

DIVULGAÇÃO SELETIVA DE INFORMAÇÕES E AS APRESENTAÇÕES DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS PARA OS ANALISTAS DO MERCADO DE CAPITAIS

Gloria Maria Baptistella Comerlato*

Paulo Renato Soares Terra**

Sinopse: As apresentações das companhias abertas brasileiras aos analistas de investimentos, também conhecidas como “Reuniões da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC)”, oferecem ao mercado mais um canal de divulgação de informações sobre estas empresas. Apesar das informações apresentadas nesses encontros já terem sido divulgadas aos investidores via outros meios de comunicação, existe uma preocupação quanto à influência das informações geradas pelas discussões nessas reuniões, em termos de construção de expectativas positivas ou negativas a respeito da empresa por parte dos analistas. Dependendo da qualidade e profundidade do questionamento, essas ocasiões podem gerar informações relevantes privilegiadas aos participantes do evento. Utilizando a metodologia do estudo de evento, foi investigado o comportamento dos retornos anormais das ações de 91 empresas brasileiras que promoveram 247 apresentações na APIMEC, na cidade de São Paulo, no período de 1997 a 2001. O resultado obtido indica que, em geral, as informações geradas nesses encontros não promoveram retornos anormais significativos no período analisado.

Palavras-chave: Governança corporativa. Informações relevantes. Divulgação seletiva. APIMEC. Estudo de evento.

1 INTRODUÇÃO

Os investidores do mercado de capitais, sejam eles analistas de investimentos ou não, utilizam-se de informações provenientes das companhias de capital aberto, dos setores da economia e de todo o tipo de informação econômica ou política, que possam afetar o

* Analista de Investimento - APIMEC. (globc@terra.com.br).

** Professor Adjunto da Escola de Administração da UFRGS. (prsterra@ea.ufrgs.br).

desempenho das empresas analisadas, para sugerir ou decidir sobre a compra, a venda ou a manutenção de um ativo no mercado de capitais.

Segundo a teoria financeira contemporânea, em um mercado eficiente, o preço de uma ação deve refletir com precisão todas as informações disponíveis acerca do desempenho e das perspectivas futuras da empresa respectiva (e.g. Fama 1970, 1991, entre outros). Logo, a oferta de transparência (*disclosure*) é um elemento primordial para as companhias de capital aberto nas suas relações com investidores. Portanto, a eficiência do mercado decorre entre, outros fatores, de investidores preparados e bem informados.

As apresentações realizadas pelas companhias de capital aberto, para analistas de investimentos, acionistas e outros convidados, são um instrumento de divulgação das informações corporativas¹. Essas apresentações são conhecidas como “Reuniões da Associação dos Analistas e Profissionais do Mercado de Capitais Brasileiro” (APIMEC)². Esses encontros permitem aos administradores das companhias revelar pessoalmente informações sobre o produto que comercializam; suas operações, principais clientes e fornecedores; seus resultados e perspectivas futuras de resultados; sua visão macroeconômica do setor em que atua; e sobre os rumos da economia do país e em âmbito global. No final da apresentação, inicia-se uma sessão de perguntas e respostas, que configuram um debate de idéias sobre a empresa, o setor em que atua e o ambiente macroeconômico em que está inserida. Tertuliano *et al.* (1993, p. 68) mencionam que “[...] uma das mais importantes contribuições desta associação é a realização de eventos periódicos entre a comunidade de analistas e demais associados com as empresas de mercado, tendo como fruto a produção de informações para a melhor avaliação dos preços das ações e outros títulos mobiliários”.

Espera-se que, nessas reuniões³, as empresas divulguem somente informações já publicadas para o público em geral. No entanto, paira a dúvida, entre os órgãos reguladores, legisladores e o público em geral, se, naquele momento, estávamos frente a um processo de

¹ Outras formas de divulgação de informações ao mercado seriam por meio da imprensa, dos *sites* das companhias, de informativos impressos e de visitas técnicas, entre outras.

² Até 2003, a APIMEC/SP era denominada ABAMEC/SP: Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais (seção São Paulo), definida por Tertuliano *et al.* (1993, p. 67) como “[...] uma associação sem fins lucrativos que congrega cerca de 2500 analistas do Mercado de Capitais, em todo o Brasil”. A ABAMEC contava então com seis seções regionais: São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Rio Grande do Sul, Distrito Federal e Ceará. A associação integra o Comitê Internacional das Associações de Analistas Financeiros, em Paris. A mudança de denominação ocorreu em assembléia geral realizada em 24 de abril de 2003, data na qual a regional do Rio de Janeiro deixou de integrar a associação nacional (ABAMEC NACIONAL, 2003).

³ As reuniões da APIMEC são consideradas públicas e abertas, uma vez que qualquer indivíduo pode comparecer a esse evento. No entanto, segundo Tertuliano *et al.* (1993), a média de comparecimento a esses eventos tem sido entre 60 e 100 pessoas.

divulgação seletiva de informações relevantes⁴, condição básica para ocorrer a figura de *insider information*. Essas informações podem ser utilizadas para que o analista participante obtenha uma vantagem em relação aos demais investidores, realizando um retorno maior que o esperado pelo mercado.

A questão que se apresenta, portanto, é a seguinte: é possível que, durante as reuniões da APIMEC, sejam geradas informações relevantes? Isto é, será que os investidores utilizam essas informações para obterem retornos maiores que o esperado pelo mercado? Logo, o objetivo deste trabalho é verificar, através da metodologia do estudo de evento, a possível existência de retornos anormais nas ações das companhias de capital aberto nos dias próximos à data da reunião com os analistas de investimentos.

De acordo com os estudos citados na próxima seção, verificamos a importância e a possibilidade de que também no Brasil podemos estar frente de um processo de divulgação seletiva de informações relevantes, que estejam dirigidas somente para poucos representantes do público que participa do mercado de capitais brasileiro. Dessa forma, o presente estudo vai ao encontro dos interesses dos investidores que atuam no mercado de capitais brasileiro, uma vez que, existindo a possibilidade de que as informações sejam relevantes e inéditas, o investidor presente aos encontros chamados reuniões da APIMEC poderá levar vantagem em relação aos demais no que se refere à transparência da empresa em questão e poderá usufruir dessas informações privilegiadas.

Da mesma forma, é do interesse da APIMEC e das instituições relacionadas com o mercado de capitais, como a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), saber se as informações geradas nesses encontros são privilegiadas ou não, pois isso poderia se contrapor ao próprio discurso da CVM de que a lei protege os investidores em geral, uma vez que as informações relevantes devem estar disponíveis a todos no mesmo momento. Alternativamente, é possível que as informações geradas nessas reuniões não sejam de caráter inédito e, dessa forma, o encontro passe a ser somente um momento de cunho social e de integração dos participantes do mercado de capitais. Com efeito, Milton Milione, presidente da APIMEC Nacional, ressalta a importância da prática de encontros entre empresas e analistas na recente instrução CVM 400 (NOGUEIRA, 2005), fato que confirma a atualidade do tema deste estudo.

⁴ Informação relevante, neste estudo, é toda e qualquer informação que provoque uma reação nos preços de mercado dos ativos da empresa em questão.

O restante deste estudo desenvolve-se da seguinte maneira: na seção dois, apresentamos uma breve revisão da literatura pertinente; na seção três, delimitamos a amostra, definimos as variáveis e descrevemos a coleta de dados e a metodologia utilizada; na seção quatro, analisamos os resultados das nossas análises e, finalmente, apresentamos as nossas conclusões e as implicações deste estudo para o mercado de capitais brasileiro. Nossas principais conclusões indicam que essas reuniões não produzem um efeito significativo sobre o retorno das ações das companhias estudadas.

2 REUNIÕES COM ANALISTAS E DIVULGAÇÃO SELETIVA DE INFORMAÇÕES NOS EUA E BRASIL

As questões que envolvem a governança corporativa têm sido objeto de estudos e de atualizações constantes. Esses estudos resultaram em “[...] recomendações de princípios a serem adotados, valores a serem conquistados e padrões de consulta a serem respeitados” (CAMARGO 2003, p. 18). Essa tendência está de acordo com a nova legislação americana sobre *Regulation Fair Disclosure S7-31-19* (daqui em diante simplesmente “*Reg FD*”)⁵, que recomenda às empresas realizarem um *disclosure* amplo para todo o mercado ao mesmo tempo (U.S. SEC 2000, 2001). Seguindo esse raciocínio, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), nos Estados Unidos da América (EUA), exige que qualquer discussão sobre a empresa ocorra em um fórum que seja acessível a todos investidores em qualquer parte do mundo. Segundo Mahoney (2003), a *Reg FD* foi criada para acabar com a prática desenvolvida por empresas que fornecem informações privilegiadas para analistas e investidores institucionais com grandes posições de ações.

Nos EUA, mesmo antes da promulgação da *Reg FD*, percebia-se uma tendência das empresas em realizarem uma divulgação mais ampla, em substituição às apresentações para analistas e investidores institucionais. Weber (2000) cita uma pesquisa desenvolvida pela empresa de consultoria *Angus Reid Group Inc* que incluiu as 500 empresas que formam o índice *Standard & Poor's Composite*. O autor reporta que, das 458 companhias que participaram do estudo no final de 1998, somente 32 utilizavam a *World Wide Web* para divulgarem seus resultados trimestrais. Um ano depois, esse número subiu para 138. Em

⁵ Essa legislação entrou em vigência em 23 de outubro de 2000 (BRUNE, 2001) e está disponível em <<http://www.sec.gov/rules/proposed/34-42259.htm>>.

2000, o número já estava em 255, isto é, 56% das empresas que constavam na amostra. Contudo, é sabido que novos riscos estão surgindo com essa prática. O mais evidente é o risco de toda e qualquer pessoa ter acesso ao questionamento dos executivos nesse tipo de exposição. O mesmo autor cita que é comum um executivo, ao ser questionado, consultar advogados da empresa antes de responder a questão. A tendência é que as respostas sejam muito mais seletivas, gerando, dessa forma, menos informações divulgadas, até como medida de proteção da empresa. Confirmando essa tendência, Brune (2001) comenta uma pesquisa do *National Investor Relations Institute* (NIRI), o qual sugere que aproximadamente um quarto das empresas americanas de capital aberto está provendo menos informações ao público em geral desde que a *Reg FD* entrou em vigência⁶. Em contrapartida, o mesmo autor aponta que 89% das companhias americanas naquele estudo permitem o acesso ao público em geral às suas conferências telefônicas (daqui em diante *conference calls*).

Sunder (2002) estudou o impacto da *Reg FD* na assimetria informacional. Esse autor classificou as conferências de anúncio de lucros de duas maneiras: conferências acessíveis a qualquer investidor (abertas) e conferências somente para analistas e investidores institucionais (restritas). Esse autor concluiu que, no período anterior a *Reg FD*, a análise das empresas classificadas como “restritas” evidenciou uma maior assimetria informacional que a das classificadas como “abertas”. No período posterior a *Reg FD*, essas diferenças não persistiram. Esse autor também concluiu, em testes adicionais, que não houve uma redução na qualidade das informações divulgadas nestas *conference calls* após a implementação da *Reg FD*.

As conseqüências mais importantes resultantes da pressão da Security Exchange Commission (SEC) no que se refere à divulgação das informações relevantes são, segundo Graff (2000), as seguintes: as companhias desejam o dinheiro do investidor individual, que é beneficiado por uma exposição global das conferências via internet; os investidores preferem a informação em tempo real; existe uma preocupação por parte das empresas que, mesmo de forma não intencional, acabam divulgando novas informações relevantes aos participantes de encontros seletivos, o que pode gerar processos judiciais; e, finalmente, a questão da sessão de perguntas e respostas, que, em uma conferência que envolva o acesso livre, poderá inibir os questionamentos.

⁶ O título da pesquisa desenvolvida pelo NIRI (organização americana voltada para as relações com investidores) é *Corporate Disclosure Practices Survey*.

Essa preocupação com as chamadas boas práticas de governança corporativa não finalizou com a *Reg FD*. Em resposta aos escândalos societários de diversas companhias estrangeiras⁷, foi editada em julho de 2002, nos Estados Unidos, a Lei Sarbanes-Oxley⁸, contendo diversos dispositivos legais dirigidos às entidades auto-reguladoras (bolsas de valores e sociedades do mercado de balcão organizado) e à SEC, as quais devem editar atos normativos implementando-os (CAMARGO, 2003).

Não somente nos Estados Unidos tem-se verificado um movimento maior em torno da regulamentação das atividades que envolvem a transparência das companhias. Faulks (2003) cita as mudanças nos códigos do Reino Unido em resposta à evolução dos mercados de capitais através das fronteiras, e às exigências dos investidores e acionistas por maior transparência. Também nesse país, a evolução das regulamentações nessa área não surgiu devido ao sentimento de *fair game* (jogo justo) no mercado de capitais, mas sim, devido aos grandes escândalos no final dos anos 1980 e início dos anos 1990⁹. Logo em 1992 surgiu o Código das Melhores Práticas (*Cadbury Code*); em 1995, veio o *Greenbury Code*; em 1998, o *Combined Code*; em 1999, o *Turnbull Code*. O mais recente foi o comunicado da *Higgs Review*, em 24 de janeiro de 2003. Essa preocupação está coerente com a enquete *Global Investor Opinion Survey* da consultoria *McKinsey* de 2002, mostrando que os investidores estão dispostos a pagar um prêmio de 12% pela boa governança corporativa de uma empresa no Reino Unido, conforme Faulks (2003).

No Brasil, também já verificamos demonstrações do interesse que a governança corporativa desperta nos participantes do mercado de capitais. A BOVESPA, de forma inovadora, instituiu os contratos de melhores práticas de governança corporativa quando da implementação do Novo Mercado e dos Níveis I e II de Governança Corporativa em 2002. O objetivo é criar um ambiente mais adequado para que as empresas possam, a partir de melhores práticas de governança corporativa e maior transparência de informações, proporcionar maior segurança aos investidores e, conseqüentemente, reduzir seus custos de captação de recursos. Sensível às novas práticas e às exigências do mercado, a CVM

⁷ Entre elas: Enron, Worldcom, Tyco International e Qwest Communications (CAMARGO, 2003).

⁸ Trata-se de uma lei sobre governança corporativa, aprovada em julho de 2002 pelo Presidente G. W. Bush, e também já promulgada nos Estados Unidos. A lei estabelece que “[...] cada emitente [...] deverá divulgar ao público, em base rápida e atual, as informações suplementares referentes a mudanças na condição financeira ou nas operações do emitente” (THOMSON FINANCIAL, 2003).

⁹ Entre eles, o Mirror Group, em que o CEO roubou o fundo de pensão da empresa; BCCI, em que a desorganizada estrutura corporativa e as múltiplas localizações eram o paraíso para a lavagem de dinheiro e evasão fiscal; outros incidentes mais recentes incluem a Equitable Life e a Marconi (FAULKES, 2003).

substituiu a Instrução CVM nº 31/84 pela recente Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, que trouxe importantes alterações já há algum tempo reivindicadas pelo mercado. Dentre muitos dos assuntos que versam sobre essa instrução, está a forma de veiculação das informações relevantes, salientando que a divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, mesmo quando resumida, deve ser feita de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.

Todo esse movimento em torno da regulamentação da divulgação das informações relevantes, que alcance o público de forma global, tem sua origem nos formatos que ainda hoje são utilizados para a divulgação de informações relevantes. Nos EUA, está evidenciado em estudos como o de Frankel, Johnson e Skinner (1999), que as informações divulgadas nas *conference calls*¹⁰ geram informações ditas materiais¹¹ ou relevantes a poucos participantes do mercado de capitais, gerando possibilidades de negociação nas quais os mesmos realizam retornos acima dos esperados pelo mercado.

Estudos dessa natureza são, de certa forma, recentes. Sundaram, Ogden e Walker (1993) comentam que as apresentações¹² das companhias de capital aberto para as sociedades pertencentes a *Financial Analysts Federation* são consideradas geralmente como boa política de gestão no que se refere às relações com investidores. Presume-se que nenhuma nova informação é fornecida nesses encontros; logo, estes não deveriam afetar o preço das ações das empresas que promovem essas reuniões. Contudo, nesse estudo, os autores encontraram evidências que indicam retornos acima do esperado no dia da apresentação e no dia seguinte. Foram analisados as apresentações para a *New York Society of Security Analyst* no período de 1984 a 1990, com um total de 1502 observações. Para comentar esse resultado, os autores citam que a mais plausível explicação é que, nesses encontros, os executivos dessas empresas confirmam expectativas positivas dos analistas ou preocupam-se no caso de expectativas negativas. Independente da causa, estes autores concluem que estas apresentações produzem

¹⁰ São consideradas conferências telefônicas em grande escala as quais os executivos apresentam a situação de suas companhias e respondem questões de vários participantes do mercado de capitais. Uma típica *conference call* apresenta dois momentos, no primeiro um apresentação da empresa de 15 a 20 minutos seguida por 30 a 45 minutos de sessão de perguntas e respostas.

¹¹ Segundo Mahoney (2003), informação relevante ou material é toda informação que seja suficientemente importante para levar os investidores a tomarem uma decisão sobre se devem comprar, manter ou vender as ações.

¹² Sundaram, Ogden e Walker (1993) comentam que, nos EUA, as apresentações usualmente possuem dois momentos: no primeiro, os executivos responsáveis pela apresentação reportam às informações da empresa; e, em um segundo momento, tem-se uma sessão de perguntas e respostas. Os autores observam também que em Nova York esses encontros normalmente terminam antes do final do pregão do dia respectivo.

retornos positivos acima dos esperados, que devem ter beneficiado os investidores institucionais.

Outra pesquisa que confirma a divulgação seletiva de informações relevantes é a de Walmsley, Yadav e Rees (1992) que investigaram 131 encontros realizados por empresas aos analistas de investimentos no período de janeiro de 1985 a maio de 1990. Os resultados desse estudo mostram que houve um acréscimo estatisticamente significativo na volatilidade do preço da ação no dia seguinte ao do encontro. Esse aumento pode estar associado a negócios realizados com base em informação privilegiada, como também existem outras explicações para essa variação no preço da ação, como, por exemplo, os resultados podem ser consistentes com a idéia de que os encontros servem para simplesmente chamar a atenção dos analistas para aquela companhia que está sendo apresentada.

No estudo de Frankel, Johnson e Skinner (1999), foram analisadas 1056 *conference calls* com o intuito de evidenciar três questões: se as *conference calls* divulgam informações relevantes para os participantes do mercado de capitais; se os investidores possuem acesso igual durante estas *calls*; e por que algumas empresas realizam as *conference calls* e outras não. Os autores argumentam que analistas e gestores de fundos podem transmitir ou imediatamente negociar com base nas informações reveladas durante uma *conference call*, enquanto investidores não participantes do evento não têm a mesma oportunidade. Os autores indicam que essas reuniões divulgam informações relevantes, pela evidência apresentada na grande volatilidade anormal dos retornos e nos volumes negociados documentados nesse estudo, sugerindo que grandes investidores negociam em tempo real, com base nas informações divulgadas nas *conference calls*, e que nem todos os investidores têm acesso a essas informações. Resumindo, os autores encontraram altos níveis de volatilidade nos retornos e nos volumes negociados durante os períodos das *conference calls*.

Em Bowen, Davis e Matsumoto (2002), temos a análise dos efeitos das *conference calls* nas previsões de resultados por parte dos analistas antes que a SEC emitisse a *Reg FD* em agosto de 2000. Essas reuniões podem representar duas propostas. A primeira coloca as conferências com analistas como uma disfunção do *disclosure*, colocando o público em geral em desvantagem no processo de busca de informações, posto que, nessas condições, isto representará novas informações geradas na interação com os executivos da empresa durante a conferência. Em contrapartida, esses encontros podem somente significar um outro método de divulgação de informações que já se encontram publicadas em outras fontes. Na metodologia

utilizada pelos autores, foi examinado o efeito de duas propriedades dos prognósticos dos analistas: o erro e a dispersão dos prognósticos. Se existe um aumento do *disclosure*, então as *conference calls* devem induzir a um menor erro e a uma menor dispersão de prognósticos no período que envolve a conferência. Os testes transversais (*cross-section*) revelaram que a média dos erros de prognósticos dos analistas declina nos trimestres em que ocorrem *conference calls*, em relação aqueles que não ocorrem. O mesmo acontece para a dispersão dos prognósticos. Esses resultados sugerem que as *conference calls* aumentam as informações disponíveis aos analistas, contribuindo para um hiato maior entre analistas que atendem à conferência e os demais participantes do mercado de capitais, o que é consistente com as preocupações da SEC em regular esses eventos.

McLean (1999) cita que, durante as conferências telefônicas privadas (exclusivas para analistas convidados), os preços das ações se movem mais que o usual, e que blocos de ações mudam de propriedade. Essa é uma evidência de que os analistas de investimentos e os investidores institucionais realmente obtêm informações relevantes para suas decisões de investimento nesses encontros de *disclosure* seletivos. As empresas alegam que nessas conferências não existe a divulgação de informações consistentes que já não tenham sido divulgadas na imprensa escrita. No entanto, sabe-se que os analistas podem decidir através de outras variáveis, como, por exemplo, o tom de voz ou a forma como foi respondida uma determinada questão. O mesmo autor ressalta que a lei americana pune a utilização da informação não divulgada para o público em geral, mas isso depende de como a informação foi obtida. Uma vez que os analistas que obtêm a informação não realizam a transação em benefício próprio, torna-se muito difícil controlar a forma da disseminação da informação pelas empresas. Além disso, as *conference calls* não são as únicas ocasiões de divulgação voluntária das informações das companhias, existindo também os jantares privados, as visitas às companhias, os encontros pessoais com as grandes corretoras, entre outras.

3 AMOSTRA, DADOS, VARIÁVEIS E MÉTODOS EMPÍRICOS

3.1 AMOSTRA, COLETA DE DADOS E DEFINIÇÃO DE VARIÁVEIS¹³

A amostra utilizada para o desenvolvimento deste trabalho foi identificada dentro do universo de companhias de capital aberto que realizaram reuniões com os participantes do mercado de capitais associados à Associação dos Analistas e Profissionais do Mercado de Capitais Brasileiro e seus convidados. Esses encontros aconteceram na cidade de São Paulo¹⁴ durante o período entre 1997 e 2001, totalizando cinco anos.

Para a determinação das empresas que seriam incluídas na amostra, entramos em contato com a APIMEC/SP através de correio eletrônico¹⁵, solicitando a relação de companhias que haviam realizado as chamadas reuniões da APIMEC naquela cidade no período desejado, com a especificação das datas em que tais encontros aconteceram.

Este procedimento resultou na identificação de um universo de 126 empresas que realizaram um total de 300 apresentações no período de 1997 a 2001. Todas essas companhias estão listadas na BOVESPA. Para a obtenção dos dados relativos a preços das ações, foi utilizado o banco de dados disponibilizado pela *Econômica* (2002). Desse universo, foram analisadas 91 companhias e 247 reuniões¹⁶.

Tendo sido claramente identificado o evento a ser estudado, e as datas, em que os eventos foram realizados, devidamente determinadas, passamos a definição das variáveis do estudo. Para a análise dos dados, utilizamos as ações mais negociadas de cada companhia por serem estas as que apresentam negociações mais constantes e contínuas no período de apuração determinado e as que refletirão de forma mais intensa os reflexos do evento sobre a riqueza do acionista.

Os retornos diários das ações são calculados da seguinte forma:

$$R_{it} = Ln\left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}}\right) \quad (1)$$

¹³ Os autores são gratos ao Sr. Rodrigo Rech Barcelos, pela realização da coleta de dados para este estudo, e ao Sr. João Batista Nast de Lima, pela crítica à análise dos dados. Erros remanescentes são de inteira responsabilidade dos autores.

¹⁴ A escolha da cidade de São Paulo deve-se à sua representatividade no mercado de capitais brasileiro, em geral, e à sua proximidade do maior mercado acionário nacional (BOVESPA), em particular.

¹⁵ Através do *website* <<http://www.apimecsp.com.br>>.

Onde R_{it} representa o retorno da ação i no dia t , e P_{it} é o preço nominal de fechamento da ação i no dia t em moeda corrente nacional.

O próximo passo é estabelecer os critérios para medir o desempenho acionário anormal. Neste estudo, escolhemos para medir os retornos anormais o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado. Reconhecemos que muitos estudos empíricos, nesse campo, preferem usar o modelo de mercado e, em função disso, assim procedemos (vide Soares, Rostagno e Soares, 2002). A variável de interesse neste estudo é o retorno anormal ajustado ao risco e ao mercado (AR_{it} – simplesmente “retorno anormal” daqui para a frente), isto é:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | R_{mt}) = R_{it} - (R_{ft} + \beta_i \times (R_{mt} - R_{ft})) = \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde R_{it} foi definido acima e R_{mt} representa o retorno da carteira de mercado no dia t . Utilizamos o retorno sobre o índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA) para representar o retorno de mercado. R_{ft} representa a taxa de juros livre de risco, β_i é o coeficiente estimado para um período de 170 dias anteriores à janela pré-evento, e ε_{it} é o resíduo da regressão do retorno da ação sobre o retorno do mercado. O coeficiente β_i foi calculado utilizando-se a função interna “beta” do sistema Economática[®]. Apesar de esta especificação ter sido adotada neste estudo, outros indicadores poderiam ter sido utilizados, como, por exemplo, o simples retorno excedente da ação sobre o retorno de mercado. Brown e Warner (1985), por exemplo, sugerem que o poder das estatísticas de teste derivadas de modelos mais simples não é muito diferente de medidas mais complexas (para o caso brasileiro, ver também Soares, Rostagno e Soares, 2002).

Também utilizamos o conceito de retorno anormal estandardizado (SAR_{it}), isto é:

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it} - AR_i}{\sigma_i} \quad (3)$$

Onde σ_i é o desvio padrão amostral de AR_{it} , e AR_i é a sua média amostral. Brown e Warner (1980) observam que o cálculo do desvio padrão dos retornos é uma forma de evitar a dependência transversal (*cross-section*) que pode estar presente nas séries de retornos anormais. Além disso, é um modo para assegurar que o retorno anormal de cada ação tenha a mesma variância (unitária).

¹⁶ Foram excluídas 53 reuniões de 35 empresas, em razão das dificuldades na obtenção de dados para essas reuniões. A relação da amostra final com as datas das reuniões e a relação das apresentações excluídas podem ser obtidas mediante solicitação aos autores.

Finalmente, foram calculados os retornos anormais cumulativos ($CAR_{it1,t2}$) e os retornos anormais cumulativos estandardizados ($CSAR_{it1,t2}$) para cada ação entre duas datas quaisquer t_1 e t_2 , pelas fórmulas dadas a seguir:

$$CAR_{it1,t2} = \sum_{t_1}^{t_2} (R_{it} - (R_{ft} + \beta \times (R_{mt} - R_{ft}))) = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{it} \text{ e,}$$

$$CSAR_{it1,t2} = \sum_{t_1}^{t_2} \frac{(AR_{it} - AR_i)}{\sigma_i} = \sum_{t_1}^{t_2} SAR_{it} \quad (4)$$

Concluindo, as séries que foram geradas neste estudo são as seguintes: (1) os retornos anormais ajustados ao risco e ao mercado (AR_{it}); (2) os retornos anormais ajustados cumulativos ($CAR_{it1,t2}$); (3) os retornos anormais ajustados estandardizados (SAR_{it}); e (4) os retornos anormais ajustados estandardizados cumulativos ($CSAR_{it1,t2}$). Cada uma dessas séries se originara das fórmulas anteriormente citadas.

3.2. MÉTODO EMPÍRICO

A metodologia utilizada neste trabalho baseia-se no método de estudo de evento (*event study*), primeiramente, sugerido por Fama, Fisher, Jensen e Roll (1969) e, mais adiante, desenvolvido no estudo de Brown e Warner (1980, 1985). MacKinley (1997) e Binder (1998) expõem de forma detalhada tal metodologia. Em resumo, esse método permite quantificar o impacto das informações divulgadas sobre o preço das ações no mercado de capitais. Nesse caso, as informações são as reuniões da APIMEC realizadas no período de 1997 a 2001 na cidade de São Paulo.

Em um estudo de evento, é crítico definir precisamente o momento em que o evento ocorre. No caso das reuniões da APIMEC/SP, a data do evento é passível de identificação, uma vez que é um encontro marcado em dia e hora determinados antecipadamente.

As datas das reuniões foram consideradas como dia do evento (dia 0). Foi feita a análise para três diferentes janelas de evento: de 1 dia (apenas o dia 0), de 2 dias (dia 0 e dia +1), e de 6 dias (dia 0 até o dia +5), para investigar a possibilidade de a assimilação da informação pelo mercado ter sido retardada em relação ao dia do evento.

A janela total do evento é de 31 dias, subdivididos da seguinte forma: 15 dias na janela pré-evento, isto é, os 15 dias de negociação antes do dia da reunião (do dia -15 ao dia -1); o dia da reunião propriamente dita (dia 0); e os 15 dias de negociação subseqüentes (do dia +1

ao dia +15). Note que se trata de dias de negociação e não de dias de calendário. Portanto, eles não incluem fins de semana e feriados bancários.

As variáveis descritas na seção anterior são o insumo básico para a análise. Porém para chegarmos às conclusões finais, são necessárias medidas que resumam aquelas individuais, isto é, devemos agregar os resultados individuais de cada empresa para obtermos uma visão geral do fenômeno. Seguindo a metodologia descrita por Binder (1998), é possível estimar um retorno anormal ajustado médio (AAR_t) da seguinte forma:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^{N_t} AR_{it}}{N_t} \quad (5)$$

Onde N_t é o número de retornos observados no dia t . Similarmente, para os retornos anormais estandardizados:

$$ASAR_t = \frac{\sum_{i=1}^{N_t} SAR_{it}}{N_t} \quad (6)$$

Onde $ASAR_t$ é o retorno anormal médio estandardizado.

Também é de interesse medir o efeito cumulativo médio. Para tanto, utilizamos os conceitos de retorno anormal médio cumulativo ($CAAR_{t_1, t_2}$) e retorno anormal médio cumulativo estandardizado ($CASAR_{t_1, t_2}$), conforme as fórmulas descritas a seguir, sendo essas medidas calculadas entre os dias $t = t_1$ e $t = t_2$:

$$CAAR_{t_1, t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \text{ e, } CASAR_{t_1, t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} ASAR_t \quad (7)$$

Além de calcular a magnitude dos retornos anormais médios e os retornos anormais médios cumulativos, também temos o interesse de testar hipóteses sobre o significado de tal cálculo. Uma maneira direta é utilizar o tradicional teste-t.¹⁷ O desvio padrão de AAR_t é determinado por:

$$\sigma_{AAR_t} = \frac{\sigma_{AR_{it}}}{\sqrt{N_t}} \quad (8)$$

Onde $\sigma_{AR_{it}}$ é a estimativa transversal (*cross-section*) do desvio padrão amostral do retorno anormal da ação i no dia t . A estatística-t para a hipótese nula de que o retorno anormal médio do dia t é igual a zero é determinada por:

¹⁷ Para usar o teste-t, temos que assumir que os AR_{it} são independentes e normalmente distribuídos.

$$\theta_t = \frac{AAR_t}{\sigma_{AAR_t}} \quad (9)$$

De forma similar, os retornos anormais médios cumulativos entre o dia t_1 e o dia t_2 (que representam o dia inicial e final da janela de evento) podem ser testados calculando-se o desvio padrão e, então, estimando a respectiva estatística-t:

$$\sigma_{CAAR_{t_1,t_2}} = \sqrt{\sum_{t_1}^{t_2} \sigma_{AAR_t}^2} \quad (10)$$

Onde $\sigma_{AAR_t}^2$ é a variância transversal (*cross-section*) dos retornos anormais do dia t . A estatística-t é então dada por:

$$\theta_{t_1,t_2} = \frac{\sum_{t_1}^{t_2} AAR_t}{\sigma_{CAAR_{t_1,t_2}}} \quad (11)$$

Utilizamos as respectivas estatísticas também para as medidas estandardizadas ($ASAR_t$ e $CASAR_t$).

Finalmente, conduzimos um teste não-paramétrico para os retornos anormais médios e para os retornos anormais médios cumulativos, sugerido por Brown e Warner (1980), como um meio de relaxar as premissas de distribuição implícitas nas estatísticas paramétricas¹⁸. O escore-Z para qualquer dia t é dado por:

$$Z_t = \frac{\left| p_t^+ - \frac{1}{2} \right| - \frac{1}{2N_t}}{\sqrt{\frac{1}{2} \left(\frac{1}{2N_t} \right)}} \quad (12)$$

Onde p_t^+ é a proporção de AAR_t (ou $CAAR_t$) no dia t que tem sinais positivos. Z_t é normalmente distribuída e seu sinal é igual ao sinal de $(p_t^+ - 1/2)$.

4 RESULTADOS

Os resultados empíricos estão apresentados na Tabela 1 de forma resumida para os cinco dias anteriores à reunião, o dia da reunião e os cinco dias subsequentes à reunião. Os resultados para todo o período da janela de evento estão resumidos nas Figuras 1 a 6. Pode-se

¹⁸ Brown e Warner (1980) observam que esta estatística não-paramétrica parece não rejeitar a hipótese nula com frequência suficiente, possivelmente sofrendo de algum problema de potência.

observar que, tanto para os retornos diários anormais médios como para os retornos diários anormais médios estandardizados, a estatística-t e o escore-Z são ambos geralmente insignificantes, tanto na janela pré-evento, como no dia da reunião, como na janela pós-evento. É verdade que, no dia do evento, a estatística-t foi marginalmente significativa para os retornos anormais médios (ao nível de 10%), o mesmo ocorrendo para os retornos anormais estandardizados (ao nível de 5%). Entretanto, o teste não-paramétrico não foi capaz de rejeitar a hipótese nula para ambos retornos. Ainda assim, é interessante ressaltar que o retorno anormal médio para o dia do evento é de 0,33% positivo, o que está de acordo com o raciocínio de que informações relevantes são geradas nessas oportunidades, as quais, em geral, são favoráveis para a companhia. A falta de robustez desse resultado no que diz respeito aos testes não-paramétricos, entretanto, impede uma conclusão mais categórica sobre a influência dessas reuniões sobre o funcionamento do mercado acionário.

Tabela 1

Testes Paramétricos e Não-Paramétricos para os Retornos Anormais Médios

Dia	Retornos Diários Anormais Médios			Retornos Diários Anormais Médios Estandarizados		
	AAR _t	Estatística-t	Escore-Z	ASAR _t	Estatística-t	Escore-Z
- 5	- 0.0029	- 1.4137	- 0.3818	- 0.0625	- 0.9440	0.1273
- 4	- 0.0023	- 0.9874	- 1.1453	- 0.0586	- 0.9310	- 1.0181
- 3	- 0.0023	- 1.0883	- 0.7635	- 0.0879	- 1.3900	- 1.3998 *
- 2	0.0024	1.3053	0.5090	0.0986	1.5625	1.2726
- 1	- 0.0002	- 0.0881	0.5090	0.0461	0.7078	0.1273
0	0.0033	1.8819 *	0.2545	0.1152	1.9988 **	0.1273
+ 1	- 0.0018	- 0.8319	- 1.5271 *	- 0.0387	- 0.5824	- 1.3998 *
+ 2	0.0010	0.4716	- 0.8908	0.0360	0.5489	- 0.1273
+ 3	- 0.0016	- 0.9058	- 2.6724 ***	- 0.0523	- 0.9402	- 2.0361 *
+ 4	0.0005	0.2725	- 1.5271 *	0.0152	0.2551	- 0.7635
+ 5	- 0.0023	- 1.4111	- 1.1453	- 0.0850	- 1.5169	- 0.8908

Nota: Teste de significância para os retornos diários médios anormais e retornos diários médios anormais estandarizados das ações das empresas que realizaram apresentações para os analistas da APIMEC/SP entre 1997 e 2001. A hipótese nula é de que o retorno anormal seja igual a zero. 247 observações transversais (*cross-section*) utilizadas para estimação de cada dia.

*Significativo ao nível de 10%.

**Significativo ao nível de 5%.

***Significativo ao nível de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto aos demais dias próximos ao evento, todos mostraram-se insignificantes em termos da estatística-t, e uns poucos rejeitaram a hipótese nula no teste não-paramétrico, assim mesmo, apenas a níveis muito elevados para os padrões usuais (10%). A única exceção é o dia +3 (três dias úteis subsequentes à reunião) para o qual o escore-Z é significativo ao nível de 1%, para os retornos diários anormais médios, e ao nível de 5% para os retornos diários anormais médios estandarizados. Contudo, o sinal desse retorno diário é negativo, o que contradiz a hipótese de que, após uma reunião, onde nova informação é gerada, oportunidades de negociação com retornos anormais seriam possíveis¹⁹. Além disso, o retardo

¹⁹ A não ser que, após as reuniões, as informações reveladas revertissem sistematicamente as expectativas em relação às empresas, provocando a venda das suas ações. Essa possibilidade, entretanto, contradiz o bom senso

de três dias de negociação para a ocorrência desse retorno anormal negativo depõe contra a hipótese de eficiência de mercado, mesmo na sua forma fraca (FAMA, 1970, 1991). Esses resultados permanecem inalterados para os retornos anormais médios cumulativos e seus equivalentes estandardizados (Gráficos 4, 5 e 6)²⁰.

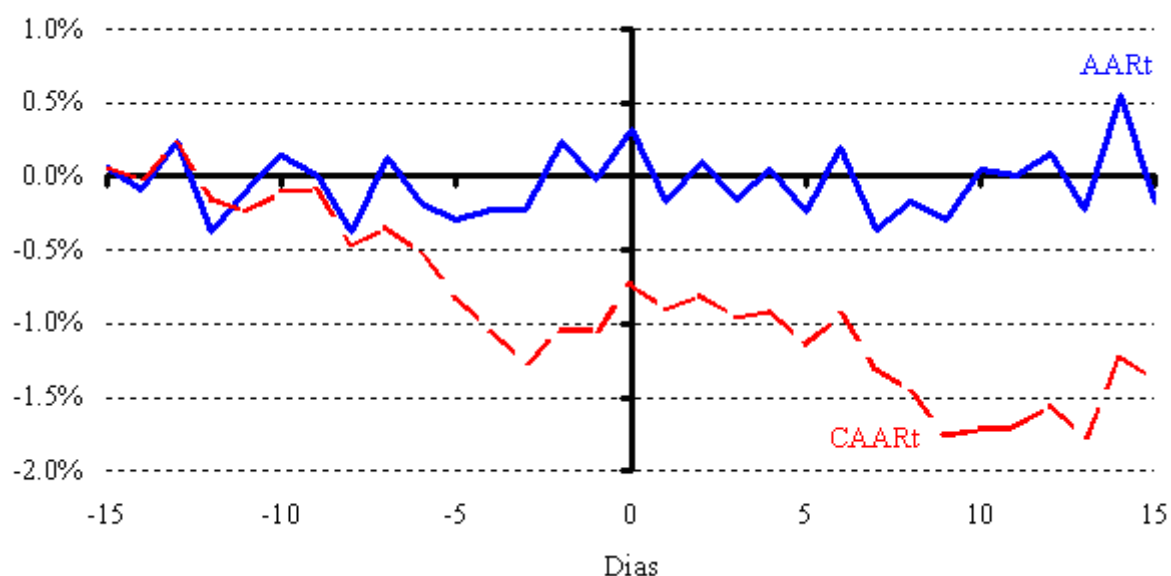


Gráfico 1 – Retornos Anormais Médios (AARt) e Cumulativos (CAARt)

Fonte: Elaborado pelos autores.

que sugere que as reuniões são uma oportunidade para a administração das companhias “venderem” positivamente as suas empresas e consequentemente reduzirem o seu custo de capital.

²⁰ Ao longo da janela de evento de 31 dias, alguns dias isolados apresentaram retornos anormais significativos. Contudo, a maioria dessas observações ocorre vários dias antes e/ou depois do dia do evento e, portanto, podem estar “contaminadas” por outros eventos. Para maiores detalhes sobre eventos coincidentes e seus efeitos sobre as análises dessa metodologia, ver McWilliams e Siegel (1997).

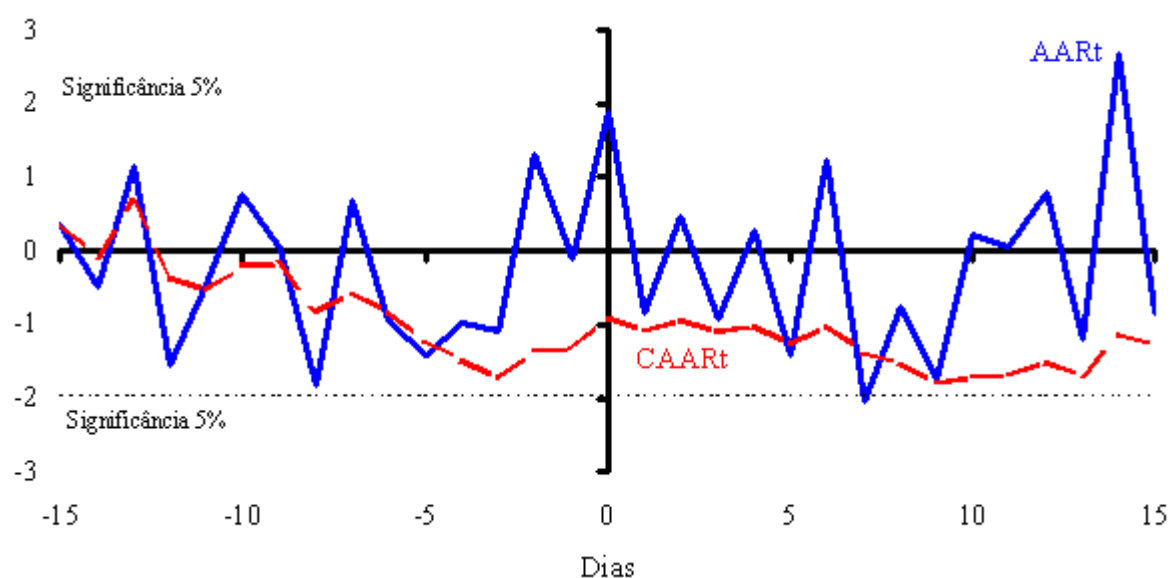


Gráfico 2 - Estatística "T" para Retornos Anormais Médios (AARt) e Cumulativos (CAARt)

Fonte: Elaborado pelos autores.

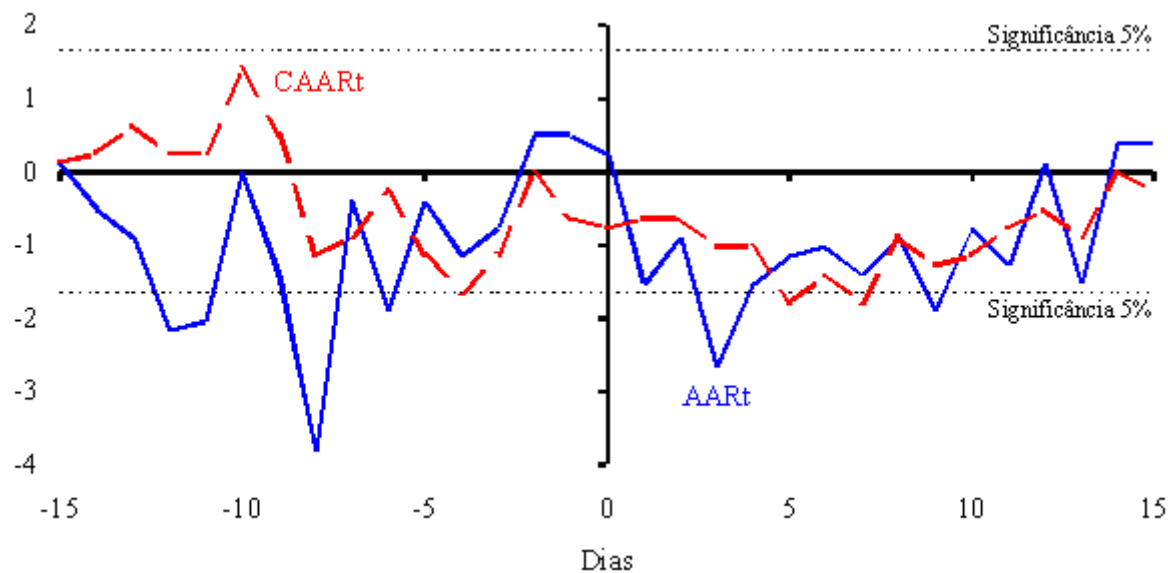


Gráfico 3 - Escore "Z" para Retornos Anormais Médios (AARt) e Cumulativos (CAARt)

Fonte: Elaborado pelos autores.

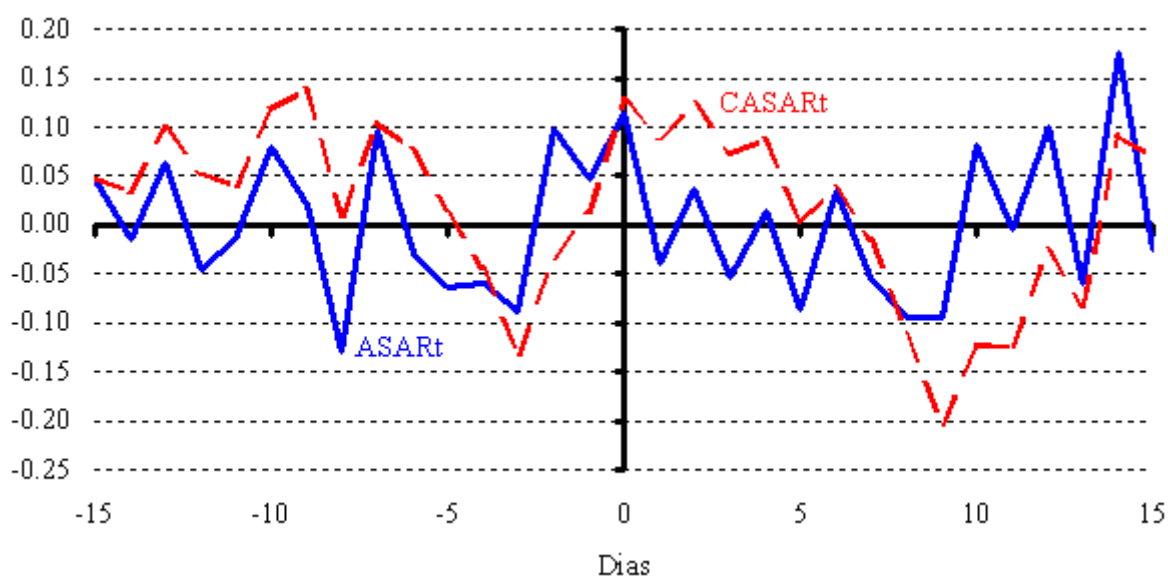


Gráfico 4 – Retornos Anormais Estandarizados Médios (ASARt) e Cumulativos (CASARt)

Fonte: Elaborado pelos autores.

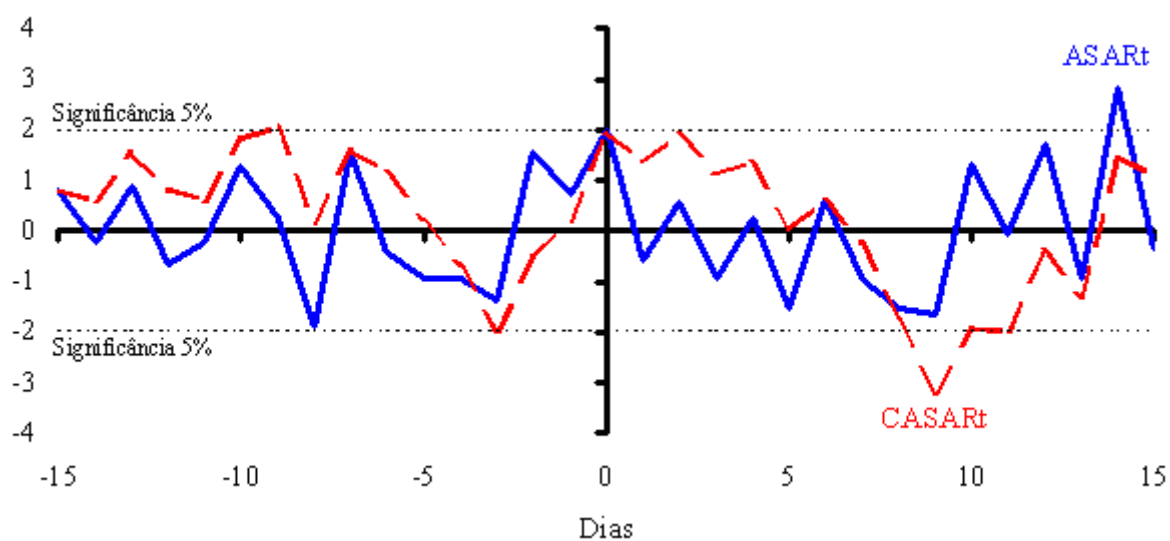


Gráfico 5 – Estatística “T” para Retornos Anormais Estandarizados Médios (ASARt) e Cumulativos (CASARt)

Fonte: Elaborado pelos autores.

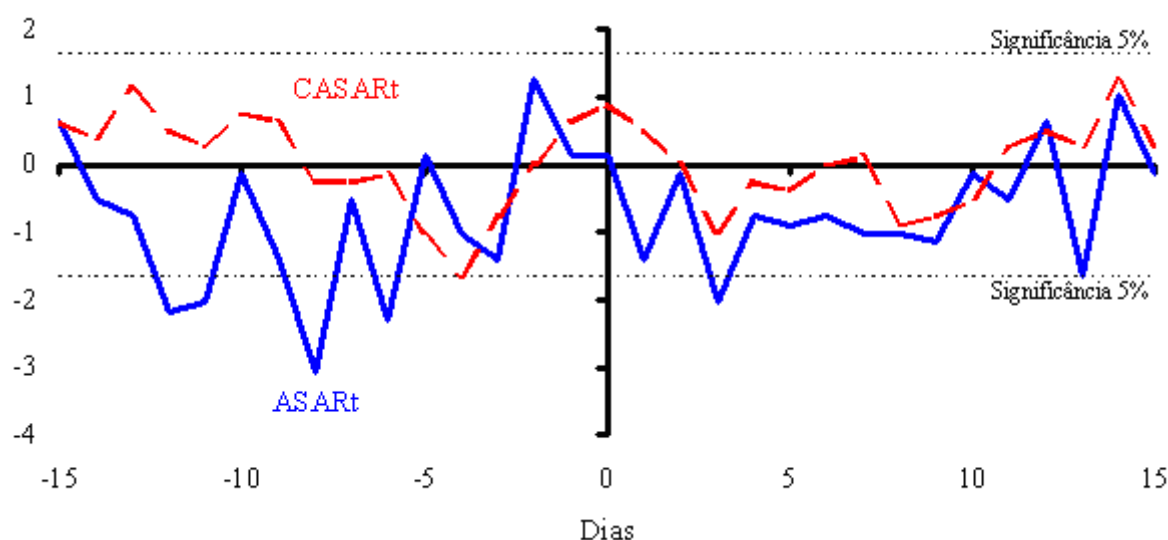


Gráfico 6 – Escore “Z” para Retornos Anormais Estandarizados Médios (ASARt) e Cumulativos (CASARt)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Na tentativa de capturar o efeito cumulativo de vários dias ao redor da data da reunião, procedemos ao teste de significância de retornos cumulativos a partir do dia do evento. A Tabela 2 apresenta o resultado do estudo de evento para três janelas distintas: um dia (dia 0), dois dias (dia 0 e +1) e seis dias (dia 0 a +5). A hipótese subjacente é que o mercado demore a reagir às informações geradas na reunião e, portanto, o efeito somente será percebido sobre a agregação de alguns dias. Nessa tabela, computamos os erros padrão das estimativas, conforme as metodologias propostas por Brown e Warner (1980). Mais uma vez confirmamos os resultados anteriores, isto é, os retornos cumulativos durante essas três janelas são estatisticamente insignificantes, com exceção do dia do evento. A variação no tamanho da janela parece irrelevante para a (in)significância dos resultados. Esses resultados indicam que, apesar da significância detectada para o terceiro dia consecutivo à reunião, segundo o escore-Z parecia indicar, o efeito líquido após cinco dias na verdade é estatisticamente indistinguível de zero.

Tabela 2

Testes Paramétricos e Não-Paramétricos para os Retornos Anormais Cumulativos

I. Retornos Anormais Médios Cumulativos			
Janela de Evento:	1 Dia (0)	2 Dias (0, +1)	6 Dias (0, +5)
CAAR_{t1,t2}	0.003	0.002	-0.001
<i>Estatística-t</i>	1.882*	0.782	-0.482
Probabilidade	0.061	0.435	0.630
II. Retornos Anormais Médios Cumulativos Estandarizados			
Janela de Evento:	1 Dia (0)	2 Dias (0, +1)	6 Dias (0, +5)
CASAR_{t1,t2}	0.115	0.076	-0.010
<i>Estatística-t</i>	1.999**	1.228	-0.160
Probabilidade	0.047	0.221	0.873

Nota: Teste de significância para os retornos cumulativos de ações das empresas que realizaram apresentações para os analistas da APIMEC/SP entre 1997 e 2001 para três diferentes janelas de evento. A hipótese nula é de que o retorno anormal seja igual a zero. 247 observações transversais (*cross-section*) foram utilizadas para estimação de cada dia. Erros padrão foram calculados de acordo com Brown e Warner (1980).

*Significativo ao nível de 10%.

**Significativo ao nível de 5%.

***Significativo ao nível de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Esses resultados indicam que, mesmo que novas informações sejam geradas nas reuniões com os analistas de investimento, os efeitos dessas informações sobre os retornos esperados pelo mercado é nulo. Na próxima seção, tentaremos interpretar esses resultados à luz da realidade do mercado acionário brasileiro, levantando algumas possíveis explicações para esse fenômeno.

5 CONCLUSÃO

Nessa pesquisa, foi realizado um estudo de evento para investigar a reação do mercado acionário brasileiro às reuniões das companhias abertas com os analistas de investimento da APIMEC/SP. Esse tópico mostra-se relevante à medida que, em mercados mais

desenvolvidos, observa-se uma crescente preocupação dos participantes do mercado e dos órgãos reguladores em garantir o acesso igualitário de todos os participantes às informações divulgadas pelas companhias. A nossa hipótese nula era que, em condições de mercado eficiente, nenhuma reação significativa seria observada, uma vez que as informações apresentadas nessas reuniões já foram, na verdade, divulgadas anteriormente por outros meios. Os métodos empíricos empregados não puderam rejeitar categoricamente essa hipótese, sugerindo que tais ocasiões são essencialmente inócuas para a valoração das companhias. Esses resultados estão parcialmente em contraste com outras evidências apresentadas em estudos realizados nos EUA (e.g. Sundaram, Ogden e Walker, 1993; Frankel, Johnson e Skinner, 1999; Bowen, Davis e Matsumoto, 2002; Sunder, 2002).

Esta pesquisa também apresenta as suas limitações metodológicas, que devem ser aqui salientadas. Primeiramente, este artigo utiliza dados diários, mas, em algumas circunstâncias, dados intradiários seriam mais adequados para a mensuração do efeito da informação divulgada sobre os preços de mercado²¹. Ainda, as ações que compõem nossa amostra são apenas as mais negociadas para cada empresa para evitar que uma mesma reunião tivesse influência indevida sobre a amostra. Entretanto, é possível que o efeito da divulgação seletiva de informações seja mais pronunciado exatamente sobre essas ações menos líquidas²². Finalmente, este estudo não distinguiu a natureza da informação divulgada nas reuniões (boa ou má notícia), sendo possível que os efeitos positivos de uma anulem os efeitos negativos da outra, resultando em um efeito líquido insignificante²³.

As limitações dos métodos empíricos empregados neste estudo não nos permite identificar qual a razão desses resultados, mas podemos contudo especular sobre algumas explicações alternativas. Possíveis interpretações para os resultados obtidos seriam:

- (1) O mercado acionário brasileiro é eficiente a ponto de processar as informações disponíveis sobre as companhias independentemente do *input* que as respectivas administrações possam proporcionar aos analistas de investimentos em reuniões mais fechadas.

²¹ Agradecemos a um(a) avaliador(a) anônimo(a) por esta observação. Contudo, a grande maioria das reuniões que compõe essa amostra ocorreu após as 18 horas e, portanto, não afetou o preço de fechamento das ações aqui utilizado.

²² Idem. A nossa escolha pelas ações mais líquidas objetivou separar o efeito das reuniões de outros efeitos usualmente relacionados à liquidez das ações. A esse respeito, vide, por exemplo, Ma (2003).

²³ Idem. Contudo, qualquer tentativa de classificar a natureza da informação divulgada nas reuniões seria arbitrária e constituiria uma intervenção indevida dos autores sobre os dados.

- (2) As reuniões não acrescentam nenhuma informação nova ao mercado, indicando simultaneamente a preocupação das administrações das companhias em não propiciar oportunidades de *insider trading* através do *disclosure* seletivo (um indicador de grande maturidade em termos de governança corporativa por parte das nossas empresas).
- (3) As outras formas de divulgação de informações ao mercado²⁴ seriam tão eficazes que as conferências não gerariam nenhuma nova informação relevante, uma vez que a amostra contém um número expressivo de empresas de grande porte que podem priorizar a transparência e a divulgação voluntária de suas informações ao público em geral antes das reuniões da APIMEC.
- (4) Os investidores do mercado acionário no Brasil são tão poucos e tão concentrados que as reuniões com analistas (que representam as corretoras mais importantes) atingem indiretamente uma parcela expressiva de investidores, impossibilitando, dessa forma, a realização de retornos anormais por parte de alguns participantes do mercado.
- (5) Os presentes ao encontro são incapazes de utilizar ou mesmo reconhecer a informação divulgada ou gerada durante as reuniões como relevante, não conseguindo desta forma utilizá-las para a realização de retornos anormais; e, finalmente.
- (6) As reuniões são essencialmente oportunidades de relações públicas para as empresas e analistas, sem maiores conseqüências sobre o valor de mercado das companhias. Nesse sentido, encontros profissionais desse tipo constituem uma ótima oportunidade de *networking* para os profissionais do ramo, em que a prioridade não é necessariamente a obtenção de informações, mas o reforço dos laços de intercâmbio entre pares²⁵.

Do ponto de vista regulatório, os resultados deste estudo não recomendam que a preocupação das autoridades com as reuniões da APIMEC sejam uma prioridade. Dada a fraca evidência de que essas reuniões influenciam o comportamento do mercado acionário, neste momento não existem elementos que justifiquem a regulação dessas atividades no

²⁴ Principalmente a cobertura jornalística da mídia especializada, mas também os mecanismos de comunicação das empresas com o mercado incluindo relatórios, comunicações e informações apresentadas via Internet.

²⁵ Os autores são gratos ao Sr. Richard Saito por essa observação.

Brasil. Nos Estados Unidos, por exemplo, a introdução dos controles da *Reg FD* sugerem um aumento na volatilidade do mercado (MATHEW; HUGHEN; RAGAN, 2003) e uma redução na liquidez do mercado, aumentando os custos de transação (MATHEW; MICHAYLUK; KOFMAN, 2003). Ainda, evidências recentes sugerem que a introdução da *Reg FD* provocou um efeito adverso no processo de descoberta de preços em torno das datas de anúncio de lucros (*earnings announcements*), apesar de reduzir o desvio absoluto médio dos preços diários (MA, 2003). Nesse sentido, qualquer intervenção no processo de divulgação de informações por parte das autoridades regulatórias deve ser realizada com prudência.

Alguns aspectos relacionados aos objetivos deste trabalho, contudo, não foram abordados, e ficam aqui como sugestão para futuras investigações. Por exemplo, o teste do efeito de tais reuniões sobre o volume de ações negociado em torno do dia das reuniões *vis-à-vis* o volume normalmente negociado para cada companhia, um indicador importante do aumento do interesse pelas ações de uma companhia. Da mesma forma, resta a dúvida se a volatilidade tanto do preço como dos volumes negociados sofre alterações em função das reuniões da APIMEC/SP. Esse tipo de investigação poderia revelar um melhor *insight* sobre a natureza do fenômeno, que nem sempre é facilmente perceptível na análise tradicional utilizando apenas os retornos anormais. A tradicional convocação para novas investigações sobre esse fenômeno fica mais uma vez aqui registrada.

SELECTIVE DISCLOSURE AND BRAZILIAN CORPORATIONS' CONFERENCES TO FINANCIAL ANALYSTS

Abstract: Brazilian companies' presentations to financial analysts offer yet another disclosure channel for the stock market. Despite the fact that the information released in such meetings has already been disclosed previously through other means, there remains the concern that the discussion that follow such presentations may influence the stock market in terms of shaping analysts' positive or negative expectations about the company. Depending upon the quality and depth of such questioning, such meetings may generate relevant information that is selectively disclosed only to participants. Employing standard event study techniques, this study investigates the behavior of abnormal stock returns of 91 companies in 247 presentations in São Paulo between 1997 and 2001. The findings indicate that in general

the information released in these presentations have not given rise to significant abnormal returns over the period of the study.

Keywords: Corporate governance. Material information. Selective disclosure. Financial analysts. Event study.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ANALISTAS DO MERCADO DE CAPITAIS.. **Nota Oficial**, 24/04/2003. Disponível em:
<http://www.apimec.com.br/agenda/abre_agenda.asp?56>. Acesso em: 1 abr. 2004.

BINDER, J. J. The event study methodology since 1969. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, New York, v. 11, n. 2, p. 111-137, 1998.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Guia Níveis Diferenciados de Governança Corporativa**, São Paulo, p. 1-20, 2001.

BOWEN, R. M.; DAVIS, A. K.; MATSUMOTO, D. A. Do conference calls affect analysts forecasts? **The Accounting Review**, Sarasota, p. 285-316, April 2002.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 8, p. 205-258, 1980.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Using daily returns: the case of Event Studies. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 14, p. 3-31, 1985.

BRUNE, C. SEC rule impacts information sharing. **The Internal Auditor**, Altamonte Springs, p. 11-13, April 2001.

CAMARGO, J. L. Algumas considerações sobre a Lei Sarbanes-Oxley. **Revista RI**, Rio de Janeiro, n. 60, p.18-19, fev. 2003.

ECONOMÁTICA. **Economática Pro Ver. 2002. Oct. 01**. Economática, São Paulo, Brasil. 2002.

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

FAMA, E. F. Efficient capital markets II. **Journal of Finance**, Philadelphia, v. 46, n. 5. p. 1575-1617, 1991.

FAMA, E. *et al.* The adjustment of stock prices to new informatio. **International Economic Review**, v. 10, p.1-21, 1969.

FAULKS, D. Mudança na governança corporativa nos Estados Unidos: a perspectiva européia. **Revista RI**, Rio de Janeiro, n. 60, p. 20-21, Fev. 2003.

FRANKEL, R.; JOHNSON, M.; SKINNER, D. An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium. **Journal of Accounting Research**, v. 37, n. 1, p.133-150, Spring 1999.

GRAFF, L. Conference calls open up: dramatic increase in companies that let retail listen. **Investor Relations Business**, New York, p. 18-21. Mar. 2000.

MA, G. The impact of regulation fair disclosure on the price discovery process: an empirical analysis of NYSE stocks, 2003. In: ANNUAL MEETING OF THE FINANCIAL MANAGEMENT ASSOCIATION, Denver, 2003. **Anais eletrônicos...** Denver, 2003. Disponível em: <<http://207.36.165.114/Denver/Papers/>>. Acesso em: 1 abr. 2004.

MACKINLEY, A. C. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, Pittsburgh, v. 35, p.13-39, 1997.

MAHONEY, W. F.. A consolidação das relações com investidores como função estratégica: a evolução da RI nos últimos 5 anos. **Revista RI**, Rio de Janeiro, n. 60, p.12-13, Fev. 2003.

MATHEW, P. G.; HUGHEN, J. C.; RAGAN, K. P. A reexamination of information flow in financial markets: the impact of Regulation FD and Decimalization, December 2002. In: ANNUAL MEETING OF THE FINANCIAL MANAGEMENT ASSOCIATION, Denver, 2003. **Anais eletrônicos...** Denver, 2003. Disponível em: <<http://207.36.165.114/Denver/Papers/>>. Acesso em: 1 abr. 2004.

MATHEW, P. G.; MICHAYLUK, D.; KOFMAN, P. How has regulation fair disclosure affected liquidity? Unpublished Manuscript. In: ANNUAL MEETING OF THE FINANCIAL MANAGEMENT ASSOCIATION, Denver, 2003. **Anais eletrônicos...** Denver, 2003. Disponível em: <<http://207.36.165.114/Denver/Papers/>>. Acesso em: 1 abr. 2004.

MCLEAN, B. You're not invited. **Fortune**, New York, p. 464-465. April 26, 1999.

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. Event studies in management research: theoretical and empirical issues. **Academy of Management Journal**, v. 40, n. 3. p. 626-657, 1997.

NOGUEIRA, R. Entrevista: Milton Milioni. **Revista RI**, Rio de Janeiro, n. 84, p. 5-6, Fevereiro 2005.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO. 26., Salvador, 2002. **Anais eletrônicos...** Salvador, 2002. CD-ROM.

SUNDARAM, S.; OGDEN JR, W. A.; WALKER, M. Wealth effects of corporate presentations to the New York Society of Security Analysts. **Financial Analysts Journal**, v. 49, n. 2, p. 88-89, March-April 1993.

SUNDER, S. V. Investor access to Conference Call Disclosures: impact of regulation fair disclosure on information asymmetry. **Unpublished Manuscript**, Northwestern University, 2002.

TERTULIANO, F. A. *et al.* **Full disclosure**: como aperfeiçoar o relacionamento das empresas abertas com o mercado de capitais. São Paulo: Maltese, 1993.

THOMSON FINANCIAL. Divulgação de informações nos termos da Lei Sarbanes-Oxley. **Revista RI**, Rio de Janeiro, n. 60, p. 15-17, Fev. 2003.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Selective disclosure and insider trading**. Proposed Rule, 17CFR Parts 230, 240, 243, and 249. Release no. 33-7787, 34-42259, IC-24209, File no. S7-31-99. p. 1-42, March 2000.
<<http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>>. Acesso em: 1 abr. 2004.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Special study: regulation fair disclosure revisited. p. 1-18, December 2001. Disponível em:
<<http://www.sec.gov/news/studies/regfdstudy.htm>>. Acesso em: 1 abr. 2004.

WALMSLEY, T.; YADAV, P. K.; REES, W. P. The information content of the Company Meeting Programme. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, p. 571-585, Jun. 1992.

WEBER, J. Full disclosure for all. **Business Week**, New York, p. 106-110, Sept. 2000.