



PARTICIPAÇÃO DOS ANALISTAS *SELL-SIDE* E *BUY-SIDE* EM TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS E O RETORNO DAS AÇÕES

THE PARTICIPATION OF *SELL-SIDE* AND *BUY-SIDE* ANALYSTS IN TELECONFERENCES OF RESULTS AND THE RETURN OF SHARES

LA PARTICIPACIÓN DOS ANALISTAS *SELL-SIDE* Y *BUY-SIDE* EM TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS E O RETORNO DE ACCIONES

Recebido em: 04-11-2019
Avaliado em: 20-05-2022
Reformulado em: 26-07-2023
Aceito para publicação em: 26-07-2023
Publicado em: 31-01-2024
Editor Responsável: Moacir Manoel Rodrigues Jr.

Debora Cristine dos Santos¹
Luciano Márcio Scherer²
Cláudio Marcelo Edwards Barros³

RESUMO

Este estudo buscou verificar o reflexo da participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* em teleconferências de resultados no retorno das ações das empresas de capital aberto brasileiras, tendo como fundamento a Teoria da Divulgação e a Hipótese do Mercado Eficiente (HME) na sua forma Semiforte. Os argumentos esboçados na literatura sobre o tema partem do pressuposto de que a participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* em teleconferências de resultados impacta nos retornos anormais do mercado de capitais. Para a condução da pesquisa, foi obtida uma amostra de 79 companhias brasileiras de capital aberto, com 1372 transcrições de teleconferências. O período de análise compreendeu 6 anos (2010 a 2016). Foi realizado análise dos retornos anormais e retornos anormais acumulados (CAR), utilizando o teste de sinais, sendo possível constatar que a proporção de retornos anormais acumulados positivos é estatisticamente igual à proporção de retornos anormais negativos e não aponta uma direção específica para os retornos anormais acumulados, demonstrando equilíbrio entre retornos positivos e negativos. No entanto em quatro setores da amostra, Aeroespacial, Cosméticos, Varejo e Saneamento, os resultados apontam que a participação do *sell-side* e *buy-side* nas teleconferências gerou informação para o mercado, refletindo no retorno anormal e no retorno anormal acumulado das ações das empresas desses setores.

Palavras-chave: Teleconferências; *Sell-side*; *Buy-side*; Retornos Anormais.

¹Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR); ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-1457-7639>; E-mail: debora.crissantos@outlook.com

²Doutor em Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP); Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná (UFPR); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6104-7860>; E-mail: lbscherer.ufpr@gmail.com

³Doutor em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR); Professor do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Paraná (UFPR); ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7431-1627>; E-mail: claudiomedwards@hotmail.com

ABSTRACT

This study aimed to verify the reflection of the participation of sell-side and buy-side analysts in teleconferences of results on the return of Brazilian publicly traded companies, based on the Theory of Disclosure and the Efficient Market Hypothesis (HME) in its Semi-form shape. The arguments outlined in the literature on the subject assume that the participation of sell-side and buy-side analysts in teleconferences of results impacts the abnormal returns of the capital market. The sample has 79 Brazilian publicly traded companies, with 1372 transcripts of teleconferences. The period of analysis comprised six years (2010 to 2016). Using the signal test, we analysed the abnormal returns and accumulated abnormal returns (CAR). It is possible to verify that the proportion of positive accumulated abnormal returns is statistically equal to that of negative abnormal returns. It does not point in a specific direction for the abnormal returns accumulated, showing a balance between positive and negative returns. However, in four sectors of the sample, Aerospace, Cosmetics, Retail and Sanitation, the results indicate that the participation of the sell-side and buy-side in the teleconferences generated information for the market, reflecting the abnormal return and accumulated abnormal return of the actions of the companies in these sectors, especially on the day of the conference call and short window one day after the event.

Keywords: Conference calls; Sell-side; Buy-side; Abnormal Return.

RESUMEN

Este estudio buscó verificar el reflejo de la participación de analistas del lado de la venta y del lado de la compra en conferencias telefónicas de ganancias sobre el retorno de acciones de empresas brasileñas que cotizan en bolsa, con base en la Teoría de la Revelación y la Hipótesis del Mercado Eficiente (EMH) en su forma Semifuerte. Los argumentos esbozados en la literatura sobre el tema se basan en el supuesto de que la participación de analistas del lado de la venta y del lado de la compra en conferencias telefónicas sobre ganancias tiene un impacto en los rendimientos anormales en el mercado de capitales. Para llevar a cabo la investigación, se obtuvo una muestra de 79 empresas brasileñas que cotizan en bolsa, con 1372 transcripciones de conferencias telefónicas. El periodo de análisis comprendió 6 años (2010 a 2016). Se realizó un análisis de rendimientos anormales y rendimientos anormales acumulados (CAR) mediante la prueba de signos, y se pudo verificar que la proporción de rendimientos anormales acumulados positivos es estadísticamente igual a la proporción de rendimientos anormales negativos y no apunta a una dirección específica para rendimientos anormales acumulados, demostrando un equilibrio entre rendimientos positivos y negativos. Sin embargo, en cuatro sectores de la muestra, Aeroespacial, Cosméticos, Retail y Saneamiento, los resultados indican que la participación del *sell-side* y *buy-side* en las conferencias telefónicas generó información para el mercado, reflejándose en el retorno anormal y en la rentabilidad anormal acumulada de las acciones de las empresas insertas en estos sectores.

Palabras-clave: Teleconferencias; *Sell-side*; *Buy-side*; Retornos anormales.

1 INTRODUÇÃO

As teleconferências realizadas com base em resultados trimestrais divulgados ao mercado de capitais representam eventos corporativos que propiciam o envolvimento de analistas *sell-side*, *buy-side*, investidores institucionais e outros participantes do mercado interessados no desempenho das empresas (Frankel et al., 1999). O destaque das teleconferências de resultados está na possibilidade da criação de circunstância onde analistas

participantes podem fazer indagações de forma direta sobre conteúdo financeiro divulgado pela empresa sob exame (Tasker, 1998; Bassemir et al., 2013; Chan et al., 2017). Por outro lado, trata-se de circunstância em que gestores podem arguir sobre os dados financeiros divulgados e sobre a própria condução e perenidade dos negócios. Essa conjuntura impõe a possibilidade de gestores e analistas discutirem pontos adicionais àqueles não detalhados nos *releases* da empresa, o que fortalece a perspectiva de divulgação voluntária de conteúdo sobre o desempenho subjacente das empresas. Esse panorama levanta pelo menos dois pontos de inquietação. O primeiro é que a tensão de interesses entre analistas e gestores pode representar cenário favoravelmente revelador à Teoria da Divulgação (Verrechia, 1990). Essa possibilidade se manifesta por meio da lógica de que a divulgação voluntária de informações é mais provável de acontecer em situações nas quais gestores têm informações mais precisas sobre as companhias que administram e agentes externos (nesse caso, analistas) tem no máximo conteúdo valorativo (para as ações da empresa) oriundo de informações já publicizadas. A segunda é que as discussões provocadas nas teleconferências de resultados abrem a possibilidade de gestores abordarem assuntos, conjecturas ou mesmo hipóteses capazes de influenciar a opinião dos analistas participantes (Black, 2016), sem que necessariamente este conteúdo seja considerado de divulgação obrigatória ao público em geral, por meio de Fatos Relevantes e Informes ao Mercado.

A participação dos analistas em teleconferências tem sido objeto de estudo na literatura do mercado de capitais (Mayew et al., 2013; Jung et al., 2015; Wong & Zhang, 2015; Call et al., 2016; Krasodomska & Cho, 2017; Brown et al., 2016; 2016; Chen et al., 2020; Fang et al. 2020; Maber et al. 2021; Call et al., 2021; e Tonin & Scherer, 2022). Analistas *sell-side* são considerados intermediários de informações cujas fontes são diversificadas. Eles processam, interpretam e as disseminam para clientes institucionais e investidores individuais. Analistas *buy-side* são tipicamente privados em suas atividades de captação e disseminação de informações (Jung et al., 2015; Call et al., 2016). Diante da circunstância de que analistas *sell-side* e *buy-side* podem ter informações da empresa em quantidade e qualidade diferentes, Mayew et al., (2013) investigaram essa possibilidade de assimetria. Examinaram até que ponto analistas que participam de teleconferências por meio de perguntas detêm informações superiores em relação aos analistas que não fazem perguntas. Defendem que as previsões de lucros anuais lançadas após a teleconferência são mais precisas e oportunas para os analistas que participam ativamente do evento. Em termos de valoração de ações de empresas listadas, Jung et al., (2015) argumentam que o interesse direto de analistas em cobrir determinadas empresas é um ponto de tensão entre a participação analistas e apreciação futura de fundamentos das empresas participantes. Identificaram associação positiva entre a participação do analista *buy-side* em teleconferências e o retorno absoluto das ações das empresas. Mostraram também que o interesse do analista é positivamente relacionado com oscilações futuras nos lucros e receitas das companhias. Em investigação semelhante, Call et al. (2016) apontou que os retornos anormais das ações são menores quando os analistas *buy-side* participam da teleconferência.

Analistas *sell-side* e *buy-side* executam funções similares tendo em conta que estudam as empresas para, durante e após as teleconferências, proporem recomendações sobre a compra, venda ou retenção de ações. No entanto, a pesquisa do analista *sell-side* e a do *buy-side* se difere em termos de escala e alcance de sua cobertura, fontes de informação utilizadas e na disseminação dos relatórios (Groysberg et al., 2008). O papel dos analistas *sell-side* nos mercados de capitais tem sido amplamente pesquisado nas últimas décadas (Jung et al., 2015). Em contraste, devido às limitações de dados, apesar da sua importância no mercado acionário, os analistas *buy-side* não são bem compreendidos porque a pesquisa não é divulgada ao público e, portanto, não está sujeita a exame em grande escala (Call et al., 2016).

Tendo em conta o contexto de participação de analistas e gestores apresentado, esse estudo tem como objetivo verificar o reflexo da participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* em teleconferências de resultados no retorno das ações das empresas de capital aberto que compõem o Índice Bovespa (Ibovespa) da B3- Brasil, Bolsa, Balcão. Tendo em conta a forma semiforte da Hipótese de Mercados Eficientes, o preço de ações negociadas em mercado secundário deve refletir todas as informações publicamente disponíveis a respeito do desempenho e perspectivas da companhia (Malkiel & Fama 1970; Fama, 1991). Assim, por hipótese, pressupõe-se que os retornos das ações reagem em função da participação do analista *sell-side* e do analista *buy-side* na teleconferência de resultados, visto que a interação entre gestores e analistas pode conter conteúdo informacional revelador para a valoração das ações das empresas examinadas².

O presente estudo alcança pelo menos três contribuições para a literatura em finanças no Brasil. A primeira, lança luz à temática de pesquisa ainda embrionária no Brasil ao aventar a associação entre a participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* em teleconferências de resultados no retorno das ações de empresas do Mercado de Capitais brasileiro. A segunda, analisa grande quantidade de eventos de teleconferências por meio da hipótese de presença de retornos anormais para avaliar o impacto da participação de analistas. Por fim, amplia a perspectiva teórica relativa à investigação de como teleconferências de resultados podem contribuir para divulgação corporativa mediante utilização de mecanismos voluntários.

O artigo está estruturado em cinco seções. A próxima seção apresenta uma revisão da literatura pertinente. Na seção três são relatados os procedimentos metodológicos da pesquisa. Depois, na quarta seção tem-se a análise dos resultados. Por último, expõem-se as considerações finais e as implicações desta pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Definições e estudos antecedentes

Teleconferências de resultados trimestrais são eventos de divulgação de informações e desempenham papel importante nas interações entre corporações e outros participantes do mercado (Bushee & Miller, 2009). Ao longo do tempo, os debates decorrentes das teleconferências têm se relevado como um mecanismo adequado de divulgação voluntária ao mercado de capitais (Tasker, 1998; Frankel et al., 1999; Bowen et al., 2002; Bushee et al., 2004; Kimbrough, 2005; Call et al., 2021). Na prática, as teleconferências trimestrais são uma oportunidade para a alta gerência exibir conteúdo informativo da corporação de maneira informal e explícita aos analistas, sem a necessidade de intermediação (Tasker, 1998).

Comumente organizadas em duas seções, as teleconferências têm como principais atores gestores e analistas. Na primeira seção ocorre a apresentação. O representante da empresa realiza a exposição da sua interpretação sobre o desempenho da empresa no trimestre e qualquer informação adicional que desejar divulgar voluntariamente aos participantes. A segunda seção é denominada de perguntas e respostas, onde os participantes da conferência podem questionar o representante sobre informações não divulgadas ou sobre alguma informação divulgada que não tenha sido notada como inteligível (Moreira et al., 2016).

Durante a sessão de perguntas e respostas, analistas podem realizar perguntas para obter informações que abordem suas preocupações pontuais (Tasker, 1998). A chamada de conferência típica inclui observações de abertura por parte da administração que, em geral, reitera os itens importantes comunicados mediante meios habituais e formais, seguida de uma sessão de perguntas e respostas. Nessa seção, detalhes não contidos nos comunicados são de alguma forma divulgados (Kimbrough, 2005). Diferente dos demais mecanismos de divulgação (obrigatórios ou voluntários), na teleconferência o representante da empresa não irá apenas fornecer informações aos investidores e analistas, mas também será contestado sobre o

momento dessa divulgação (Moreira et al., 2016). Esse último ponto se refere a lógica de que os próprios analistas e investidores estarão atentos sobre possíveis divulgações de informações que deveriam ser comunicadas ao mercado em geral, e não somente aos presentes na teleconferência, o que pode constituir infração por parte da empresa.

Tasker (1998) afirma que executivos de empresas fortemente envolvidos nas chamadas de conferências são mais propensos a possuir informações privadas sobre o desempenho da empresa não refletidas em suas demonstrações financeiras. Defendem que são mais propensos a usar a teleconferência como um meio para preencher possíveis lacunas da informação. As teleconferências são menos formais e estão sujeitas a um menor padrão de responsabilidade legal do que as declarações feitas durante os comunicados de imprensa. Neste caso, os gerentes estariam dispostos a fornecer certas informações durante a parte de apresentação da teleconferência que normalmente não forneceriam em um comunicado de imprensa, tornando a chamada mais informativa (Frankel et al., 1999).

Geralmente as teleconferências de resultados são realizadas dentro de algumas horas até um dia após a emissão do comunicado de imprensa do anúncio de resultados. Esses eventos proporcionam aos gestores a oportunidade de comentar os resultados trimestrais mais recentes e destacar suas implicações para o desempenho financeiro futuro (Kimbrough, 2005). O estudo de Hollander et al. (2010) revelou que quando a gestão opta por não responder à pergunta de um analista durante a sessão de perguntas e respostas, o mercado parece assumir que o silêncio representa más notícias e reage negativamente.

Segundo Moreira et al. (2016), nos últimos anos, nas empresas é crescente a realização de teleconferências como mecanismo de divulgação voluntária em ambientes onde o mercado acionário está consolidado ou em fase de consolidação. No Brasil, no ano de 2008 foram realizadas aproximadamente 275 teleconferências, enquanto no ano de 2014 o número cresceu para 568. Coerente com a ideia de expansão da publicidade de resultados das companhias, pesquisas empíricas sugerem que a teleconferência melhorou a justiça do processo de disseminação de informações corporativas. A lógica subjacente é que nas teleconferências todos os participantes recebem a mesma informação ao mesmo tempo (Chan et al., 2017; Brockman et al., 2017; Moreira et al., 2016).

Em termos de implicações das teleconferências, estudos encontram evidências de que esses eventos induzem reações do mercado de capitais e ajudam os analistas a formular expectativas mais precisas. Frankel et al. (1999) evidenciam variações de retorno e volumes de negociação elevadas durante o período da chamada. Bowen et al. (2002) argumentam que a precisão da previsão do analista aumenta após sua participação em teleconferências de resultados quando comparada àqueles que não participam. Matsumoto et al. (2011) sugerem que ambas as sessões das teleconferências contêm informações incrementais além daquelas contidas nos comunicados usuais. Entretanto, a sessão de perguntas e respostas contém uma quantidade maior de informações, indicando que os participantes do mercado desempenham um papel importante na obtenção de conteúdo informacional. Por outro lado, Kimbrough (2005) aduz que o mercado não foi impulsionado por aumentos gerais na sofisticação do analista e do investidor ao longo do tempo ou pelos aumentos de informação e negociação a partir das teleconferências.

Os participantes da teleconferência incluem: a) os representantes corporativos (CEO, CFO ou Diretor de relacionamento com investidores); b) os analistas financeiros e outros investidores, em particular, aqueles que acompanham regularmente a empresa e participam ativamente do evento fazendo perguntas, que podem ser *buy-side* (abrange os analistas e os gestores de fundos de investimentos) ou *sell-side* (profissionais que atuam em bancos e corretoras de valores); c) o operador que conduz a teleconferência (Palmieri et al., 2015).

Os analistas *buy-side* e *sell-side* têm necessidades diferenciadas sobre as informações da companhia. Para suprir os analistas *buy-side* com informações adequadas às suas demandas, a empresa precisa focar nas tendências de longo prazo, ou seja, informações sobre tendências setoriais, avanços nos negócios e fatores de risco, com o objetivo de reduzir o grau de incerteza sobre a companhia; e as demandas de informação dos analistas estão focadas em dados pontuais e mais detalhados, como o desempenho econômico-financeiro, o plano estratégico da companhia, desenvolvimento de novos produtos, melhorias de processos de produção, programa de redução de custos, fortalecimento das relações com clientes e a posição da empresa em relação à concorrência (Ibri-Bovespa, 2007).

As teleconferências de resultados trimestrais apresentam uma oportunidade única para observar a atuação dos analistas *sell-side* e *buy-side* porque as transcrições das chamadas estão disponíveis publicamente e representam uma importante fonte de informação para os participantes do mercado (Call et al., 2021). A participação dos analistas *buy-side* em teleconferências de resultados tem sido alvo de estudos (Cen et al., 2011; Jung et al., 2015; Call et al., 2016), e embora existam indícios de que esses analistas são relutantes em fazer perguntas na teleconferência, por não desejarem revelar seu pensamento para outros participantes presentes na sessão, uma vez que o destino das suas recomendações é de caráter privado (Jung et al., 2015), esses estudos demonstram uma participação ativa do analista *buy-side* na sessão de perguntas e respostas da teleconferência.

Cen et al. (2011) examinaram os incentivos dos analistas *buy-side* para participar das teleconferências de resultados e como sua participação e envolvimento proativo afetam a produção de informações durante a chamada. Os autores mencionam que durante a sessão de perguntas e respostas, a capacidade de fazer perguntas é valiosa para os analistas, porque mesmo que as respostas às questões sejam públicas, elas complementam a informação privada. O estudo demonstrou que, embora o número de analistas *buy-side* seja menor que os *sell-side* (28% e 72% dos participantes da chamada, respectivamente), eles são quase tão ativos nas sessões de perguntas e respostas (em média 4,3 questões e 5,4 questões, respectivamente) e fazem perguntas mais longas. Os resultados sugerem que evitar grandes perdas nas carteiras de investimentos é uma das principais razões para participação e envolvimento do *buy-side* na teleconferência. Evidenciaram ainda que os retornos anormais cumulativos em torno do evento aumentam com a participação do analista *buy-side*.

Também com o propósito de entender a prevalência de analistas *buy-side* nas chamadas de conferência de resultados das empresas e os motivos pelos quais eles participam das chamadas, Jung et al. (2015) pesquisaram 56.285 transcrições de teleconferências desde o segundo trimestre de 2002 até o primeiro trimestre de 2009, tendo identificado a participação de 4.045 analistas *buy-side* de 724 empresas de investimento institucional. Os autores encontraram associações entre a participação dos analistas *buy-side* em conferências telefônicas e o retorno absoluto das ações. Os pesquisadores argumentam que os analistas *buy-side* assumem um papel mais ativo na aquisição de informações durante a teleconferência (ou seja, fazendo perguntas) quando as informações disponíveis sobre a empresa são ruins e seu desempenho futuro é incerto. Os analistas *buy-side* também são mais propensos a participar quando uma empresa possui baixa cobertura de analista *sell-side*, quando há uma maior incerteza e falta de consenso nas previsões de ganhos feitas por analistas *sell-side*. As empresas com analistas *buy-side* na teleconferência também tendem a ser mais antigas, têm maiores índices de *Market-to-Book* e experimentam surpresas de ganhos mais negativas.

Os analistas *buy-side* participam de teleconferências quando a informação disponível é precária, caracterizado por pouco ou nenhuma cobertura por analistas *sell-side*. Quando existe um alto nível de cobertura por analistas *sell-side*, os analistas *buy-side* tendem a confiar em suas contrapartes e reduzir sua participação, e ainda os gerentes de instituições de investimento dependem mais da pesquisa do analista *buy-side* quando a qualidade da pesquisa do lado do

analista *sell-side* diminui e a incerteza nas previsões de lucros do *sell-side* aumenta (Brown, Call, Clement, Sharp, 2016).

Call et al. (2016) realizaram uma análise detalhada de 28.000 transcrições trimestrais de teleconferências do período 2008 a 2013, com o objetivo de investigar a frequência e a natureza da participação dos analistas *buy-side* na sessão de perguntas e respostas. Os achados do estudo evidenciam que o analista *buy-side* aparece em aproximadamente 15% de todas as teleconferências, sendo mais propensos a aparecer em conferências telefônicas de empresas que são seguidas por menos analistas *sell-side*, sugerindo que os analistas *buy-side* são mais propensos a fazer perguntas na conferência quando a incerteza sobre a empresa é alta, corroborando com o estudo de Jung et al. (2015). Os autores evidenciaram que os retornos anormais das ações são menores quando os analistas *buy-side* participam da teleconferência, porém, a participação do *buy-side* nas chamadas não está significativamente relacionado aos retornos anormais na janela de 3 dias em torno da teleconferência.

2.2 Hipótese de Pesquisa

As teleconferências de resultados são equivalentes a fóruns de discussão. Gestores fazem uso das teleconferências para transmitir informações aos participantes do mercado. A possibilidade de analistas *sell-side* e *buy-side* terem a liberdade para questionar gestores pode representar oportunidade valiosa para que eles formem uma imagem mais clara sobre a posição financeira e negócios das empresas sob exame (Cen et al., 2011). Levando em consideração perspectiva mais ampla, avante à realização de teleconferências, Verrechia (1990) argumenta que o conteúdo informacional da divulgação financeira é parcialmente endógeno dado que a gestão tem poder discricionário sobre políticas financeiras e reconhecimento de elementos patrimoniais e de resultado. Sustenta que administradores terão sempre mais informações sobre a companhia do que, por exemplo, analistas. A assimetria que emerge deste contexto de análise do desempenho subjacente das empresas pode tencionar a evidenciação voluntária por parte de gestores (Brown et al., 2016; Call et al., 2021). Por consequência, a interpretação de analistas *sell-side* e *buy-side* podem capturar conteúdos não notados por meio da divulgação financeira realizada pelas vias comuns de divulgação e isso ser interpretado como conteúdo adicional ou complementar ao que já fora tornado público. Deve-se considerar, portanto, a possibilidade desse conteúdo se revelar informativo à valoração de ações e, uma vez tornado público, pode afetar com atipicidade o preço das ações (Fama & French, 1970). Nessa direção, a Hipótese de Pesquisa desse estudo é que a participação de analistas *buy-side* e *sell-side* geram retornos anormais nos preços das ações das companhias sob escrutínio.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O objetivo do artigo é verificar o reflexo da participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* em teleconferências de resultados no retorno das ações. Em linha com os estudos de Cen et al. (2011), Call et al. (2016) e Tonin e Scherer (2022), utilizou-se a abordagem de Estudo de Eventos. Para o cálculo do retorno anormal, foi adotado o modelo de mercado.

3.1 Amostra e Coleta de Dados

O estudo contemplou as empresas brasileiras de capital aberto pertencentes ao indicador Ibovespa da B3- Brasil, Bolsa, Balcão, no período de 2010 a 2015, totalizando 79 empresas. A escolha dessas empresas se deve ao fato de apresentarem ativos com maior liquidez, negociabilidade e representatividade no mercado de ações brasileiro. Não se excluiu as empresas do setor financeiro pelo fato do objeto da pesquisa não sofrer impacto com as particularidades da estrutura de capital das companhias desse segmento.

PARTICIPAÇÃO DOS ANALISTAS *SELL-SIDE* E *BUY-SIDE* EM TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS E O RETORNO DAS AÇÕES

O período definido para coleta de dados das transcrições das teleconferências de resultados abrangeu 6 anos, a partir do primeiro trimestre de 2010 até o quarto trimestre de 2015. Este período foi escolhido como forma de garantir uma amostra ampla e para viabilizar uma análise consistente da participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* nas teleconferências.

A coleta de dados foi realizada primeiramente obtendo as transcrições das teleconferências de resultados da base de dados *Bloomberg*®. As teleconferências ocorrem trimestralmente, portanto, uma empresa realiza quatro teleconferências por ano. Devido à indisponibilidade do arquivo da transcrição na base de dados para algumas empresas e/ou em alguns quadrimestres, foi possível coletar 1.372 transcrições das teleconferências trimestrais para as 79 empresas no período de 2010 a 2015. Se todas as informações estivessem disponíveis, o total teórico seria de 1.896 transcrições de teleconferências.

A partir dos arquivos com as transcrições das teleconferências trimestrais, procedeu-se à coleta manual das informações constantes no texto da transcrição, realizando a taxonomia dos participantes da chamada. As transcrições das teleconferências normalmente apresentam o nome do participante e a sua respectiva instituição. Com base no estudo correlato de Call *et al.* (2016), para identificar os analistas *sell-side*, foi analisado se a instituição prestava serviços bancários de investimento, utilizando-se as palavras-chave “banco” ou “corretora” de bancos de investimento. Na identificação do analista *buy-side*, pesquisaram-se todas as afiliações para palavras que são comuns nos nomes das empresas de investimento institucional: “capital”, “ativos”, “fundo”, “investimento”, “administração” e “consultor”.

As cotações das ações nas janelas de estimação e do evento e os dados para as variáveis de controle foram coletadas na base de dados *Bloomberg*®.

Na Tabela 1 está demonstrada a composição da amostra, contendo as 79 empresas analisadas, com seus respectivos números de teleconferências realizadas no período de 2010 a 2015, bem como a participação dos analistas *sell-side* e *buy-side*.

Tabela 1

Número de teleconferências e participação do *sell-side* e *buy-side* por empresa

Seq.	Empresa	Setor	Ativo	Número de Teleconferências	P_SELL	P_BUY
1	AMBEV	Bebidas	ABEV3	24	24	12
2	ANHANGUERA	Serviços comerciais	AEDU3	10	10	2
3	ALL	Transporte	ALLL3	18	17	13
4	BANCO DO BRASIL	Bancos	BBAS3	23	23	7
5	BANCO BRADESCO	Bancos	BBDC4	23	23	10
6	BB SEGURIDADE	Seguro	BBSE3	6	6	
7	BROOKFIELD	Imobiliária	BISA3	9	9	1
8	BRF	Alimentos	BRFS3	24	24	6
9	BRASKEM	Produtos químicos	BRKM5	22	22	8
10	BR MALLS	Imobiliária	BRML3	16	13	6
11	BR PROPERTIES	Imobiliária	BRPR3	5	3	2
12	B2W	Internet	BTOW3	21	21	2
13	B3	Serviços financeiros	BVMF3	24	24	2
14	CCR	Serviços comerciais	CCRO3	22	22	2
15	CESP	Elétrico	CESP6	20	20	5
16	CIELO	Serviços comerciais	CIEL3	23	23	4
17	CEMIG	Elétrico	CMIG4	17	17	
18	CPFL ENERGIA	Elétrico	CPFE3	21	21	1
19	COPEL	Elétrico	CPLE6	21	21	
20	COSAN	Petróleo e gás	CSAN3	20	20	5
21	CSN	Ferro / aço	CSNA3	23	23	2
22	CETIP	Serviços financeiros	CTIP3	15	15	2

Seq.	Empresa	Setor	Ativo	Número de Teleconferências	P_SELL	P_BUY
23	CYRELA	Imobiliária	CYRE3	22	22	2
24	DASA	Serviços de Saúde	DASA3	18	18	10
25	DURATEX SA	Materiais construção	DTEX3	22	22	1
26	ECORODOVIAS	Serviços comerciais	ECOR3	12	12	
27	ELETROBRAS	Elétrico	ELET6	19	19	1
28	ELETROPAULO	Elétrico	ELPL4	18	18	1
29	EMBRAER	Aeroespacial e Defesa	EMBR3	24	24	3
30	EDP	Elétrico	ENBR3	22	22	1
31	EQUATORIAL	Elétrico	EQTL3	13	12	2
32	ESTACIO	Serviços comerciais	ESTC3	14	13	3
33	EVEN	Construção civil	EVEN3	5	5	
34	FIBRIA CELULOSE	Prod. Florestais Papel	FIBR3	23	23	11
35	GAFISA	Imobiliária	GFSA3	24	24	3
36	GERDAU	Ferro / aço	GGBR4	21	21	
37	MET. GERDAU	Ferro / aço	GOAU4	4	4	
38	GOL	Companhias Aéreas	GOLL4	23	23	15
39	HERING	Têxteis	HGTX3	20	20	
40	HYPERA	Farmacêutica	HYPE3	23	23	2
41	ITAU	Bancos	ITUB4	24	24	13
42	JBS	Alimentos	JBSS3	24	24	7
43	KLABIN	Prod. Florestais Papel	KLBN4	23	23	1
44	KROTON	Serviços comerciais	KROT3	15	15	2
45	LOJAS AMERICANAS	Varejo	LAME4	23	23	
46	LIGHT	Elétrico	LIGT3	23	23	2
47	LOJAS RENNER	Varejo	LREN3	23	23	4
48	MMX MINERACAO	Ferro / aço	MMXM3	11	11	
49	MARFRIG	Alimentos	MRFG3	21	21	8
50	MRV ENGENHARIA	Construção civil	MRVE3	20	20	5
51	MULTIPLAN	Imobiliária	MULT3	7	5	2
52	NATURA	Cosméticos	NATU3	22	22	12
53	NET	Meios de comunicação	NETC4	4	4	3
54	OGX	Petróleo e gás	OGXP3	13	13	
55	OI	Telecomunicações	OIBR4	19	19	11
56	CBD	Alimentos	PCAR4	23	23	1
57	PDG	Imobiliária	PDGR3	19	18	4
58	PETROBRAS	Petróleo e gás	PETR4	22	22	2
59	MARCOPOLO	Autopeças e Equip.	POMO4	8	8	
60	POSITIVO	Computadores	POSI3	2	2	
61	QUALICORP	Serviços comerciais	QUAL3	10	10	2
62	RAIA DROGASIL	Varejo	RADL3	13	13	
63	REDECARD	Serviços comerciais	RDCD3	8	8	3
64	LOCALIZA	Serviços comerciais	RENT3	21	21	6
65	ROSSI	Construção civil	RSID3	21	21	2
66	SANTANDER	Bancos	SANB4	20	20	8
67	SABESP	Saneamento	SBSP3	18	18	2
68	SMILES	Anúncios/Propaganda	SMLE3	5	5	
69	SUZANO	Prod. Florestais Papel	SUZB5	20	20	1
70	TAM	Companhias Aéreas	TAMM4	7	7	
71	TIM	Telecomunicações	TCSL4	22	22	6
72	TELEMAR	Telecomunicações	TMAR5	7	7	4
73	TELE NORTE LESTE	Telecomunicações	TNLP4	8	8	4
74	ULTRAPAR	Petróleo e gás	UGPA3	22	18	5
75	USIMINAS	Ferro / aço	USIM5	20	20	
76	VALE	Ferro / aço	VALE5	23	23	3

PARTICIPAÇÃO DOS ANALISTAS *SELL-SIDE* E *BUY-SIDE* EM TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS E O RETORNO DAS AÇÕES

Seq.	Empresa	Setor	Ativo	Número de Teleconferências	P_SELL	P_BUY
77	VIVO	Telecomunicações	VIVO4	5	5	4
78	TELEFONICA	Telecomunicações	VIVT4	18	18	8
79	WEG	Maquinaria	WEGE3	24	23	8
Totais				1372	1356	290

Nota: **P_SELL** corresponde à participação de pelo menos um analista *sell-side* na teleconferência e **P_BUY** corresponde à participação de pelo menos um analista *buy-side* na teleconferência. A empresa 1 por exemplo, no período analisado realizou um total de 24 teleconferências. Nos 24 eventos houve a participação de pelo menos um analista *sell-side*, e em 12 teleconferências houve a participação de pelo menos um analista *buy-side*.

Na amostra com 1372 teleconferências de resultados, houve a participação de pelo menos um analista *sell-side* em 1356 eventos, e a participação de pelo menos um analista *buy-side* em 290 teleconferências. O analista *sell-side* aparece em aproximadamente 98,8% dos eventos analisados.

As teleconferências de resultados ocorrem trimestralmente, portanto, no intervalo pesquisado de 6 anos, as empresas para as quais estavam disponíveis todas as teleconferências somam 24 eventos. Neste caso, verificou-se que 8 empresas da amostra apresentaram as 24 teleconferências disponíveis na base de dados *Bloomberg*®: 1- AMBEV, 8-BRF, 13-B3, 29-EMBRAER, 35-GAFISA, 41-ITAÚ, 42- JBS e 79-WEG. Com exceção da empresa 79-WEG, as demais apresentaram a presença de pelo menos um analista *sell-side* nos 24 eventos. Em relação à presença de pelo menos um analista *buy-side*, as empresas em que mais houve participação desse analista em seus eventos foram 1-AMBEV e 41-ITAÚ.

Os eventos das empresas analisadas estão distribuídos em 30 setores. Na Tabela 2 consta o número de empresas, com o respectivo número de teleconferências e participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* por setor.

Tabela 2

Número de teleconferências e participação *sell-side* e *buy-side* por setor

Seq.	Setor	Número de Empresas	Número de Teleconferências	P_SELL	P_BUY
1	Anúncios/Propaganda	1	5	5	
2	Aeroespacial	1	24	24	3
3	Companhias aéreas	2	30	30	15
4	Autopeças e Equipamentos	1	8	8	
5	Bancos	4	90	90	38
6	Bebidas	1	24	24	12
7	Materiais de construção	1	22	22	1
8	Produtos químicos	1	22	22	8
9	Serviços comerciais	9	135	134	24
10	Computadores	1	2	2	
11	Cosméticos	1	22	22	12
12	Serviços financeiros	2	39	39	4
13	Elétrico	9	174	173	13
14	Alimentos	4	92	92	22
15	Produtos florestais e papel	3	66	66	13
16	Serviços de saúde	1	18	18	10
17	Construção civil	3	46	46	7
18	Seguro	1	6	6	
19	Internet	1	21	21	2
20	Ferro/aço	6	102	102	5
21	Maquinaria	1	24	23	8

Seq.	Setor	Número de Empresas	Número de Teleconferências	P_SELL	P_BUY
22	Meios de comunicação	1	4	4	3
23	Petróleo e gás	4	77	73	12
24	Farmacêutica	1	23	23	2
25	Imobiliária	7	102	94	20
26	Varejo	3	59	59	4
27	Telecomunicações	6	79	79	37
28	Têxteis	1	20	20	
29	Transporte	1	18	17	13
30	Saneamento	1	18	18	2
Totais		79	1372	1356	290

Nota: P_SELL corresponde à participação de pelo menos um analista *sell-side* na teleconferência e P_BUY corresponde à participação de pelo menos um analista *buy-side* na teleconferência. O setor 2 por exemplo, no período analisado realizou um total de 24 teleconferências. Nos 24 eventos houve a participação de pelo menos um analista *sell-side*, e em 3 teleconferências houve a participação de pelo menos um analista *buy-side*.

Os setores mais representativos da amostra são o Elétrico, com 9 empresas, seguido pelo de Serviços Comerciais, também com 9 empresas. Nesses setores a participação do analista *sell-side* é verificada em praticamente todas as teleconferências. Já a participação do analista *buy-side* se destacou no setor Bancos, 38 teleconferências, e no setor Telecomunicações, 37 eventos.

Observa-se que em vários setores a participação do analista *sell-side* ocorre em todas as teleconferências. Por exemplo, no setor de Ferro/Aço, das 102 teleconferências realizadas pelas empresas, o *sell-side* participou de todos os eventos.

A amostra apresenta indícios em que os setores mais cobertos por analistas *sell-side* têm a participação reduzida dos analistas *buy-side* nas teleconferências, indicando que esses analistas dependem e confiam na pesquisa do *sell-side*, condizendo com o estudo de Brown *et al.* (2016)

Nas teleconferências dos setores 1- Anúncios/Propagandas, 4 – Autopeças e Equipamentos, 10- Computadores, 18 – Seguro e 28 – Têxteis não houve a participação do analista *buy-side*.

3.2 Definição do evento, da Janela de Eventos e das Janelas de estimação

Segundo a metodologia proposta por Campbell *et al.* (1997) e Mackinlay (1997), para medição dos retornos normais e anormais é necessário definir o evento e as janelas do evento e de estimação. Dessa forma, definir o evento compreende a definição do evento de interesse, a identificação da data de ocorrência do evento, denominada “data zero”. E a janela do evento é o período no qual os preços dos títulos das empresas serão examinados (Soares *et al.*, 2002).

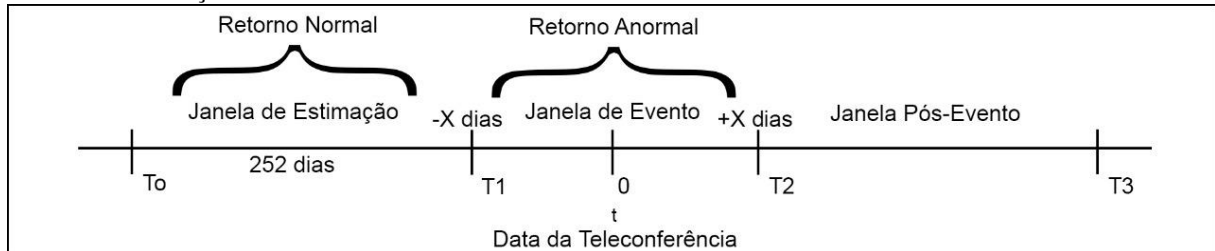
Além da janela do evento, outra janela é necessária para a realização do estudo de evento, a janela de estimação, que representa um período anterior ao da janela do evento. Segundo a metodologia de Campbell *et al.* (1997) utiliza-se uma janela de 120 dias anteriores à janela do evento. Para Soares *et al.* (2002) dependendo da teoria a ser testada, pode-se utilizar como janela de estimação períodos de 30, 90, 120 dias anteriores ao evento, ou qualquer outro período. Enfatizam ainda que o período do evento, geralmente, não é incluído na janela de estimação para prevenir a influência do evento na estimação do parâmetro para a performance do modelo normal.

PARTICIPAÇÃO DOS ANALISTAS *SELL-SIDE* E *BUY-SIDE* EM TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS E O RETORNO DAS AÇÕES

Com o propósito de dar maior clareza e confiabilidade no estudo, optou-se por usar janela de estimação maior considerando 252 dias de pregões antes da janela do evento e sem sobreposição desta¹², conforme recomendado por Benninga (2008). A Figura 1 apresenta as janelas de estimação e do evento utilizadas nesta pesquisa.

Figura 1

Janelas de estimação e do evento



Fonte: Adaptado de Campbell *et al.* (1997).

Nesta pesquisa o evento de interesse é a teleconferência de resultados que envolve a participação dos analistas *sell-side* e *buy-side*. A “data zero” é a data da realização da teleconferência. Para compreender o retorno anormal, os testes foram realizados para janelas de evento de 7 dias, considerando 3 dias de negociações antes e 3 dias depois da teleconferência. Essas janelas do evento foram escolhidas de forma intencional, a partir dos estudos semelhantes (Bushee *et al.*, 2008; Beyer *et al.*, 2010; Cen *et al.*, 2011; e Call *et al.*, 2016) e com o intuito de testar empiricamente o tempo de reação do mercado para a participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* no evento.

Para verificar a normalidade dos retornos anormais na janela de evento foi realizado o teste *Kolmogorov-Smirnov* (Z). O teste foi realizado com o propósito de verificar a existência de um padrão nos retornos anormais, nos dias ao redor do evento. Na Tabela 3 apresenta-se os resultados do teste.

Tabela 3

Teste de normalidade dos retornos anormais

Janela de Evento	N	AR	<i>Kolmogorov-Smirnov</i> (Z)	<i>p-valor</i>
t-3	1372	-0,04%	2,229	,000
t-2	1372	-0,02%	1,919	,001
t-1	1372	0,06%	2,383	,000
t0 Data do Evento	1372	-0,11%	2,478	,000
t+1	1372	-0,08%	2,128	,000
t+2	1372	0,02%	1,776	,004
t+3	1372	0,06%	2,329	,000

Nota: A Janela corresponde ao período em torno do evento. N é o número de ações da amostra. AR é a média dos retornos anormais. A hipótese nula (H_0) é de que os dados são normais, considerando *p-valor* maior 0,05. No caso da amostra o *p-valor* foi menor que 0,05 para todos os retornos da janela, rejeitando a hipótese nula, ou seja, os dados não são normais.

A partir da constatação de que os dados não apresentaram normalidade, a estatística paramétrica não pôde ser utilizada. Dessa forma a alternativa foi proceder com os testes seguintes por meio de estatística não paramétrica, utilizando posteriormente o teste dos sinais para a realização do teste de hipótese sobre a igualdade dos retornos acumulados nos períodos (-3,3) anteriores e posteriores ao dia da teleconferência com a participação dos analistas *sell-side* e *buy-side*. Esse teste não paramétrico é recomendado por Campbell (1997), Mackinlay

(1997) como opção aos testes paramétricos quando a série não apresenta uma distribuição normal.

3.3 Modelo para cálculo do retorno anormal

Em relação à medição dos retornos normais e anormais, Soares et al. (2002) destacam que, para a avaliação do impacto do evento nas ações das empresas selecionadas, deve ser medido o retorno anormal. Esse retorno é obtido com o retorno real verificado no título subtraído do retorno normal esperado para a empresa no período da janela do evento. O retorno normal é definido como o retorno esperado, se o evento não tivesse acontecido.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_{it}) \quad (1)$$

Em que AR_{it} é o retorno anormal da ação i para o período t ; R_{it} o retorno real (o que de fato ocorreu) da ação i para o período t ; $E(R_{it})$ o retorno normal, ou esperado da ação i para o período t ; e X_{it} a informação condicional da performance normal do modelo.

Nesta pesquisa, para calcular o retorno esperado, aplicou-se o modelo de mercado. Esse modelo estabelece uma relação linear estável entre o retorno de mercado e o retorno do título. Assume a fórmula logarítmica, que pressupõe um regime de capitalização contínua, indicando que as informações de mercado acontecem a todo o momento, e que as ações reagem de forma contínua a estas informações (Fama 1965).

O cálculo do retorno normal foi obtido por meio da aplicação de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) na forma de uma regressão linear simples:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (2)$$

Em que R_{it} é o retorno da ação i para o período t ; R_{mt} é o retorno do mercado como um todo nesse mesmo período t ; e $\alpha_i + \beta_i$ são os parâmetros estimados na regressão.

Adotou-se o indicador Ibovespa para o retorno do mercado (R_{mt}). Os parâmetros α e β são valores OLS (*ordinary least squares*, ou mínimos quadrados ordinários) para o período estimado, ou seja, parâmetros da regressão linear envolvendo os retornos da ação e os retornos do mercado.

Para medir os retornos anormais, utilizou-se o modelo estatístico de retornos ajustados ao risco e ao mercado. Nesse modelo os retornos anormais das ações são observados pela divergência dos retornos individuais efetivamente ocorridos em relação ao retorno do *portfólio* de mercado calculado usando um modelo de fator simples (Soares et al., 2002). Algebricamente, a fórmula pode ser assim descrita:

$$A_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (3)$$

Em que A_{it} é o retorno anormal da ação i no período t ; R_{it} é o retorno observado da ação i no período t ; R_{mt} é o retorno do mercado no período t ; e α_i e β_i são os parâmetros intercepto e coeficiente beta, estimados na regressão.

Após calcular os retornos anormais na janela do evento, esses retornos serão somados (acumulados) em cada um dos dias relativos para todas as empresas. No retorno anormal acumulado (RAA, ou *Cumulative Abnormal Returns* – CAR) considera-se a acumulação da

PARTICIPAÇÃO DOS ANALISTAS *SELL-SIDE* E *BUY-SIDE* EM TELECONFERÊNCIAS DE
RESULTADOS E O RETORNO DAS AÇÕES

diferença entre o retorno real e o retorno ajustado ao risco e ao mercado. Este cálculo permite analisar a reação do mercado antes, durante e depois da teleconferência com participação dos analistas *sell-side* e *buy-side*. A fórmula aplicada é a seguinte:

$$CAR_{i(t1,t2)} = \sum AR_{i(t1,t2)} \quad (4)$$

Em que $CAR_{i(t1,t2)}$ são os retornos anormais acumulados da ação i na janela de tempo compreendida entre $t1$ e $t2$; e $\sum AR_{i(t1,t2)}$ é a soma dos retornos anormais acumulados da ação i no período compreendida entre $t1$ e $t2$.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A partir da característica de não normalidade das variáveis da amostra apresentadas na Tabela 3, procedeu-se o teste não paramétrico *Kruskal-Wallis* para investigar possíveis diferenças nos retornos anormais entre os dias da Janela de Eventos. Para a realização do teste, os retornos anormais foram agrupados com base nos dias da Janela de Evento da pesquisa (Elton, Gruber, Brown e Goetzmann, 2012), conforme descrito na subseção 3.2. Na Tabela 4 apresentam-se os resultados do teste.

Tabela 4
Teste Kruskal-Wallis

Janela de Evento	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3
Grupo	1	2	3	4	5	6	7
N	1372	1372	1372	1372	1372	1372	1372
Média	4740,45	4794,32	4859,90	4783,13	4742,17	4863,19	4834,35
Qui quadrado	2,842			p-valor	0,828		

Nota: grupo 1: estão os retornos anormais da amostra de 3 dias antes do evento; grupo 2: estão os retornos anormais da amostra de 2 dias antes do evento; grupo 3: estão os retornos anormais da amostra de 1 dia antes do evento; grupo 4: estão os retornos anormais do dia do evento; grupo 5: estão os retornos anormais da amostra de 1 dia após o evento; grupo 6: estão os retornos anormais da amostra de 2 dias após o evento; grupo 7: estão os retornos anormais da amostra de 3 dias após o evento. H_0 : as medianas populacionais dos retornos anormais são iguais.

Observa-se na Tabela 4 que a hipótese nula (H_0) de igualdade de medianas dos retornos anormais não pôde ser rejeitada. Isso indica que os retornos anormais das companhias analisadas não se diferem ao longo dos dias de comparação (p -valor calculado de 0,828, p -valor de referência 0,05). Esses resultados sugerem que, em termos de mediana, não é possível observar comportamento anormal das ações em torno de datas de realização das teleconferências de resultados. Mostram, ainda, que a participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* nos eventos de divulgação de resultados não gera conteúdo informacional suficiente para pressionar atipicidade nos retornos das ações⁷.

Com o propósito de examinar a presença de possíveis anormalidades em torno das datas das teleconferências, adicionou a metodologia (não paramétrica) de testes de sinais a partir dos retornos anormais acumulados (CAR). A hipótese nula do teste é que a proporção de retornos anormais acumulados positivos é a mesma da proporção de negativos. A operacionalização do teste ocorre por meio da contagem de sinais positivos e negativos dos CARs. A rejeição da hipótese nula só poderá ocorrer se os p -valores associados às contagens de sinais forem menores que 5% (SALOTTI *et al.*, 2006), o que também indicar proporções (negativas ou positivas) diferentes de 50%.

Efetuu-se o teste dos sinais para os retornos anormais acumulados (CAR) nas seguintes janelas: (-3,+3), (-2,+2), (-1, +1), (-3,0), (-2,0), (-1, 0), (-3,1), (-2,1), (0,1), (0,2) e (0,3). A seguir, apresenta-se a Tabela 5 com os resultados do teste.

Tabela 5

Teste dos sinais para os retornos anormais acumulados

Janela	N	Retornos Positivos	Retornos Negativos	<i>p-valor</i>
(-3,+3)	1372	685	687	0,385
(-2,+2)	1372	680	692	0,367
(-1, +1)	1372	699	673	0,311
(-3,0)	1372	683	689	0,393
(-2,0)	1372	711	661	0,160
(-1,0)	1372	682	690	0,321
(0) Evento – AR	1372	687	685	0,398
(-3,1)	1372	681	691	0,384
(-2,1)	1372	681	691	0,384
(0,1)	1372	676	696	0,344
(0,2)	1372	679	693	0,371
(0,3)	1372	697	675	0,331

Nota: N corresponde ao número total de teleconferências e retornos anormais acumulados analisados, distribuídos em número de retornos positivos e número de retornos negativos, por janela de evento. A linha (0) evento – AR indica que o dia do evento.

Ao nível de significância de 5%, verifica-se na Tabela 5 que a proporção de CARs positivos é igual à proporção de negativos. Não aponta direção de anormalidade de retornos, evidenciando a inexistência de reação pronunciada positiva ou negativa. A interpretação da Tabela 5 segue a mesma direção da Tabela anterior. Tomados em conjunto, os resultados revelados nos testes estatísticos refutam a Hipótese de Pesquisa para a existência de retornos anormais no preço das ações consoante à participação de analistas *sell-side* e *buy-side* na teleconferência de resultados. Não há observação de conteúdo informacional valorativo para as ações. Esses resultados sugerem que, tendo em conta o funcionamento do mercado secundário de ações de acordo com a forma de eficiência semiforte, os preços de mercado das ações não refletem conteúdo informacional adicional em torno das datas das teleconferências de resultados. Esses achados enfraquecem a ideia de que a participação de analistas *sell-side* e *buy-side* no evento teleconferência de resultados pode transferir reações atípicas aos retornos diários das ações.

Ao confrontar os resultados observados com a literatura referenciada, pode-se salientar dois aspectos. Primeiro, embora a realização das teleconferências permita maior detalhamento das informações divulgadas pela gestão, ela não é capaz de produzir retornos anormais, o que contraria os achados de Call *et al.* (2016). Segundo, mesmo os analistas *sell-side*, *buy-side* e administração estando próximos, isso não significa necessariamente que existam conteúdos suficientemente sensíveis a serem divulgados pela administração ao ponto de produzir reações anormais nos preços. Mesmo sendo a administração mais propensa a ter mais informações que analistas (Tasker, 1998), os achados do estudo não ratificam a ideia de que durante as conferências é propagado, em termos médios, maior conteúdo informacional ante aos informes gerados por divulgações trimestrais, Fatos Relevantes e Informações ao Mercado. Pode-se presumir que a própria administração das corporações se acautela em não divulgar conteúdos que contrariem a regulação do que deve ser divulgado, considerando que determinado assunto

PARTICIPAÇÃO DOS ANALISTAS *SELL-SIDE* E *BUY-SIDE* EM TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS E O RETORNO DAS AÇÕES

deveria ser divulgado ao público em geral e não a um contingente limitado de participantes de teleconferências.

No entanto, com a finalidade de ampliar a análise para os retornos anormais acumulados, realizou-se um teste de sinais para cada setor econômico da amostra. Nesses testes, encontrou-se diferenças de sinais em quatro setores da amostra, nos demais verificou-se equilíbrio entre os retornos.

Na Tabela 6 destacam-se os setores que apresentaram diferenças entre os retornos anormais acumulados (CAR) positivos e negativos nas janelas de evento (-3,0), (-2,0) (-1,0), (-3,1), (-2,1), (-1,1) e (0,1).

Tabela 6

Teste dos sinais para os retornos anormais acumulados por setor

Setor		(-3,0)	(-2,0)	(-1,0)	D0	(-3,1)	(-2,1)	(-1,1)	(0,1)
Aeroespacial	(+)	15	15	16	17	16	14	17	17
	(-)	9	9	8	7	8	10	7	7
	n	24	24	24	24	24	24	24	24
	Score Z	1,225	1,225	1,633*	2,041**	1,633*	0,816	2,041**	2,041**
Cosméticos	(+)	8	6	8	16	7	6	8	16
	(-)	14	16	14	6	15	16	14	6
	n	22	22	22	22	22	22	22	22
	Score Z	-1,279	-2,132**	-1,279	2,132**	-1,706	-2,132**	-1,279	2,132**
Varejo	(+)	35	37	35	38	31	32	34	33
	(-)	24	22	24	21	28	27	25	26
	n	59	59	59	59	59	59	59	59
	Score Z	1,432	1,953	1,432	2,213**	0,391	0,651	1,172	0,911
Saneamento	(+)	13	15	14	13	10	14	11	10
	(-)	5	3	4	5	8	4	7	8
	n	18	18	18	18	18	18	18	18
	Score Z	1,886*	2,828***	2,357**	1,886*	0,471	2,357**	0,943	0,471

Nota: (+) equivalem às frequências de retornos anormais acumulados positivos. (-) equivalem às frequências de retornos anormais acumulados negativos. n corresponde ao número total de teleconferências e retornos anormais acumulados analisados, distribuídos em número de retornos positivos e número de retornos negativos, por janela de evento. *** significativo a 1%, ** a 5% e * a 10%.

Os setores de amostra que apresentaram diferença de sinais foram o Aeroespacial e Cosméticos, ambos representados por uma única empresa (Embraer e a Natura, respectivamente). Também apresentaram diferenças os setores do Varejo, com 3 empresas (Lojas Americanas, Lojas Renner e Drogaria Raia) o setor Saneamento, representado pela Sabesp. No período de 2010 a 2015, realizaram juntos 123 teleconferências (de um total teórico de 144 eventos), nas quais sempre houve participação de analista *sell-side*, ao passo que analista *buy-side* participou de 21 eventos, conforme descrito na Tabela 2. Ao analisar a participação dos analistas e os retornos anormais acumulados (Tabela 6), nota-se há indícios de que a participação do *sell-side* e *buy-side* nas teleconferências gerou conteúdo informacional ao mercado, refletido no retorno das ações das empresas inseridas nesses setores. Observa-se que no dia do evento (D0), os retornos anormais positivos foram significativamente maiores que 50% para esses quatro setores. Destacam-se os setores Aeroespacial, Cosméticos e Saneamento com frequência relativa de retornos anormais positivos superior a 70% para aquele dia (17/24, 16/22 e 13/18, respectivamente).

É possível constatar que nas teleconferências desses setores com a participação expressiva dos analistas *sell-side* e a participação, ainda que em menor número de eventos, do

buy-side, os retornos anormais no dia da teleconferência e os retornos anormais acumulados significativos foram positivos para a maioria das janelas em torno do evento. Esses resultados setoriais sugerem que os analistas *sell-side* e *buy-side* quando estão no mesmo evento interagindo com os representantes da empresa podem usufruir dos questionamentos realizados por seus pares e gerar informações que refletem no retorno anormal das ações (Cen et al., 2011; Jung et al., 2015; e Call et al., 2016). A partir da característica pública e de ampla divulgação dos relatórios do analista *sell-side*, considera-se que com a interação com gestores e analistas *buy-side*, as informações produzidas durante a teleconferência podem marginalmente impactar o preço dos ativos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo verificar o reflexo da participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* em teleconferências de resultados no retorno das ações das empresas de capital aberto brasileiras. Realizou-se a investigação das teleconferências de resultados no aspecto da participação dos analistas *sell-side* e *buy-side*. Adiante, efetuou-se o cálculo dos retornos anormais e retornos anormais acumulados na janela de evento em torno da teleconferência ocorrida no período de 2010 a 2015. Finalmente, analisou-se os retornos anormais e retornos anormais acumulados das ações das companhias e a participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* em teleconferências.

Com base no teste de sinais para toda a amostra não foi possível detectar o reflexo no retorno das ações decorrente da participação de analistas *sell-side* e *buy-side* nas teleconferências de resultados. A proporção de retornos anormais acumulados positivos se mostrou estatisticamente igual à proporção de retornos anormais negativos. Portanto, sem direção específica para os retornos anormais acumulados.

No entanto, para companhias dos setores Aeroespacial, Cosméticos, Varejo e Saneamento, os resultados apontam que a participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* nas teleconferências gerou informação para o mercado, refletindo no retorno anormal e no retorno anormal acumulado. Essa significância é observada de forma mais pronunciada no dia da teleconferência e na janela curta de 1 dia após o evento.

Diferentemente dos estudos anteriores, que foram realizados em outros países, e, portanto, com ambientes regulatórios e de mercado distintos do brasileiro, a conclusão desse artigo é de que a participação dos analistas *sell-side* e *buy-side* em teleconferências de resultados de empresas brasileiras impacta de forma não expressiva o retorno das ações. Os resultados convergem para as características do mercado acionário brasileiro inserido em um país com alta instabilidade econômica e dependência do desempenho econômico global. Dessa forma, constata-se que o trabalho dos analistas de empresas brasileiras é complexo, e a captação de informações durante a teleconferência e conseqüentemente a elaboração de um relatório público, no caso do analista *sell-side* pode ser afetada por fatores macroeconômicos. Além disso, é importante considerar a lógica de que empresas brasileiras estão aumentando a realização de teleconferências de resultados ano a ano, mas utilizam também outras formas de divulgação corporativa, que podem ser preferidas pelos analistas no processo de obtenção de informações sobre as companhias.

Para futuros estudos sugere-se a realização do estudo com outros indicadores da B3, como por exemplo o IBrX 100. Além disso esta pesquisa pode ser expandida para outros períodos. É possível que os resultados obtidos em outros períodos poderiam apresentar

resultados diferentes aos encontrados. Essa perspectiva é em razão da possibilidade de variações do comportamento do mercado a partir da geração de informações nas teleconferências e a abordagem dada pelos analistas participantes *sell-side* e *buy-side* em seus relatórios.

REFERÊNCIAS

- Bassemir, M., Novotny-Farkas, Z., & Pachta, J. (2013). The effect of conference calls on analysts' forecasts—German evidence. *European Accounting Review*, 22(1), 151-183.
- Benninga, S., & Mofkadi, T. (2014). *Financial Modeling*, 5e.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296-343.
- Black, E. L. (2016). The ethical reporting of non-GAAP performance measures. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27, 07-11.
- Bowen, R. M., Davis, A. K., & Matsumoto, D. A. (2002). Do conference calls affect analysts' forecasts?. *The accounting review*, 77(2), 285-316.
- Brockman, P., Li, X., & Price, S. M. (2015). Differences in conference call tones: Managers vs. analysts. *Financial Analysts Journal*, 71(4), 24-42.
- Brown, L. D., Call, A. C., Clement, M. B., & Sharp, N. Y. (2016). The activities of buy-side analysts and the determinants of their stock recommendations. *Journal of Accounting and Economics*, 62(1), 139-156.
- Bushee, B. J., Matsumoto, D. A., & Miller, G. S. (2004). Managerial and investor responses to disclosure regulation: The case of Reg FD and conference calls. *The Accounting Review*, 79(3), 617-643.
- Bushee, B., Jung, M., & Miller, G. (2009). Capital market consequences of conference presentations. *Ann Arbor*, 1001, 48109-1234.
- Call, A. C., Sharp, N. Y., & Shohfi, T. (2016). *Buy-side analysts' participation on public earnings conference calls*. Working Paper, Arizona State University, Texas A&M University, and Rensselaer Polytechnic Institute. <http://>
- Call, A. C., Sharp, N. Y., & Shohfi, T. (2016). *Buy-side analysts' participation on public earnings conference calls*. Working Paper, Arizona State University, Texas A&M University, and Rensselaer Polytechnic Institute.
- Call, A. C., Sharp, N. Y., & Shohfi, T. D. (2021). Which buy-side institutions participate in public earnings conference calls? Implications for capital markets and sell-side coverage. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101964.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., MacKinlay, A. C. (2012). *The Econometrics of Financial Markets*. Germany: Princeton University Press.
- Cen, L., Dasgupta, S., & Raganathan, V. (2011). Buy-Side participation and information production. Working paper. <http://>

- Cen, L., Dasgupta, S., & Rangunathan, V. (2012). Buy-side participation and information production in earnings conference calls. In *China International Conference in Finance (Organized by Tsinghua University and Sloan School of Management, MIT)*.
- Chan, A. L. C., Lee, E., Petaibanlue, J., & Tan, N. (2017). Do board interlocks motivate voluntary disclosure? Evidence from Taiwan. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(2), 441-466.
- Chen, Y., Kelly, B., & Wu, W. (2020). Sophisticated investors and market efficiency: Evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Economics*, 138(2), 316-341.
- Elton, E., Gruber, M., & Brown, S. (2012). *Moderna teoria de carteiras e análise de investimentos*. Elsevier Brasil.
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The journal of finance*, 46(5), 1575-1617.
- Fang, B., Hope, O. K., Huang, Z., & Moldovan, R. (2020). The effects of MiFID II on sell-side analysts, buy-side analysts, and firms. *Review of Accounting Studies*, 25(3), 855-902.
- Frankel, R., Johnson, M., & Skinner, D. J. (1999). An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 133-150.
- Groysberg, B., Healy, P., & Chapman, C. (2008). Buy-side vs. sell-side analysts' earnings forecasts. *Financial Analysts Journal*, 64(4), 25-39.
- Hollander, S., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2010). Does silence speak? An empirical analysis of disclosure choices during conference calls. *Journal of Accounting Research*, 48(3), 531-563.
- IBRI-BOVESPA. (2007). Guia IBRI-BOVESPA de Relações com Investidores. http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/Guia_de_RI.pdf.
- Jung, M. J., Wong, M. F., & Zhang, X. F. (2018). Buy-side analysts and earnings conference calls. *Journal of Accounting Research*, 56(3), 913-952.
- Kimbrough, M. D. (2005). The effect of conference calls on analyst and market underreaction to earnings announcements. *The Accounting Review*, 80(1), 189-219.
- Krasodomska, J., & Cho, C. H. (2017). Corporate social responsibility disclosure: Perspectives from sell-side and buy-side financial analysts. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 8(1), 2-19.
- Krasodomska, J., & Cho, C. H. (2017). Corporate social responsibility disclosure: Perspectives from sell-side and buy-side financial analysts. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 8(1), 2-19.
- Maber, D. A., Groysberg, B., & Healy, P. M. (2021). An empirical examination of sell-side brokerage analysts' published research, concierge services, and high-touch services. *European Accounting Review*, 30(4), 827-853.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.

PARTICIPAÇÃO DOS ANALISTAS *SELL-SIDE* E *BUY-SIDE* EM TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS E O RETORNO DAS AÇÕES

- Malkiel, B. G.; Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
- Matsumoto, D., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2011). What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions. *The Accounting Review*, 86(4), 1383-1414.
- Mayew, W. J., Sharp, N. Y., & Venkatachalam, M. (2013). Using earnings conference calls to identify analysts with superior private information. *Review of Accounting Studies*, 18(2), 386-413.
- Moreira, N. C., Ramos, F., Kozak-Rogo, J., & Rogo, R. (2016). Conference calls: An empirical analysis of information content and the type of disclosed news. *BBR. Brazilian Business Review*, 13, 291-315.
- Palmieri, R., Rocci, A., & Kudrautsava, N. (2015). Argumentation in earnings conference calls. Corporate standpoints and analysts' challenges. *Studies in communication sciences*, 15(1), 120-132.
- Salotti, B. M., de Lima, G. A. S. F., Corrar, L. J., Yamamoto, M. M., & Malacrida, M. J. C. (2006). Um Estudo Empirico Sobre o Fim da CorregAo Monetaria Integral e sea Impacto na Analise das Demonstrag6es Contabeis: Uma Analise Setorial. *Contabilidade Gestao e Governanca*, 9(2).
- Soares, R. O., Rostagno, L. M., & Soares, K. T. C. (2002). Estudo de evento: O método e as formas de cálculo do retorno anormal [An event study: the method and means of calculating abnormal returns]. *ANPAD, Anais do XXVI EnANPAD, Salvador. CD-ROM*.
- Tasker, S. C. (1998). Bridging the information gap: Quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure. *Review of Accounting Studies*, 3(1), 137-167.
- Tonin, J. M. D. F., & Scherer, L. M. (2021). Reação do mercado acionário aos tons transcritos das teleconferências de resultados. *Revista de Administração de Empresas*, 62(1), 1-18.
- Verrecchia, R. E. (1990). Information quality and discretionary disclosure. *Journal of accounting and Economics*, 12(4), 365-380.