

IMPACTO INFORMACIONAL DAS REUNIÕES PÚBLICAS APIMEC: UM ESTUDO DE EVENTO

NAYANA REITER

*Doutoranda do Departamento de Contabilidade da Stephen M. Ross School
of Business da University of Michigan.*

Tappan Street, 701, Ann Arbor, Michigan – Estados Unidos – MI 48109-1234

E-mail: nreiter@umich.edu

JAIRO LASER PROCIANOY*

*Doutor em Administração pela Faculdade de Economia, Administração
e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP).*

*Professor do Departamento de Ciências Administrativas da Universidade
Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).*

Rua Washington Luís, 855, Cidade Baixa, Porto Alegre – RS – Brasil – CEP 90010-460

E-mail: jairo.procianoy@ufrgs.br

* O autor agradece ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) a bolsa e o auxílio concedidos.

RESUMO

Este trabalho mensurou o impacto informacional, medido pelo retorno anormal do preço das ações de companhias abertas brasileiras, ocasionado pelas apresentações gerenciais em reuniões públicas organizadas pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec). Utilizando a metodologia de estudo de evento, foram analisados os retornos anormais das ações de 160 empresas que realizaram 739 reuniões entre 2005 e 2009. Os resultados encontrados sugerem que, em média, as informações geradas nesses eventos acarretaram retornos anormais pequenos no período analisado. Tal achado pode ser fruto tanto do baixo impacto informacional desses eventos quanto da possível dificuldade dos participantes das reuniões de perceberem essas informações como relevantes. A principal contribuição desta pesquisa é demonstrar que as reuniões Apimec constituem um momento em que as relações da empresa com os investidores e analistas podem ser iniciadas e fortalecidas, mas em que informações novas não são apresentadas. Essa constatação demonstra que a condução das reuniões pelas companhias está em conformidade com as recomendações dos órgãos reguladores brasileiros, as quais indicam que nas reuniões públicas devem ser comentadas apenas informações previamente divulgadas. Outros meios de divulgação de informações, como fatos relevantes, comunicados ao mercado, teleconferências, entre outros, podem ser tão eficientes na distribuição ampla e simultânea de informações aos diversos agentes do mercado, que resta para as reuniões realmente o papel de oportunizar um maior conhecimento e compreensão da empresa pelo mercado e do mercado pela empresa. Essa construção de compreensão mútua pode trazer valor nas relações das companhias com os investidores no longo prazo, mas não acarretam, em média, impactos informacionais de curto prazo.

PALAVRAS-CHAVE

Reuniões públicas; Apimec; Relações com investidores; Estudo de evento; Assimetria de informação.

1 INTRODUÇÃO

As apresentações gerenciais das companhias de capital aberto em reuniões públicas oferecem ao mercado de capitais um canal de divulgação das informações corporativas. Os questionamentos ocorridos durante esses eventos podem gerar informações que auxiliem os participantes em suas decisões de investimento. A obtenção de algumas impressões sobre a empresa e seus executivos também só se faz possível por meio do ambiente físico compartilhado proporcionado por esses eventos. Tendo em vista tais características das reuniões públicas, este trabalho visou mensurar, por meio de um estudo de evento, o impacto informacional das reuniões organizadas pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec).

A qualidade e a quantidade das informações prestadas pelas empresas são fatores determinantes nas decisões de investimento tomadas pelos agentes do mercado acionário. A oferta de transparência (*disclosure*) das informações corporativas é parte do processo de governança corporativa e da obtenção do valor justo para os ativos negociados. As apresentações gerenciais em reuniões públicas realizadas por empresas de capital aberto constituem um instrumento voluntário de divulgação das informações corporativas. Healy e Palepu (2001) argumentam que a demanda por *disclosure* deriva da assimetria informacional e dos conflitos de agência entre gestores e investidores. Evidências empíricas confirmam a relação negativa entre *disclosure* e assimetria informacional (HEALY; HUTTON; PALEPU, 1999; HEFLIN; SHAW; WILD, 2005; BROWN; HILLEGEIST, 2007).

Uma característica importante na divulgação das informações empresariais é o momento em que elas são divulgadas. Será tão mais eficiente se a informação for disseminada para muitos no mesmo momento, garantindo que nenhum terá benefício temporal no recebimento da informação. Conforme Eleswarapu, Thompson e Venkataraman (2004), se o acesso a informação se expande, a assimetria informacional é reduzida.

As reuniões públicas organizadas pela Apimec podem garantir tais efeitos, pois os analistas presentes nessas apresentações são parte na disseminação da informação para os diversos tipos de participantes do mercado acionário. Apesar de realizadas regionalmente, as reuniões Apimec têm potencial de informar um número de agentes maior do que aquele efetivamente presente no evento. O fluir da informação, combinado ao fato de muitos investidores, nacionais e internacionais, utilizarem-se dos serviços de análise dos profissionais participantes das reuniões, amplifica o alcance das informações possivelmente divulgadas nesses eventos.

O presente estudo mensura o impacto informacional, tendo como *proxy* os retornos anormais dos preços das ações, gerado pelas apresentações gerenciais

de empresas brasileiras de capital aberto em reuniões públicas organizadas pela Apimec. Conforme Holland e Doran (1998), as reuniões públicas são uma fonte única de informação para os investidores sobre a estratégia da companhia, a personalidade dos executivos e a qualidade da administração.

Esses eventos podem ser, portanto, fontes de informações e de impressões para os agentes do mercado sobre a companhia e sua gerência. As impressões sobre a postura dos executivos, sua prontidão para responder às perguntas, o domínio da gerência sobre as operações da companhia e sobre o setor, entre outras informações, podem ser obtidas durante essas apresentações. A percepção de algumas informações sobre a companhia e seus executivos só se faz possível pelo contato face a face entre gerência e investidores. Uma forma de promover esse contato simultaneamente com um grande número de investidores é a realização de reuniões públicas, como as reuniões Apimec.

Contudo, é importante lembrar que a organização de reuniões acarreta diversos custos para as empresas, além do tempo de alguns de seus principais executivos. Dessa forma, torna-se muito importante a correta mensuração dos efeitos dessa ferramenta de comunicação voluntária para auxiliar as companhias no melhor emprego de seus recursos.

Para auxiliar nessa tarefa, neste trabalho foram encontrados os retornos anormais das ações nas janelas de dias em torno da realização dos eventos. Os achados contrariam o esperado e indicam que as reuniões Apimec têm baixo impacto informacional, representando reduzidos retornos anormais no período.

A principal contribuição desta pesquisa é demonstrar que as reuniões Apimec constituem um momento em que as relações da empresa com os investidores e analistas podem ser iniciadas e fortalecidas, mas em que informações novas não são apresentadas. Essa constatação demonstra que a condução das reuniões pelas companhias está em conformidade com as recomendações dos órgãos reguladores brasileiros, as quais indicam que nas reuniões públicas devem ser comentadas apenas informações previamente divulgadas.

Outros meios de divulgação de informações, como fatos relevantes, comunicados ao mercado, teleconferências, entre outros, podem ser tão eficientes na distribuição ampla e simultânea de informações aos diversos agentes do mercado, que resta para as reuniões realmente o papel de oportunizar um maior conhecimento e compreensão da empresa pelo mercado e do mercado pela empresa. Essa construção de compreensão mútua pode trazer valor para as relações das companhias com os investidores no longo prazo, mas não acarretam impactos informacionais de curto prazo.

O desenvolvimento deste trabalho tem a seguinte organização: na Seção 2 é apresentada uma revisão da literatura pertinente; a Seção 3 descreve a amostra utilizada; na Seção 4, é mostrada a metodologia a ser utilizada nas partes

subsequentes da pesquisa; na 5, são analisados os resultados encontrados; e, finalmente, na Seção 6 são apresentadas as conclusões e as implicações deste trabalho para o mercado acionário brasileiro.

2 RELAÇÕES COM INVESTIDORES E DISCLOSURE

Segundo Souza (1995), *disclosure* é toda a divulgação deliberada de informação da companhia para o mercado, seja quantitativa ou qualitativa, requerida ou voluntária, via canais formais ou informais. De acordo com Niyama e Gomes (1996, p. 75): “disclosure [...] diz respeito à qualidade das informações de caráter financeiro e econômico, sobre as operações, recursos e obrigações de uma entidade, que sejam úteis aos usuários das demonstrações contábeis”. As atividades de relações com investidores (RI), como ferramentas de comunicação com o mercado, promovem o *disclosure* das informações corporativas. Tal *disclosure* diminui a assimetria informacional entre a gerência da companhia e os investidores. Conforme os resultados de Brown e Hillegeist (2007), a relação negativa entre *disclosure* e assimetria informacional é causada pela redução na probabilidade de investidores buscarem e negociarem informações privadas quando a qualidade das informações públicas aumenta.

De acordo com Brown, Finn e Hillegeist (2001), a assimetria informacional surge quando a administração da companhia possui informações relevantes que ainda não foram divulgadas ao mercado em geral, mas que podem ser obtidas de forma privilegiada por alguns acionistas ou investidores. A governança corporativa, por meio da promoção da equidade e da transparência das informações, pode, então, ser percebida como uma resposta às assimetrias informacionais. Conforme Antunes e Procianoy (2003, p. 7): “os gestores, na condição de *insiders* por serem pessoas que estão dentro da organização, possuem acesso exclusivo às informações sobre as expectativas dos fluxos de caixa futuro das empresas antes que os investidores no mercado”.

Sendo assim, gestores e administradores possuem informações que os investidores não têm, ocasionando uma assimetria no acesso às informações corporativas. As reuniões públicas podem diminuir essa assimetria pela troca direta de informações entre a gerência e os participantes do mercado.

2.1 ATIVIDADES DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES

Conforme Mahoney (2007), a atividade de relações com investidores não é uma função em si: faz parte de um processo maior. As relações com investidores

referem-se à compreensão das informações que capacitam os investidores a realizar um trabalho melhor ao avaliarem a empresa. Segundo o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – Ibri (2009), relações com investidores é:

[...] uma atividade estratégica de marketing corporativo que combina as disciplinas de finanças e comunicações, promovendo a disseminação de informações que possibilitem uma avaliação do desempenho atual e perspectivo da companhia.

Sendo assim, as atividades de RI tornam possível a conexão entre a empresa e o mercado de capitais. O papel do RI deve ser criar um círculo de influência, aumentando a visibilidade da empresa por meio do relacionamento com analistas, mídia e investidores (BUSHEE; MILLER, 2007).

Segundo Merton (1987), investidores investem apenas em ações que conhecem. As variações resultantes do grau de conhecimento do investidor influenciam o preço de equilíbrio da ação. Sendo assim, um programa de relações com investidores bem controlado e organizado pode despertar o interesse em investir na companhia (CRAVEN; MARSTON, 1997).

A oferta de mais informações ao mercado é refletida no preço das ações, que atingem seu patamar justo. Tornar essas informações disponíveis ao maior número de investidores possível é a finalidade fundamental das atividades de relações com investidores.

Porém, há que ter cuidado com a utilização eficiente dos recursos de relações com investidores. Segundo estudo conduzido por Hong e Huang (2003) nos Estados Unidos para empresas pequenas ou recém-listadas, as atividades de RI chegam a exigir, aproximadamente, de 20% a 25% do tempo do CEO e 50% do tempo do CFO.

Hong e Huang (2003) ainda destacam o fato de que os custos das atividades de RI são pagos por todos os acionistas. Portanto, o cuidado com essas despesas é obrigação ética da empresa, devendo fazer parte do rol das práticas de boa governança corporativa da companhia.

Sendo assim, é extremamente importante que o valor e a demanda pelas atividades de relações com investidores sejam corretamente mensurados, evitando esforços e custos desnecessários para a empresa. Conforme Mahoney (2007, p. 55):

[...] esses esforços adicionais podem resultar em desperdício de dinheiro e tempo dos executivos, praticamente sem agregar nenhum valor em termos de aumento de interesse do mercado e preço da ação. É útil saber quando suficiente é, de fato, suficiente.

As atividades de RI podem ser divididas entre aquelas que se destinam a cumprir as exigências legais de divulgação das informações corporativas e aquelas consideradas voluntárias. Quanto à divulgação de informações voluntárias, toda forma de comunicação com o mercado que exceda as exigências legais, ou seja, que não é obrigatória por lei, pode ser considerada voluntária. As empresas possuem diversos veículos de comunicação voluntária disponíveis para atingir seus diferentes públicos de RI, são eles: teleconferências, apresentações e reuniões, públicas ou individuais, *fact books*, relatórios anuais, relatórios de pesquisa de analistas, revistas, boletins e relatórios periódicos, apresentações em vídeo, artigos na imprensa especializada, visitas às áreas fabris da companhia, entre outros. É importante lembrar que cada uma dessas formas de comunicação possui o seu custo específico e cria valor de forma diferenciada para as empresas. Todas essas ferramentas se complementam ao mesmo tempo que competem pelos recursos e pelo tempo dos gestores e dos agentes do mercado.

Quanto à divulgação de informações obrigatórias, as companhias de capital aberto brasileiras devem divulgar toda informação considerada relevante por meio de comunicação imediata à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), promovendo o arquivamento da informação na base de dados pública da instituição. A divulgação obrigatória de fatos considerados relevantes visa impedir o acesso privilegiado à informação.

Nos termos das disposições contidas na Instrução CVM nº 358/2002, entende-se como relevante: (i) qualquer decisão do acionista controlador, (ii) deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou (iii) qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

- a) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados;
- b) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou
- c) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Sendo assim, informações consideradas relevantes não devem ser divulgadas aos participantes de uma reunião Apimec antes de serem divulgadas amplamente nos *sites* da companhia e da CVM. Conforme o Pronunciamento nº 02 do Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (2011) aprovado em 2007:

[...] as apresentações, mesmo quando direcionadas a um público específico, sempre se revestirão do caráter de abertas ao público em geral e se restringirão à divulgação, explicação ou abordagem de fatos previamente comunicados aos órgãos reguladores e autorreguladores.

Dessa forma, as informações obtidas nas reuniões restringem-se à resolução de dúvidas, à melhor compreensão de aspectos relativos à companhia e às suas operações e impressões sobre características da gerência.

Além dos requerimentos dos órgãos reguladores, as empresas que optam por fazer parte das listagens diferenciadas da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) devem cumprir também as exigências do seu respectivo segmento de listagem. A realização de pelo menos uma reunião pública por ano é obrigatória para as empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa. Dessa forma, no Brasil as reuniões públicas podem ser consideradas uma forma voluntária ou obrigatória de comunicação com o mercado, dependendo do segmento de listagem no qual a empresa está inserida. É voluntária a escolha entre fazer ou não parte de um dos segmentos de governança corporativa diferenciada, porém, fazendo parte de um desses níveis, torna-se obrigatória a realização de pelo menos uma reunião pública por ano. Seriam verdadeiramente voluntárias as reuniões organizadas pelas empresas do segmento tradicional da Bovespa ou então as segundas reuniões anuais das empresas pertencentes aos níveis 1 e 2 e ao Novo Mercado.

Diversas empresas escolhem a Apimec como realizadora desses eventos pela credibilidade da associação como facilitadora e orientadora no repasse de informações entre empresas, profissionais de investimentos e investidores. O envio do convite da reunião pela Apimec para seus associados faz com que a divulgação do evento chegue a certos agentes do mercado que não necessariamente fazem parte do círculo de contatos atual da empresa, atraindo mais atenção para a reunião e, conseqüentemente, para a companhia.

A Apimec foi fundada em 1970, no Rio de Janeiro. Até 2003, era denominada Abamec: Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais. Hoje a Apimec, além da entidade nacional, conta com seis regionais: Distrito Federal, Minas Gerais, Nordeste, Rio de Janeiro, São Paulo e Sul.

Uma das funções das Apimec regionais é a promoção e realização de reuniões públicas para empresas. A entidade nacional da Apimec não organiza reuniões; essa função é exclusiva das regionais. Nesses encontros, são discutidos desde dados referentes aos resultados da companhia até planos estratégicos para o futuro. Qualquer interessado pode participar das reuniões, desde analistas até potenciais investidores pessoas físicas, promovendo uma democratização das informações. As reuniões Apimec criam um ambiente com questões de investi-

dores, de profissionais de investimentos e de jornalistas que se complementam e podem levar cada público a entender melhor a companhia.

As reuniões funcionam da seguinte forma: primeiramente, a empresa faz sua apresentação e após é aberta uma sessão de perguntas e respostas, em que o público pode questionar a empresa sobre diversos aspectos. Depois de encerrada a sessão de perguntas e respostas, dá-se início ao café ou coquetel, dependendo do horário de realização do evento. Esse último momento possibilita a ocorrência de conversas informais. As impressões e informações obtidas durante a apresentação podem ser consolidadas durante essas últimas interações.

As reuniões Apimec, por serem eventos fundamentalmente presenciais, podem reforçar o relacionamento entre o público estratégico e as empresas. Durante essas reuniões, o profissional de RI tem a chance de perceber as necessidades e demandas do mercado e reavaliar sua postura estratégica. Esses eventos podem sinalizar também a abertura da empresa para um contato mais estreito com os investidores.

Sendo assim, as informações geradas pelo contato presencial promovido durante as reuniões Apimec podem ser valiosas aos seus participantes. O contato formal e mais impessoal de outros veículos de comunicação não substitui o contato direto que ocorre nesses eventos, em que a linguagem corporal e as expressões dos executivos podem também ser avaliadas pelos participantes. A oportunidade de questionar e investigar, explicar e responder imediatamente a aparentes mal-entendidos, juntamente com os dados sensoriais do contexto físico compartilhado, oferece potencial para a construção da compreensão recíproca (GIDDENS; 1984; NONAKA; TAKEUCHI, 1995).

Por esses motivos, a promoção de reuniões públicas aparece como mecanismo de comunicação entre a empresa e os agentes do mercado acionário. Nesse cenário, torna-se essencial medir o impacto informacional gerado pela realização desses eventos. Um possível método de avaliação dos impactos das reuniões públicas é a medição do efeito de sua realização nos preços das ações. Há que levar em conta que o preço das ações é fruto de uma série de fatores, como desempenho operacional e financeiro da empresa, que estão fora do controle dos profissionais de RI. Porém, a promoção de reuniões públicas, como uma atividade de relações com investidores, é parte da equação de formação de preço das ações, já que pode ajudar a criar um mercado informado capaz de atribuir um valor justo às ações.

2.2 REUNIÕES PÚBLICAS

Conforme Comerlato e Terra (2008), as reuniões públicas possibilitam à gerência revelar pessoalmente informações sobre seus produtos, suas operações e seus principais clientes e fornecedores, seus resultados e suas perspectivas

futuras, a visão macroeconômica do setor em que atua e os rumos da economia do país e em âmbito global. Para as empresas, esse contato direto também pode ser relevante, pois as reuniões são boas oportunidades de receber um *feedback* dos investidores, ter uma ideia do sentimento do mercado, obter conhecimento e construir a lealdade dos investidores (MARSTON, 1997).

Reuniões públicas são eventos economicamente significativos em termos de informação e têm um papel importante na interação da empresa com os participantes de mercado (BUSHEE; JUNG; MILLER, 2009). Barker (1998) afirma que os investidores classificam as reuniões como a fonte mais importante de informação disponível e sugere que as reuniões com investidores são de central importância para a determinação do preço das ações. Lehavy e Sloan (2007) corroboram essa ideia afirmando que eventos que aumentam o reconhecimento do investidor levam a aumentos no valor da ação.

A potencial relevância das reuniões públicas deriva do fato de estas constituírem-se em uma oportunidade de conhecer melhor a empresa e seus executivos. Esse contato ocorre de uma maneira que não se faz possível apenas pela comunicação formal escrita. Conforme Mahoney (2007, p. 305-306):

As reuniões dão aos investidores e analistas oportunidades para perguntar suas maiores dúvidas, iniciar um diálogo, ler a “linguagem corporal” de um executivo à medida que a discussão ocorre, avaliar a inteligência e a honestidade do CEO, além de seu domínio do setor e do negócio, separar fato da ficção.

Ou seja, as reuniões públicas abrem espaço para o questionamento sobre as informações apresentadas sobre a companhia. Tais perguntas, feitas diretamente aos profissionais de RI e aos demais diretores, permitem a consideração, por analistas e investidores, de fatores subjetivos em suas decisões de investimento. Por fatores subjetivos, pode-se entender a prontidão da gerência ao responder às perguntas, o domínio dos executivos sobre as operações da empresa e sobre a dinâmica do setor, a postura e o modo como os apresentadores se portam, entre outros.

Dessa forma, as reuniões podem influenciar as análises de investimento de seus participantes, fazendo com que estes decidam iniciar ou aumentar ou diminuir sua posição acionária na empresa. Levanta-se então, neste estudo, a seguinte hipótese: as reuniões Apimec têm impacto informacional, ocasionando retornos anormais nos preços das ações das companhias no período em torno da sua realização.

Estudos sobre os efeitos das reuniões públicas no mercado são recentes. Em pesquisa prévia, Comerlato e Terra (2008) investigaram, em um estudo de evento, os possíveis efeitos das reuniões Apimec realizadas em São Paulo, entre 1997 e 2001. Foi analisado o comportamento dos retornos anormais das ações de

91 empresas que promoveram 247 reuniões. O resultado obtido indicou que tais eventos não promoveram retornos anormais médios significativos no período. O presente estudo diferencia-se do realizado por esses autores em relação ao período de análise, que é mais recente (de janeiro de 2005 a junho de 2009), aos locais de organização dos eventos, que abrangem outros centros financeiros do país além de São Paulo, e ao tamanho da amostra, que é maior, incluindo 739 eventos realizados por 160 companhias. A maior diversidade da amostra reduz potenciais vieses referentes ao local da apresentação e permite que os resultados deste trabalho sejam mais robustos do que os encontrados por Comerlato e Terra (2008).

Bushee, Jung e Miller (2009), por meio de pesquisa realizada com uma amostra contendo 95.105 apresentações de empresas norte-americanas realizadas em conferências de mercado dentro e fora dos Estados Unidos entre 1999 e 2007, constataram que reuniões em conferências impactam o mercado tanto no curto quanto no longo prazo.

As variáveis que fizeram parte do estudo dos autores incluíam características da empresa, como: tamanho, número de conferências realizadas nos últimos 90 dias e número de coberturas de analistas; e características da conferência, como: local, tamanho e indústria foco do evento. Os resultados encontrados indicaram impactos significativos no curto prazo para os retornos das ações, com retorno anormal médio de 0,5%, e para a liquidez dos papéis, com aumento médio de 0,15% no volume negociado, no intervalo que abrange do dia anterior ao dia posterior à conferência (-1 a +1 dia).

Na análise dos efeitos de longo prazo, os resultados indicaram que um número maior de reuniões organizadas no trimestre está associado ao aumento da carteira de acionistas institucionais e da cobertura de analistas. Porém, enquanto as reuniões acarretam aumento na cobertura de analistas com maior intensidade para grandes empresas, o aumento da carteira de acionistas se dá de forma mais significativa para as pequenas empresas, como se os investidores buscassem nas conferências conhecer novas empresas e novas oportunidades de investimento.

Segundo pesquisa realizada por Demos e Marston (2010) com analistas de mercado, investidores e empresas listadas na Bolsa de Valores de Atenas, todos os tipos de reuniões públicas e conferências são ferramentas muito práticas e econômicas de comunicação, especialmente nos mercados emergentes. Os autores conduziram entrevistas semiestruturadas com executivos das empresas, analistas de mercado e investidores institucionais, buscando captar as percepções e as experiências desses três grupos sobre as reuniões públicas. Os resultados encontrados sugerem que essa ferramenta de comunicação voluntária pode ser muito efetiva para aumentar a visibilidade, a atenção, o conhecimento e a liquidez das ações da companhia.

Enquanto estudos como os de Marston (1997), Barker (1998) e Demos e Marston (2010) sugerem que analistas e investidores percebem as reuniões como

ferramentas importantes de comunicação das companhias abertas com o mercado acionário, as evidências empíricas sobre os impactos desses eventos no comportamento das ações são mistas. Bushee, Jung e Miller (2009) encontraram evidências de impactos das apresentações em conferências de mercado para companhias norte-americanas, porém os achados de Comerlato e Terra (2008) para as reuniões Apimec de empresas brasileiras indicaram que o impacto informacional desses eventos não foi significativo. Tais diferenças podem ser fruto de características do mercado acionário de cada país, dos marcos regulatórios, do tipo de evento e das informações apresentadas, além das características metodológicas de cada pesquisa.

3 DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

A amostra coletada para análise neste estudo compreende as empresas cujas ações foram negociadas na Bovespa entre janeiro de 2005 e junho de 2009 e que realizaram ao menos uma reunião pública organizada pela Apimec nesse período. Inicialmente, a amostra contava com 1.513 eventos de 188 empresas.

Foram então excluídos da amostra inicial: (i) os eventos referentes a empresas sem cotações disponíveis na base de dados do Economática®; (ii) os eventos de uma mesma empresa realizados em períodos muito próximos, menores do que 20 pregões, para evitar a sobreposição das janelas de eventos. Nesse caso, foram mantidos os primeiros eventos, partindo-se do pressuposto de que estes teriam maior valor informacional do que os demais realizados subsequentemente; (iii) os eventos cujas ações apresentaram dez ou mais dias sem negociação na janela do evento (-10 a +10) e 30 ou mais dias sem negociação na janela de estimação (-100 a -11), pois a qualidade da informação sobre o impacto das reuniões nessas janelas de evento estaria prejudicada pelos diversos dias sem negociação. Um resumo das exclusões encontra-se na Tabela 1, a seguir.

TABELA 1

EXCLUSÕES POR CRITÉRIOS

CRITÉRIOS/EXCLUSÕES	EVENTOS	EMPRESAS
i	87	18
ii	614	0
iii	73	10
Total de exclusões	774	28

Fonte: Elaborada pelos autores.

Após as exclusões, restaram 739 eventos referentes a 160 empresas. A média de eventos no período de janeiro de 2005 a junho de 2009 é de 4,47 por empresa, a mediana é 3,00 e o desvio padrão é de 4,56.

Os eventos com menos de dez dias sem negociação na janela do evento e menos de 30 dias na janela de estimação foram mantidos na amostra. Seguindo Maynes e Rumsey (1993), adotou-se o procedimento chamado *Trade-to-Trade*, que despreza os dias em que não há negociação e utiliza as taxas de retorno efetivamente observadas. Tal procedimento foi realizado em 68 eventos. No caso de a empresa possuir no mercado ações de mais de uma classe, foram utilizadas as cotações daquela com maior número de dias com negociação no período. Esse procedimento foi realizado em 85 eventos.

Para verificar a representatividade das empresas da amostra no índice Ibovespa, foi utilizada a carteira do índice de maio a agosto de 2009. Como se pode observar na Tabela 2, nesse período, 48 empresas da amostra, que representam 53% dos eventos, faziam parte do Ibovespa e representavam 81,09% do peso total da carteira teórica. Tais informações destacam a representatividade e a liquidez no mercado de boa parte das empresas da amostra. Cabe também aqui destacar que, mesmo sendo em número menor (48), as empresas que fazem parte do Ibovespa realizaram um número maior de reuniões do que aquelas não participantes do índice.

TABELA 2

DIVISÃO PELA PARTICIPAÇÃO NO IBOVESPA

IBOVESPA?	EMPRESAS	EVENTOS	%
Sim	48	389	53%
Não	112	350	47%
Total	160	739	100%

Fonte: Bovespa (2009).

Em relação aos segmentos de listagem das empresas da amostra, a maioria das empresas (82), e também dos eventos (301), faz parte do segmento Novo Mercado, aquele com maior número de exigências quanto às boas práticas de governança corporativa por parte das empresas, como se pode verificar na Tabela 3. A maior quantidade de eventos realizada por empresas do Novo Mercado pode ter relação com a obrigatoriedade dessas de organizar ao menos uma reunião por ano.

TABELA 3

DIVISÃO PELO SEGMENTO DE LISTAGEM

SEGMENTO	EMPRESAS	EVENTOS	%
Tradicional	31	125	17%
Nível 1	35	228	31%
Nível 2	12	85	12%
Novo Mercado	82	301	41%
Total	160	739	100%

Fonte: Bovespa (2009).

Já a divisão dos eventos pelo valor de mercado das companhias, como demonstrado na Tabela 4, indica que a maioria das reuniões foi realizada por empresas *small caps*, com 50% dos eventos, seguida pelos eventos de companhias *medium caps*, com 33%. Foram consideradas *small caps*, ou empresas de pequena capitalização, as companhias com valor de mercado de até 6 bilhões de reais na data da realização do respectivo evento. Por sua vez, foram classificadas como *medium caps* as empresas com valor de mercado entre 6 e 20 bilhões de reais e *large caps* as companhias com valor de mercado maior do que 20 bilhões de reais.

TABELA 4

DIVISÃO PELO VALOR DE MERCADO

CAPITALIZAÇÃO	VALOR DE MERCADO	TOTAL (R\$ MIL)	MÉDIA (R\$ MIL)	EVENTOS	%
<i>Small caps</i>	menos de R\$ 6 bi	765.801.447	2.064.155	371	50%
<i>Medium caps</i>	entre R\$ 6 bi e R\$ 20 bi	2.367.829.668	9.704.220	244	33%
<i>Large caps</i>	maior que R\$ 20 bi	11.425.057.521	92.137.561	124	17%
Total		14.558.688.636	19.700.526	739	100%

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados do economática®.

A Tabela 5, a seguir, apresenta a divisão por anos do número de eventos e da média de participantes. Cabe lembrar que os dados referentes ao 2009 não abrangem o ano inteiro, apenas os meses de janeiro a junho, não podendo assim caracterizar uma possível queda do número de eventos ou do número de partici-

pantes nesse ano em relação aos anos anteriores. Porém, para os anos de 2005 a 2008, pode-se verificar uma diminuição na média de participantes por evento. Essa diminuição é condizente com o aumento no número de eventos por ano, também ocorrido. O acréscimo no número de eventos pode ter levado os analistas, em função da maior especialização desse grupo de agentes, a optar por participar de um evento em detrimento de outro, o que resultou na queda da média de participantes por reunião.

TABELA 5

DIVISÃO POR ANOS: EVENTOS/MÉDIA DE PARTICIPANTES

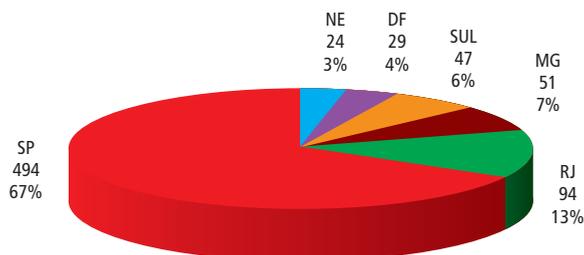
ANOS	EVENTOS	MÉDIA DE PARTICIPANTES
2005	128	92
2006	153	90
2007	186	83
2008	210	74
2009 (até junho)	62	72
Total	739	78

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Apimec.

O Gráfico 1 apresenta a divisão de eventos por regional, destacando a regional de São Paulo, com 494 eventos (67%), seguida da regional do Rio de Janeiro, com 94 eventos (13%). Esse fato é consequência natural da concentração de recursos, gestores e instituições nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro.

GRÁFICO 1

DIVISÃO DE EVENTOS POR REGIONAL



Fonte: Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (2009).

Conforme se pode observar na Tabela 6, quanto ao número de participantes, os eventos da amostra analisada reuniram 57.900 pessoas, com uma média de 78 participantes por evento. A regional de São Paulo, devido ao maior número de reuniões organizadas, reuniu também o maior número de participantes. Entretanto, a regional com a maior média de participantes por evento é a Nordeste, com 95 participantes por reunião. A característica das reuniões realizadas no Nordeste, de reunir, em média, mais participantes, pode ter relação com o menor número de eventos realizados nessa regional. É coerente pensar que a escassez de reuniões acarreta maior interesse e participação nos eventos organizados nesse local.

TABELA 6

DIVISÃO POR REGIONAL: PARTICIPANTES/MÉDIA DE PARTICIPANTES

REGIONAIS	TOTAL PARTICIPANTES	MÉDIA DE PARTICIPANTES POR EVENTO
DF	2.505	86
MG	3.731	73
NE	2.286	95
RJ	8.386	89
SP	37.415	76
SUL	3.577	76
Total	57.900	78

Fonte: Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (2009).

Quanto às características próprias das empresas, pode-se notar que no período analisado, de janeiro de 2005 a junho de 2009, a maioria das reuniões Apimec foi realizada por empresas que fazem parte do Ibovespa, ou estão listadas no Novo Mercado ou são de pequena capitalização. A intersecção desses três grupos de características apresentou nove empresas que realizaram 24 eventos. Ou seja, é pequeno o número de empresas que fazem parte do Ibovespa, estão no Novo Mercado e são de pequena capitalização, simultaneamente, indicando que essas características se sobrepõem para poucas companhias da amostra.

Com relação às características dos eventos, percebe-se que a maioria ocorreu em 2008 e na cidade de São Paulo. Com base nesta análise inicial, pode-se

pensar que as empresas listadas no segmento diferenciado do Novo Mercado realizam mais reuniões por estarem mais comprometidas com as práticas de governança corporativa ou pela própria obrigatoriedade de organizar ao menos uma reunião por ano, e aquelas com menor capitalização, por se beneficiarem mais do *disclosure* de suas informações.

4 METODOLOGIA

Neste trabalho, foi utilizada a metodologia de estudo de evento, que pode ser descrita como a análise quanto à existência ou não de uma reação significativa do mercado acionário perante determinada informação, fato ou evento (MACKINLAY, 1997). Tal reação é medida no valor de mercado da empresa e verificada pelo retorno anormal das ações no período, obtido subtraindo do retorno observado da ação o seu retorno esperado. As hipóteses nula e alternativa desta pesquisa são as seguintes:

- H_0 : As reuniões Apimec não acarretam retornos anormais nos preços das ações no período em torno de sua realização.
- H_1 : As reuniões Apimec acarretam retornos anormais nos preços das ações no período em torno de sua realização.

O objetivo deste trabalho é detectar as reações do mercado às reuniões Apimec, descontando eventuais alterações nas cotações que sejam resultado de outros aspectos, como os macroeconômicos, que afetam o mercado em sua totalidade. Para isso, utiliza-se o modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado, sugerido por Brown e Warner (1980, 1985).

O período de análise dos preços das ações utilizado, chamado de “janela do evento”, abrange os dez pregões anteriores e os dez pregões posteriores ao evento, considerando como “data 0” o dia em que a reunião foi realizada. O período antecedente ao evento utilizado como base para o cálculo do retorno esperado do ativo, chamado de “período de estimação”, abrange os 90 pregões anteriores à janela do evento. Para mensuração dos retornos, utilizam-se as cotações médias diárias das ações das empresas, coletadas no banco de dados Economática®.

Foram retirados da amostra os eventos cujas ações apresentaram dez ou mais dias sem negociação na janela do evento (-10 a +10) e 30 ou mais dias sem negociação na janela de estimação (-100 a -11). Os eventos com menos de dez

dias sem negociação na janela do evento e menos de 30 dias na janela de estimação foram mantidos.

Para verificar se os retornos anormais encontrados são significativos, primeiramente foi realizado o teste t. Como o teste de Kolmogorov-Smirnov rejeitou, a 1% de significância, a hipótese nula de que os retornos apresentavam distribuição normal, foi conduzido o teste não paramétrico Wilcoxon *signed-rank test*, como forma de relaxar as premissas de distribuição normal implícitas nos testes paramétricos.

Após, foi realizada a exclusão de *outliers* com base na equação de Hoffmann (1991) tomando o valor de $Z = 4$. Foram, então, eliminados todos os eventos em que se encontravam quatro desvios padrão acima ou abaixo da média amostral. Após a exclusão dos *outliers*, a amostra restante ficou com 685 eventos de 146 empresas. Dos 54 eventos excluídos, 36 apresentavam casos de *outliers* com valores positivos, nove com valores negativos e nove com valores tanto positivos quanto negativos.

A exclusão dos *outliers* busca tornar mais confiável a análise dos retornos anormais encontrados. Conforme pode ser verificado na próxima seção, esses são eventos realizados, em sua maioria, por empresas pequenas, pouco líquidas e sobre as quais foram divulgadas importantes informações em outros canais que não as reuniões em dias anteriores ou posteriores ao evento.

5 RESULTADOS

5.1 OS RETORNOS ANORMAIS

A Tabela 7 apresenta os resultados para a amostra completa e para amostra sem *outliers* dos retornos anormais médios (AR) e dos retornos anormais cumulativos médios (CAR) para alguns dias da janela do evento; os retornos anormais dos demais dias podem ser visualizados no Gráfico 2. Os valores de t na tabela indicam os resultados do teste paramétrico, e os valores de Z, os resultados do teste não paramétrico. Os asteriscos demonstram a significância estatística dos retornos. A fim de analisar isoladamente períodos mais curtos e mais próximos ao evento, foram incluídos na análise os valores de CAR dos intervalos $[-2,+2]$, $[-1,+1]$, $[0,2]$ e $[0,1]$.

TABELA 7

RESULTADOS DE AR E CAR PARA A AMOSTRA
COMPLETA E SEM OUTLIERS

PERÍODO	AMOSTRA TOTAL (N = 739)			AMOSTRA SEM OUTLIERS (N = 685)		
	%	T	Z	%	T	Z
AR [-2]	0,07%	0,938	-0,461	0,08%	1,055	-0,473
AR [-1]	0,00%	0,01	-0,972	-0,08%	-0,926	-1,377
AR [0]	0,01%	0,062	-0,951	-0,09%	-1,124	-1,411
AR [+1]	0,06%	0,739	-0,019	-0,03%	-0,391	-0,535
AR [+2]	0,25%	3,151***	-2,641***	0,24%	3,146***	-2,522***
CAR [-2, +2]	0,39%	1,915**	0,85	0,13%	0,664	-0,035
CAR [-1, +1]	0,07%	0,41	-0,735	-0,19%	-1,31	-1,528
CAR [0,+2]	0,32%	1,962**	-0,921	0,12%	0,817	-0,175
CAR [0,+1]	0,07%	0,503	-0,440	-0,12%	-0,963	-1,179

AR = retornos anormais médios e CAR = retornos anormais cumulativos médios. Entre colchetes está o período analisado. N representa o número de eventos. A coluna % representa os retornos anormais médios encontrados. As colunas t e Z representam, respectivamente, os valores obtidos nos testes estatísticos paramétrico e não paramétrico. Os asteriscos demonstram a significância estatística dos retornos em nível de 10% (*), 5% (***) e 1% (***).

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para a amostra completa, destaca-se o retorno anormal médio do dia 2, com valor de 0,25% e significância de 1% nos dois testes. Porém, quando analisados períodos maiores, os CAR [-2,+2] e CAR [0,2] não apresentam significância no teste não paramétrico, continuando significativos ao nível de 5% apenas para o teste t e possuindo valores positivos de 0,39% e 0,32%, respectivamente.

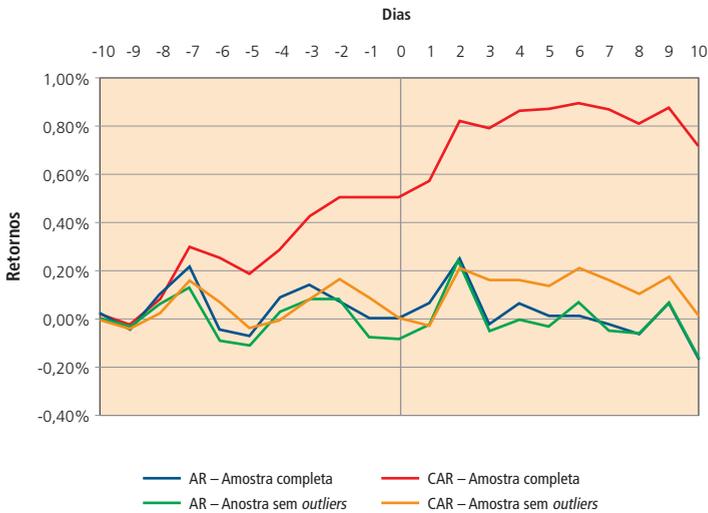
Para a amostra sem outliers, o retorno anormal médio do dia 2 continua significativo, agora com valor levemente inferior de 0,24%. Destaca-se novamente a significância do AR do dia 2 de 1% nos dois testes. Já para os valores de CAR, a significância estatística dos retornos não se manteve. Enquanto, para amostra completa, os retornos anormais cumulativos em períodos de dias maiores como [-2, +2] e [0, +2] mantiveram-se superiores aos 0,25% encontrados para o dia 2 isoladamente, para a amostra sem outliers esse retorno anormal é bastante redu-

zido quando se acumulam mais dias, apresentando um impacto líquido praticamente nulo. Ou seja, quando considerados, para a amostra sem *outliers*, períodos um pouco mais longos, o efeito do retorno anormal no dia 2 é praticamente anulado pelos retornos anormais negativos dos dias -1, 0 e +1.

O Gráfico 2 apresenta os perfis de AR e CAR para a amostra completa e para a amostra sem *outliers*. Ambos os perfis de AR demonstram sucessivos retornos positivos e negativos, tanto antes quanto depois do evento.

GRÁFICO 2

PERFIL DE AR E CAR PARA A AMOSTRA COMPLETA E SEM OUTLIERS



AR = retornos anormais médios e CAR = retornos anormais cumulativos médios. No eixo vertical, estão representados os retornos anormais encontrados expressos em percentual para as reuniões Apimec ocorridas entre janeiro de 2005 e junho de 2009. No eixo horizontal, encontram-se os dias das janelas de eventos, de -10 a +10, sendo o dia 0 o dia da realização da reunião.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A principal mudança da amostra completa para a amostra sem *outliers* está no perfil de CAR. Para a amostra total, este é positivo durante todo o período, exceto pelo dia -9. O forte movimento de ascensão do perfil de CAR inicia-se no dia -5, destacando-se o grande aumento do dia 1 ao 2.

Já para a amostra sem *outliers*, o perfil de CAR, apesar de ainda positivo para a maioria dos dias, teve seu movimento ascendente bastante diminuído. Esse

fato deve-se à retirada de maior quantidade de *outliers* positivos do que negativos da amostra, diminuindo o valor médio dos retornos.

O principal impacto da retirada dos *outliers* é que tornou a amostra mais confiável para a análise dos impactos informacionais das reuniões por meio dos retornos anormais. Como se pode verificar na Tabela 8, a maioria dos *outliers* é de dias com retornos positivos, anteriores à data de realização da reunião (de -10 a -1), ocorridos no ano de 2008, de empresas com pequena capitalização e baixa liquidez no mercado. Segundo a classificação apresentada na seção 3, dos 54 *outliers*, 46 são de empresas *small caps*, oito de *medium caps* e nenhum de *large caps*, com apenas nove eventos de participantes do Ibovespa. Tais características podem explicar os retornos anormais bastante distantes da média amostral encontrados para essas companhias.

TABELA 8

CARACTERÍSTICAS DOS OUTLIERS

CARACTERÍSTICAS	OUTLIERS	%
Retornos positivos	36	67%
Retornos negativos	9	17%
Ambos	9	17%
Total	54	100%
Anteriores às reuniões	26	48%
Na data das reuniões	4	7%
Posteriores às reuniões	24	44%
Total	54	100%
Realizadas em 2005	6	11%
Realizadas em 2006	3	6%
Realizadas em 2007	7	13%
Realizadas em 2008	32	59%
Realizadas em 2009	6	11%
Total	54	100%

(continua)

TABELA 8 (CONCLUSÃO)

CARACTERÍSTICAS DOS OUTLIERS

CARACTERÍSTICAS	OUTLIERS	%
<i>Small caps</i>	46	85%
<i>Medium caps</i>	8	15%
<i>Large caps</i>	0	0%
Total	54	100%
Participantes Ibovespa	9	17%
Não participantes Ibovespa	45	83%
Total	54	100%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Além disso, conforme verificado nos *sites* da CVM e da imprensa especializada, algumas dessas empresas estavam passando por situações especiais nas datas próximas da realização das reuniões, como anúncio de programa de recompra de ações, venda de parte da empresa, entre outros fatos relevantes e notícias que influenciaram o comportamento de seus retornos de forma anormal e que devem ser desconsiderados para fins de análise dos efeitos das reuniões. É possível que as empresas tenham escolhido realizar as reuniões nesse momento especial justamente para sanar as principais dúvidas dos analistas e investidores sobre sua situação. Isso reafirma a importância das reuniões como meio de diálogo entre a gerência e o mercado de capitais, mas torna difícil a atribuição dos retornos anormais encontrados a um efeito informacional das reuniões quando informações tão relevantes estavam sendo divulgadas simultaneamente por outros meios.

Quando se comparam com os resultados de Comerlato e Terra (2008) com os obtidos por este estudo, nota-se que, enquanto no estudo prévio desses autores nenhum dos retornos anormais de dias próximos ao evento apresentou significância estatística simultânea nos testes t e z, neste trabalho o AR do dia 2 apresenta significância de 1% em ambos os testes.

Entretanto, cabe ressaltar que, apesar de positivo e estatisticamente significativo, o retorno anormal médio encontrado para a amostra completa e para sem *outliers* no segundo dia após o evento – AR [+2] – não encontra suporte mesmo na hipótese de eficiência fraca do mercado acionário (FAMA, 1970). Ou seja, mesmo o mercado sendo eficiente na forma fraca, dois dias é considerado um período demasiado longo para verificar os impactos informacionais de um evento.

Dessa forma, quando considerados os retornos anormais, os resultados encontrados sugerem que as reuniões Apimec têm baixo impacto informacional para o mercado. Diversas são as possíveis explicações para esse achado. Na próxima seção, essas explicações serão apresentadas, incluindo as próprias limitações deste estudo na verificação do impacto informacional das reuniões.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste trabalho foi verificar o impacto informacional das reuniões Apimec realizadas entre 2005 e 2009. Dado o fato de que, durante as reuniões públicas, as empresas devem se limitar a apresentar e comentar apenas as informações já divulgadas amplamente ao mercado, os possíveis impactos informacionais das reuniões, partindo do pressuposto de que todas as companhias obedecem à regulação, seriam aqueles provenientes da resolução de dúvidas, da melhor compreensão de aspectos relativos à companhia e das impressões sobre a qualidade da gerência.

Pela análise dos retornos anormais, pode-se concluir que, em média, o mercado reage de forma pouco significativa a esses eventos no curto prazo. A hipótese nula, de que as reuniões não acarretam retornos anormais, não foi rejeitada para intervalos de dias $[-1, +1]$ em ambos os testes paramétrico e não paramétrico, e foi rejeitada apenas no teste paramétrico e para amostra total no intervalo $[-2, +2]$. Esses resultados corroboram aqueles encontrados por Comerlato e Terra (2008) e não confirmam os encontrados por Bushee, Jung e Miller (2009).

Tal achado sugere que a oportunidade de conhecer melhor a empresa e seus executivos, proporcionada pelo ambiente físico compartilhado das reuniões, não é vista como informação relevante por seus participantes a ponto de impactar os preços das ações de forma anormal. É possível ainda que, mesmo que os analistas e investidores percebam as informações obtidas durante as reuniões como relevantes, estes tenham dificuldade de incluí-las em seus modelos matemáticos de precificação dos papéis das companhias.

Cabe lembrar também que grande parte dos analistas e investidores presentes nas reuniões Apimec tem contato face a face com a gerência constantemente, por meio de outros meios de comunicação voluntária, principalmente em reuniões privadas, chamadas de reuniões *one-on-one*. É possível assim que, mesmo tendo valor informacional, a compreensão mútua e as impressões geradas no contato presencial entre agentes do mercado e gerência aconteçam em diversos momentos, anteriores e posteriores às reuniões públicas, dificultando a identificação de seus impactos nos preços das ações.

Em suma, os resultados do presente estudo sugerem que as reuniões Apimec têm baixo impacto informacional. Esse achado indica que as reuniões públicas podem funcionar como local de diálogo entre a empresa e o mercado de capitais, mas não trazem informações verdadeiramente novas ao mercado.

Cabe destacar aqui as limitações desta pesquisa. Durante a análise, não foram diferenciados os retornos anormais positivos dos negativos. Pode ocorrer de, apesar de as reuniões ocasionarem um impacto informacional relevante, este não ser necessariamente positivo para todos os eventos, podendo também ser negativo, diminuindo o preço das ações. Dessa forma, retornos anormais negativos e positivos podem se anular, gerando pequenos retornos anormais médios, como os encontrados neste estudo.

Como sugestão para as futuras pesquisas, coloca-se a investigação dos efeitos das reuniões Apimec não apenas sobre os retornos das ações das empresas, mas também sobre o volume negociado dos ativos. A maior visibilidade proporcionada por esses eventos pode ter impactos significativos na liquidez dos papéis das companhias, um indicativo importante do crescimento do interesse dos investidores pelas ações das empresas. Outro estudo interessante seria dos impactos de longo prazo das reuniões, verificando se as empresas que realizam reuniões sistematicamente sofrem mudanças na cobertura de analistas ou em sua carteira de investidores.

THE INFORMATIONAL IMPACT OF MANAGEMENT PRESENTATIONS AT PUBLIC MEETINGS: AN EVENT STUDY ON THE APIMEC MEETINGS

ABSTRACT

This study measured the impact on the company's stock price caused by management presentations at public meetings organized by the Association of Investment Analysts and Professionals of the Capital Markets (Apimec). Using the methodology of event study, we analyzed the abnormal stocks' return of 160 companies, which conducted 739 meetings between 2005 and 2009. The results suggest that, on average, the information generated at these events led to small abnormal returns during the period of analysis. This finding could be due to both the low impact of these informational events and the possible difficulty of meeting participants to perceive this information as relevant. The main contribution of this research is to demonstrate that the Apimec meetings are events where the company's relations with investors and analysts can be initiated and strengthe-

ned, but where no new information is presented. This finding demonstrates that companies are conducting meetings in line with the recommendations of Brazilian regulatory agencies, which indicate that during public meetings should be commented only information previously disclosed. Other means of disseminating information, such as material facts, press releases, conference calls, among others, can be so wide and efficient in distributing information simultaneously to market players, that all is left for meetings is really the role of making possible greater knowledge and understanding of the company by the market and of the market by the company. This process of building mutual understanding can bring value in the relationships of companies with investors in the long term, but not lead, on average, to short-term informational impacts.

KEYWORDS

Public meetings; Apimec; Investor relations; Event study; Information asymmetry.

EL IMPACTO INFORMACIONAL DE LAS PRESENTACIONES GERENCIALES EN REUNIONES PÚBLICAS: UN ESTUDIO DE EVENTO ACERCA DE REUNIONES APIMEC

RESUMEN

Este estudio mide el impacto informativo, según los rendimientos anormales de los precios de las acciones de empresas brasileñas que cotizan en bolsa, causados por las presentaciones gerenciales en reuniones públicas organizadas por la Asociación de Profesionales y Analistas de Inversión del Mercado de Capitales (Apimec). Utilizando la metodología de estudio de evento, se analizaron los rendimientos anormales de 160 empresas que realizaron 739 reuniones entre 2005 y 2009. Los resultados sugieren que, en promedio, la información generada en estos hechos llevó a pequeños rendimientos anormales durante el período. Este hallazgo puede ser debido tanto a la escasa repercusión de la información en estos eventos como a una posible dificultad de los participantes de la reunión de percibir esta información como relevante. La principal contribución de este trabajo es demostrar que las reuniones Apimec son un momento donde las relaciones de la empresa con los inversores y analistas pueden ser iniciadas y fortalecidas, pero donde no se presenta información nueva. Este hallazgo demuestra

que el desarrollo de las reuniones de las empresas está en línea con las recomendaciones de los organismos reguladores brasileños, que indican que en las reuniones públicas deben ser comentada solamente información previamente divulgada. Otros medios de difusión de información, como datos, comunicaciones de mercado, teleconferencias, entre otros, pueden ser tan amplios y eficientes en la distribución de información simultáneamente a muchos actores del mercado, que resta a las reuniones realmente el papel de tornar posible el mayor conocimiento y comprensión de la empresa por el mercado y del mercado por la empresa. Este entendimiento mutuo puede aportar valor en las relaciones de las empresas con los inversores a largo plazo, pero no lleva, en promedio, a efectos informativos de corto plazo.

PALABRAS CLAVE

Reuniones públicas; Apimec; Relaciones con los inversores; Estudio de evento; Asimetría de información.

REFERÊNCIAS

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

ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS. Apimec *site* institucional. Disponível em: <<http://www.Apimec.com.br>>. Acesso em: 25 maio 2009.

BARKER, R. G. The market for information: evidence from finance directors, analysts and fund managers. *Accounting and Business Research*, n. 29, p. 3-20, 1998.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Ibovespa. Mercado – índices. São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Pdf/Indices/IBovespa.pdf>>. Acesso em: 30 jun. 2009.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. *Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa da Bovespa para os Níveis 1 e 2 e para o Novo Mercado Mercado – Ações – Empresas – Governança Corporativa*. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/governanca-corporativa/governanca-corporativa.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 30 fev. 2010.

BROWN, S.; FINN, M.; HILLEGEIST, S. Disclosure quality and the probability of informed. *Working Paper*, Emory University and Northwestern University, 2001.

BROWN, S.; HILLEGEIST, S. How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of Accounting Studies*, v. 12, p. 443-477, 2007.

BROWN, S.; WARNER, J. Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, v. 8, n. 3, p. 205-258, Sept. 1980.

- BROWN, S.; WARNER, J. Using daily Stock returns: the case of event studies. *Journal of Financial Economics*, v. 14, n. 4, p. 3-31, Mar. 1985.
- BUSHEE, B.; JUNG, M.; MILLER, G. Capital market consequences of conference presentations. *Working paper*, The Wharton School, University of Pennsylvania, 2009. Disponível em: <<http://accounting.wharton.upenn.edu/faculty/bushee/bjm1008.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2009.
- BUSHEE, B.; JUNG, M.; MILLER, G. Conference presentations and the disclosure milieu. *Working paper*, The Wharton School, University of Pennsylvania, 2010. Disponível em: <<http://accounting.wharton.upenn.edu/documents/research/Bjmo810.pdf>>. Acesso em: 10 dez. 2010.
- BUSHEE, B.; MILLER, G. Investor relations, firm visibility, and investor following. *Working paper*, The Wharton School, University of Pennsylvania, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=643223>>. Acesso em: 25 ago. 2009.
- COMITÊ DE ORIENTAÇÃO PARA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO. Pronunciamento de orientação n° 02: Apresentações Públicas Periódicas. Disponível em: <<http://www.codim.org.br/CODIM.asp?pg=elaborados.htm>>. Acesso em: 27 jun. 2011.
- COMERLATO, G. M. B.; TERRA, P. S. Divulgação seletiva de informações e as apresentações das companhias abertas brasileiras para os analistas do mercado de capitais. *ConTexto*, Porto Alegre, v. 8, n. 13, p. X-X, 2008. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/Contexto/article/view/11098>>. Acesso em: 19 mar. 2013.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM n° 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 27 jun. 2011.
- CRAVEN, B. M.; MARSTON, C. L. Investor relations and corporate governance in large UK companies. *Scholarly Research and Theory Papers*, v. 5, n. 3, p. 137-149, July 1997.
- DEMOS, N.; MARSTON, C. Firm visibility via group presentations. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, v. 2, n. 1, p. 63-94, 2010.
- ELESWARAPU, V. R.; THOMPSON, R.; VENKATARAMAN, K. The impact of regulation fair disclosure: trading costs and information asymmetry. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 39, n. 2, 2004.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- GIDDENS, A. *The constitution of society*. Cambridge: Polity Press, 1984.
- HEALY, P.; HUTTON, A.; PALEPU, K. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosures. *Contemporary Accounting Research*, v. 16, p. 485-520, 1999.
- HEALY, P.; PALEPU, K. A review of the voluntary disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 405-440, 2001.
- HEFLIN, F.; SHAW, K.; WILD, J. Disclosure policy and market liquidity: impact of depth quotes and order sizes. *Contemporary Accounting Research*, v. 22, p. 829-866, 2005.
- HOFFMANN, R. *Estatística para economistas*. 2. ed. São Paulo: Pioneira, 1991. (Biblioteca Pioneira de Ciências Sociais).
- HOLLAND, J. B.; DORAN, P. Financial institutions, private acquisition of corporate information, and fund management. *The European Journal of Finance*, n. 4, p. 129-155, 1998.
- HONG, H.; HUANG, M. Talking up liquidity: insider trading and investor relations. *AFA 2003 Washington, DC Meetings*, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Coluna Ibri. Disponível em: <<http://ibri.com.br/conheca/index.asp>>. Acesso em: 23 maio 2009.

LEHAVY, R.; SLOAN, R. G. Investor recognition and stock returns. *Review of Accounting Studies*, v. 13, n. 2-3, p. 327-361, Sept. 2007.

MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, Nashville, v. 35, n. 1, p. 13-39, Mar. 1997.

MAHONEY, W. F. *Manual do RI: princípios e melhores práticas de relações com investidores*. Rio de Janeiro: IMF, 2007.

MARSTON, C. Firm characteristics and analyst following in the UK. *The British Accounting Review*, n. 29, p. 335-347, 1997.

MAYNES, E.; RUMSEY, J. Conducting event studies with thinly traded stocks. *Journal of Banking and Finance*, v. 17, p. 145-157, 1993.

MERTON, R. C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, v. 42, n. 3, p. 483-510, 1987.

NONAKA, I.; TAKEUCHI, H. *The knowledge-creating company*. How Japanese companies create the dynamics of innovation. Oxford: Oxford University Press, 1995.

NIYAMA, J. K.; GOMES, A. L. O. Contribuição ao aperfeiçoamento dos procedimentos de evidenciação contábil aplicáveis às demonstrações financeiras de bancos e instituições assemelhadas. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 15., 1996, Brasília. *Anais...* Brasília: CFC, 1996.

SOUZA, P. R. E. B. *Análise do atual estágio de disclosure das companhias abertas no mercado de capitais brasileiro e contribuições para o seu aprimoramento*. 1995. Dissertação (Mestrado em Contabilidade)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 1995.