Intertemporal. **Revista de Economia Mackenzie**, v. 6(6), 2008.
- NARAYANAN, M. Managerial incentives for short-term results. **Journal of Finance**, v. 40(5), p. 69-84, 1985.

NIKOLOV, A. N. Managerial short-termism: an integrative perspective. **Journal of Marketing Theory and Practice**, 26(3), 260-279, 2018

PEREZ, M.; & FAMÁ, R. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista Contabilidade Financeira USP**, n. 40, v. 17, p. 7-24, 2006.

POGACH, J. Short-termism of executive compensation. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 148, p. 150-170, 2018.

PORTER, M. Capital disadvantage: America's Failing Capital Investment System. **Harvard Business Review**, v. 70, p. 65-82, 1992.

SERFLING, M. A. CEO Age and the Riskiness of Corporate Policies. **Journal of Corporate Finance**, v. 25, p. 251-273, 2014.

SHAPIRO, D., TANG, Y., WANG, M. & ZHANG, W. Monetary incentives and innovation in Chinese SMEs. **Asian Business & Management**, v. 16(3), p. 130-157, 2017.

TEECE, D. J. Explicating Dynamic Capabilities: the Nature and Microfoundations of (Sustainable) Enterprise Performance. **Strategic Management Journal**, v. 28(13), p.1319-1350, 2007

TSAI, C.; LU, Y. & YEN, D. C. Determinants of intangible assets value: The data mining approach. **Knowledge-based Systems**, v. 31, p. 67-77, 2012.

YU, F. Analyst Coverage and Earnings Management. **Journal of Financial Economics**, v. 88, p. 245-271, 2008.

XU, J. R&D investment around CEO turnover (Tese de Doutorado). Boston University, Boston, 2009.

WOMACK, K. L. Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value? **Journal of Finance**, v. 51, p. 137-167, 1996.