



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

HILDÁRIO DE CASTRO PATRÍCIO

**ANALISTAS BUY SIDE E OS FATORES ASSOCIADOS A SUA
PARTICIPAÇÃO EM TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS**

**JOÃO PESSOA
2018**

HILDÁRIO DE CASTRO PATRÍCIO

ANALISTAS BUY SIDE E OS FATORES ASSOCIADOS A SUA PARTICIPAÇÃO EM TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado a coordenação do Trabalho de Conclusão de curso (CTCC) do Curso de Ciências Contábeis do Centro de Ciências sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito para elaboração do TCC, a monografia.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Felipe de A. P. Girão

JOÃO PESSOA
2018

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

C355a Castro Patrício, Hildario de.

ANALISTAS BUY SIDE E OS FATORES ASSOCIADOS A SUA PARTICIPAÇÃO EM TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS / Hildario de Castro Patrício. – João Pessoa, 2018.
44f.

Orientador(a): Prof^o Dr. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão.
Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Contábeis) – UFPB/CCSA.

1. mercado financeiro. 2. mercado de capitais. 3. analistas buy-side. 4. analistas sell-side. I. Título.

UFPB/CCSA/BS

CDU:657(043.2)

HILDARIO DE CASTRO PATRICIO

ANALISTAS BUY SIDE E OS FATORES ASSOCIADOS A SUA PARTICIPAÇÃO EM TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS

Esta monografia foi julgada adequada para a obtenção do grau de bacharel em ciências contábeis, e aprovada em sua forma final pela banca Examinadora designada pela coordenação do curso de ciências contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

BANCA EXAMINADORA



Presidente: Professor Dr. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão (Orientador)

Instituição (UFPB)



Membro: Professor Dr. Dimas Barreto de Queiroz (Membro)

Instituição: UFPB



Membro: Professor Dr. Rommel de Santana Freire (Membro)

Instituição UFPB

João Pessoa, ____ de _____ de 20__

Dedico este trabalho a minha amada esposa, Rebeca de Oliveira Patrício, por todo o esforço dedicação e apoio durante a minha graduação.

AGRADECIMENTOS

A Deus por ter me dado força e saúde para enfrentar todos os desafios propostos no decorrer de minha vida.

A esta universidade, seu corpo docente e seus servidores, que propiciaram um caminho de muito aprendizado e amadurecimento.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão, pelo suporte, correção e motivação.

A Liga de Mercado Financeiro UFPB, por todo o compartilhamento de estudos e enriquecimento teórico a respeito de temas ligados diretamente ao mercado financeiro.

A minha amada esposa, pelo incentivo e apoio incondicional.

E a todos que direta ou indiretamente foram auxílio na exaustiva caminhada de minha formação acadêmica.

“Regra nº1: Nunca perca dinheiro. Regra nº 2: Nunca esqueça a regra nº1.”

Warren Buffet

RESUMO

Através do estudo e identificação dos analistas buy side como profissionais do mercado financeiro, que possuem a responsabilidade de fornecer relatórios e consultorias exclusivas para investidores institucionais, traçamos como objetivo desta pesquisa a evidencia dos principais fatores relacionados à participação de analistas buy side em teleconferências de resultados. Para o desenvolvimento deste trabalho, foram observadas as teleconferências de resultados das empresas que estão na B3 e que participam do índice IBRX100 mediante uma amostra de 70 ativos nas teleconferências do 1º, 2º e 3º trimestres do ano de 2017. Para testar a hipótese da influência dos analistas buy-side sobre o preço dos ativos, foi executada uma regressão logit com três níveis de variáveis dependentes. A previsão desta hipótese diz que os analistas buy side são mais propensos a participar de uma chamada de teleconferência quando o ambiente de informação da empresa é caracterizado pela baixa cobertura de analistas sell-side. A partir da compreensão do objetivo estudado, foi verificado que os analistas buy-side desenvolvem suas atividades conforme a necessidade de seu contratante e foram identificados que os principais fatores relacionados à participação de analistas buy-side em teleconferências de resultados são distribuídos e relacionados ao grau de participação dos analistas sell-side, ao valor de mercado, ao lucro líquido reportado trimestralmente bem como suas variações de valores, a quantidade de ações que a empresa possui, ao número de negociações presentes no mercado, e aos retornos das ações antes e depois das teleconferências de resultado.

Palavras-Chave: Mercado Financeiro; Analistas buy-side; Analistas sell-side; Mercado de Capitais.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1: Definição das Variáveis	26
Quadro 2: Carteira teórica de ativos da IBrX100	38
Quadro 3 Empresas eliminadas da análise por duplicidade	41
Quadro 4: Recomendação de Analistas – Empresas Escolhidas no teste amostral.....	42
Tabela 1: Estatística Descritiva	28
Tabela 2: Nível de significância do coeficiente de correlação.....	29
Tabela 3: Análise da Regressão.....	30
Tabela 4: Interação entre as Variáveis	30
Tabela 5:Regressão Logit	31
Tabela 7: Efeito Marginal das Variáveis	32
Tabela 8: Razão de Chances	33

LISTA DE ABREVIACOES

ABS	Analista Buy-Side
QSell Side	Analista Sell-Side
B3	Bolsa, Brasil, Balcão
BDR	Brazilian Depositay Receipt
CODIM	Comitê de Orientaco para Divulgao de Informaces ao
Mercado	
CVM	Comissão de Valores Mobiliários

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	9
1.1	Problema de Pesquisa.....	12
1.2	Objetivo da Pesquisa.....	12
1.3	Justificativa	13
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	15
2.1	Elucidações sobre o mercado de capitais e a bolsa de valores	15
2.2	Negociação de títulos: uma pratica realiza por investidores individuais e institucionais	18
2.3	A relevância dos analistas sell-side e buy-side na negociação de títulos...	18
2.4	Desenvolvimento de Hipótese	21
2.5	Hipótese.....	21
3	METODOLOGIA.....	23
3.1	Coleta de dados e amostra	23
3.2	Procedimentos Metodológicos	24
4	ANÁLISE DOS DADOS.....	27
4.1	Estatística Descritiva	27
4.2	Regressão.....	29
5	CONCLUSÃO.....	34
	REFERÊNCIAS.....	36
	APÊNDICE A – CARTEIRA TEÓRICA DE ATIVOS DA IBRX100.....	38
	APÊNDICE B – CLASSES DE AÇÕES ELIMINADAS DA ANÁLISE POR DUPLICIDADE.....	41

APÊNDICE C - RECOMENDAÇÃO DE ANALISTAS – EMPRESAS ESCOLHIDAS NO TESTE AMOSTRAL	42
---	-----------

1. INTRODUÇÃO

Com a necessidade de fornecer informações patrimoniais e financeiras para os usuários internos e externos, bem como apresentar fatores que afetam a percepção do mercado de capitais, como por exemplo: divulgação de resultados, aquisições, incorporações, fusões, reestruturações administrativas, perdas, ganhos não esperados e etc., o novo guia de relações com investidores da bolsa diz que as entidades utilizam meios de divulgação através de diversos demonstrativos contábeis e financeiros que informam seu desempenho em determinado período.

Com as demonstrações contábeis e financeiras divulgadas, torna-se possível para a sociedade a obtenção de informações acuradas que viabilizem a avaliação dos resultados das empresas, podendo, esses dados repercutirem nas decisões dos que os acessam.

A divulgação das demonstrações contábeis e financeiras possibilita aos usuários destas informações como clientes, fornecedores, empregados, governo, analistas, o reconhecimento das mesmas como uma fonte para obter conhecimento adequado e atualizado do atual estágio e momento de um determinado empreendimento econômico, tanto em termos de situação patrimonial e financeira, como de resultados e aplicações dos recursos disponíveis de um determinado período da empresa.

Destarte, diante de um cenário onde a divulgação de resultados tempestivos está intrinsecamente relacionada ao desempenho das ações de determinada empresa no mercado de capitais por meio da teleconferência de resultados, pode-se identificar uma valorosa ferramenta de divulgação destas informações, de modo a evidenciar a interpretação dos resultados divulgados, bem como, a apresentação de fatos relevantes em reuniões públicas com investidores e demais profissionais que farão uso da informação disponibilizada.

Segundo o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado – CODIM (2018), a teleconferência é um meio de comunicação eficiente e deve ser utilizado para dar acesso e gerar interatividade de maneira ampla e irrestrita, entre os administradores e os públicos estratégicos da companhia.

Por meio desse instrumento, é possível divulgar informações e esclarecimentos da empresa, privilegiando a tempestividade, a equidade e a transparência.

De acordo com o guia de relação com investidores, divulgado pela Bolsa, Brasil, Balcão (B3), para que a reunião seja produtiva a todos os interessados, a teleconferência sobre a divulgação de resultados deve ser realizada em até três dias úteis após a disponibilização das demonstrações contábeis aos órgãos reguladores.

A divulgação de um fato relevante deve sempre preceder a teleconferência. Com isso, possibilita aos usuários a identificação e inferência da informação a qual posteriormente será divulgada em teleconferência.

Uma teleconferência de resultados é dividida em duas partes, a saber: a primeira parte é a destinada para apresentação inicial de resultados e indicadores, já a segunda parte é a sessão de perguntas e respostas.

É importante salientar que todos os questionamentos feitos à entidade responsável pela apresentação da teleconferência precisam ser respondidos. A distribuição de tempo deverá ser suficiente para garantir o esclarecimento de todas as dúvidas dos participantes da apresentação.

Dentro do universo da divulgação dos dados contábeis e financeiros fornecidos pelas sociedades anônimas a fim de evidenciar seus resultados, encontram-se os usuários que fazem uso desses, os quais podem ser: Investidores pessoas físicas, investidores institucionais, acadêmicos, bem como demais profissionais ou entidades. O sujeito ou entidade fará uso da informação a fim analisar e pesquisar possíveis oportunidades de investimentos.

O aperfeiçoamento de pesquisas que tratam das análises nos segmentos do mercado financeiro no Brasil, especificamente, o que condiz a análise de resultados divulgados pelas empresas, é evidenciado bem como relacionado ao desempenho evolutivo da importância das atividades dos analistas.

As recomendações dos analistas podem ser identificadas por agentes do mercado (investidores, gestores de fundos de investimentos, entre outros profissionais do mercado financeiro) como fontes que auxiliam nas decisões de investimentos.

A autoridade e influência associada aos analistas refletem na identificação dos mesmos como notáveis propagadores das informações mercadológicas.

Martinez (2004) afirma que os analistas exercem um papel de grande relevância na consolidação das expectativas do mercado.

Sendo assim, o ato de verificação no tocante as expectativas destes agentes são fatores que reverberam na determinação do direcionamento do preço das ações.

Compreendendo a autoridade associada aos analistas na esfera mercadológica, destacamos os analistas buy-side e sell-side. Os mesmos podem ser identificados nas divulgações de informações relevantes e apresentação de resultados por teleconferência de entidades. No escopo dos questionamentos, apresentam-se visando obter melhores entendimentos sobre as dados financeiras divulgadas.

Sobre os analistas sell-side, Ladeira e Moreno (2013) elucidam que são profissionais que fornecem ou vendem relatórios sobre a situação atual da empresa. A partir de divulgações da entidade, eles fazem projeções de preço-justo de um papel ou ação e comparam com a cotação atual, produzindo recomendações de compra, venda ou manutenção de posição.

Os analistas sell-side consolidam seus conselhos através do engajamento e proximidade com realidade contábil e financeira das entidades. Suas inferências refletem em analistas Buy-Side e gestores de carteira, pois, estes reconhecem nos analistas sell-side uma fonte segura e eminente, sendo capazes de influenciar no investimento, compra ou venda de seus clientes.

Divergindo dos analistas sell-side, os quais possuem um amplo campo de possibilidades de análise de ativos no mercado, os buy-side centralizam as competências de suas pesquisas e consultorias, direcionando e especificando suas análises.

Segundo Kerr (2014), os analistas buy-side fornecem ao fundo de investimento em que trabalham consultoria exclusiva. Estes analistas concentram-se em determinado estilo de investimento específico, como ações de valor ou de crescimento.

A identificação dos analistas buy-side e a compreensão do seu impacto em entidades e mercado financeiro resulta o interesse em analisar através de teleconferência de resultados os analistas buy-side que participaram destas teleconferências.

O intuito deste trabalho é o de examinar os principais fatores relacionados à participação de analistas buy-side em teleconferências de resultados e verificar as atribuições de sua função quanto a sua relação com o grau de participação dos analistas sell-side nas teleconferências de resultados, o valor de mercado reportado pela empresa hospedeira, o lucro líquido reportado trimestralmente bem como suas variações de valores, a quantidade de ações que a empresa possui, o número de negociações presentes no mercado, e os retornos das ações antes e depois das teleconferências de resultado.

Diante dos fatos expostos, no que condiz a necessidade de divulgação das informações contábeis e financeiras por parte da empresa de capital aberto, e a verificação e questionamento dessas informações pelos analistas buy side, delineamos a questão problema da pesquisa, a qual está definida no próximo subcapítulo.

1.1 Problema de Pesquisa

Compreendendo que os analistas buy-side desenvolvem suas atividades conforme a necessidade de seu contratante, e que há pouca observação quanto ao estudo do desempenho de suas atividades, pretendemos compreender o seguinte questionamento:

Quais os principais fatores relacionados à participação de analistas buy-side em teleconferências de resultados?

1.2 Objetivo da Pesquisa

Os objetivos geral e específicos foram balizares para o desenvolvimento desta pesquisa, sendo assim, as seções seguintes expõe os mesmos.

1.2.1 Objetivo Geral

Evidenciar os principais fatores relacionados à participação de analistas buy side em teleconferências de resultados.

1.2.2 Objetivo Específico

- Examinar as atuações que os analistas buy-side desempenham no mercado de capitais.
- Compreender como os analistas buy-side que acompanham as empresas brasileiras no mercado de capitais, atuam em teleconferência de resultados.

1.3 Justificativa

A posição econômico-financeira de uma entidade (em determinado período cronológico) é evidenciada através da divulgação de suas demonstrações financeiras.

Após a publicação desses dados financeiros, as empresas realizam conferências de resultados destinadas a compartilhar com investidores e analistas de mercado, sua posição e perspectivas para novos cenários.

Neste universo, destacamos a atuação de analistas sell-side e buy-side. Estes analistas através de suas laborações buscam nestas apresentações informações visando melhorar a qualidade de suas análises e alinhar os resultados apresentados com suas expectativas.

Os analistas sell-side podem ser reconhecidos como intermediadores entre o investidor e o investimento, porém, as análises e projeções não são traçadas conforme as necessidades ou perfil de um único gestor de fundo, os que possuem essa característica são os analistas buy-side.

As instituições de investimento geralmente empregam uma equipe de analistas buy-side para analisar dados das empresas, mediante as pesquisas, os analistas fazem recomendações de compra e/ou venda de ações para os gerentes de portfólio da entidade na qual trabalham.

Analistas buy-side, atuam cobrindo determinado setor ou conjunto de setores que se relacionam e mantêm contato com os departamentos de Relações com Investidores de empresas que estejam dentro de seus interesses para o seu fundo de investimento.

As responsabilidades diárias do analista buy-side incluem analisar demonstrações financeiras e divulgações da empresa, reunir-se com executivos da

empresa e se comunicar com suas contrapartes do lado da venda para complementar suas próprias pesquisas.

Destarte, compreendendo as atribuições de um analista buy-side, pretendemos em nossa pesquisa evidenciar esses analistas que participaram das conferências de resultados e examinaremos os fatores associados a sua participação. Para isso, serão utilizadas as conferências de resultados retirados de uma amostra de empresas listadas no B3 pelo índice IBrX100.

A relevância deste trabalho na perspectiva social está relacionada ao impacto da atuação dos analistas buy-side no mercado de valores. Suas pesquisas e interpretações auxiliam no direcionamento das tomadas de decisão das entidades. Ao compreender estes profissionais, estamos auxiliando o meio acadêmico a entender as atuações dos analistas buy-side e os seus interesses balizares em teleconferências de resultados.

Além de promovermos o estreitamento da realidade empírica dos analistas buy-side com o âmbito acadêmico. Estamos contribuindo para as discussões científicas que concernem à contabilidade, finanças, bolsa de valores e analistas buy-side.

A pesquisa fornece o estudo dentro de um universo pouco observável que é a verificação e evidenciação de fatores que influenciam a participação de analistas buy-side em teleconferências de resultado.

Negar a importância dos analistas buy-side é se distanciar dos avanços científicos que reverberam no mercado de capitais. Estes sujeitos estão intrínsecos a este campo, avaliar seu desempenho e atuação auxilia na compreensão dos constructos existentes tanto nas tomadas de decisão de gestores de fundos, como, mesmo que indiretamente, das próprias entidades que realizam as conferências de resultados.

Sendo assim, compreendendo a importância dos analistas buy-side, no próximo tópico, apresentaremos a revisão da literatura a qual embasa a presente pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O presente capítulo contempla uma revisão da literatura a qual está correlacionada com os objetivos traçados. Desta maneira, estão apresentadas as seguintes seções embasam teoricamente esta pesquisa.

2.1 Elucidações sobre o mercado de capitais e a bolsa de valores

De acordo com Assaf Neto (2011), o mercado de capitais é reconhecido como um dos mais relevantes agentes no processo de desenvolvimento econômico.

É este mercado, o grande fornecedor de recursos permanentes para economia, ele promove a fluidez aos títulos emitidos pelas entidades de capital aberto favorecendo sua capitalização.

Segundo Farias Neto (2016), compreende-se por mercado de capitais, o segmento do mercado financeiro onde se configura a demanda e oferta de títulos de participação societária das entidades. Sendo assim, esse mercado viabiliza a atuação econômica de sujeitos externos nas entidades de capital aberto.

Essa interação econômica promove a capitalização e favorece o fluxo dos títulos de emissão.

Isto posto, Pinheiro (2005) pontua algumas características fundamentais do mercado de capitais, dessas, destacam-se os seguintes tópicos:

- É um mercado público onde se registram negociações de títulos e valores
- As transações estão juridicamente e economicamente asseguradas devido à regulamentação existente que garante as operações.

As interações e operações financeiras ocorridas no mercado de capitais e conseqüentemente na bolsa de valores são desdobradas de maneira que assegure ao investidor o conhecimento e acesso sobre a entidade investida.

A compreensão desse mercado nos influencia a desdobrar sobre a definição de bolsa de valores, pois as duas são correlacionadas. Pinheiro (2012) elucida que bolsa de valores são instituições econômicas que objetivam a negociação pública

mercantil de títulos e valores mobiliários. Caracterizando assim, como sendo o local onde se compram e vendem ações¹.

Inserido no mercado de capitais brasileiro, Bolsa de valores é unicamente representada pela Brasil, Bolsa, Balcão - B3 e regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários. As diversas ramificações do mercado financeiro, tais como, ações, mercadorias e futuros, câmbio, entre outros, permitem a interação entre empresas e investidores de acordo com a necessidade e interesse de cada um.

As premissas que amparam entidades e investidores inseridos no mercado de capitais brasileiro e conseqüentemente na bolsa de valores são definidas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2014), a qual afirma a importância do sistema de divulgação e disseminação de informações pelos emissores de valores mobiliários.

Há obrigações legais que exigem a divulgação de balanços, balancetes e diversos demonstrativos contábeis das empresas que possuem capital aberto.

A Comissão de Valores Mobiliários (2014) explica que, através da publicação dos dados das empresas é propiciado aos investidores, o poder de tomada de decisão de compra, venda ou manutenção de posições a partir dos dados divulgados de maneira integral, fidedigna e simultânea para todos.

Complementando a divulgação desses demonstrativos, devem-se publicar todas as notas explicativas do relatório da diretoria, parecer de auditores independentes e do conselho fiscal. Toda esta gama de documentos deve ser divulgada ao público amplamente e com periodicidade estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários.

O conteúdo dos documentos devem abranger todos os atos e fatos importantes que ocorreram no decorrer do período, expondo a real situação econômica e financeira da empresa.

Estabelecido no âmbito da obrigatoriedade de divulgação das informações financeiras e contábeis, encontram-se as informações trimestrais e as demonstrações financeiras padronizadas.

¹ Reconhecendo a ambiguidade interpretativa que a palavra “ação” fornece como também, a relevância que a mesma possui para o presente estudo, esclarecemos o seu significado para esse estudo através da definição de Pinheiro (2005), o mesmo explica que ação consiste na menor parcela do capital social de uma sociedade anônima por ações de maneira que possam representar valores atribuídos aos acionistas.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (2014), as informações trimestrais disponibilizadas são referentes aos três meses do exercício social anteriores a demonstração divulgada. Estas demonstrações devem ser apresentadas em até quarenta e cinco dias após o término de cada trimestre.

No ambiente que contiver a divulgação trimestral devem-se apresentar também as projeções empresariais, viabilizando o acompanhamento sistemático dos investidores ou propensos investidores.

O conjunto de estudos que agregam as informações divulgadas pelas sociedades anônimas de capital aberto listados na bolsa de valores no Brasil, resultará um índice de negociação da bolsa de valores.

Fortuna (2011), afirma que o objetivo de um índice de preços de um ativo ou de um conjunto de ativos ou produtos é, de modo geral, indicar o histórico de comportamento destes preços, dentro do intervalo de tempo em que eles estejam sendo observados.

Entre os índices que constituem a bolsa de valores no Brasil, destacamos os ativos que compõem o índice IBrX100.

O IBrX 100 é o resultado de uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com os critérios estabelecidos nesta metodologia. [...] O objetivo do IBrX 100 é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro (BM&FBOVESPA, 2018) .

Nas 100 principais entidades presente na bolsa de valores, são realizadas movimentações de compras e vendas de ações por investidores e instituições financeiras, essas movimentações refletem na análise de desempenho gerado pelo índice IBrX.

Os índices de negociação, como por exemplo o IBrX100, auxiliam os investidores a identificarem o desempenho financeiro de uma entidade. Essa assimilação mediante aos índices poderá influenciar na negociação e liquidez dos títulos.

2.2 Negociação de títulos: uma prática realizada por investidores individuais e institucionais

O mercado de capitais, dentre outras atividades, viabiliza a negociação de títulos de sociedades anônimas através da bolsa de valores. Nesta atuação estão inseridos os investidores individuais e os investidores institucionais.

Pinheiro (2005) considera que investidores individuais são pessoas físicas ou jurídicas que possuem participação direta no mercado de capitais. Quer seja comprando ou vendendo ações, assumindo assim o risco de maneira individual.

Já os investidores institucionais, o autor (PINHEIRO, 2005) explica que são as pessoas jurídicas que movimentam recursos financeiros no mercado de capitais de maneira ampla.

A divergência entre investidor individual e institucional está na atuação dos mesmos no mercado de capitais. Enquanto o primeiro movimenta seus investimentos individualmente, sem conter relação com outra pessoa (física ou jurídica). O segundo atua de maneira coletiva, como por exemplo, em clubes de investimento, sociedade de capitalização e entidade de previdência privada.

De acordo com Cavalcante (1998 *apud* PINHEIRO, 2005, p.137), “Os investidores institucionais devem ser considerados os participantes mais importantes do mercado de dinheiro, em face das suas imensas massas de manobras que são recursos captados de seu público em geral”.

O impacto gerado nas movimentações dos investidores institucionais os coloca em destaque, por mobilizarem valor expressivo no mercado de ações, são evidenciados dos investidores individuais.

2.3A relevância dos analistas sell-side e buy-side na negociação de títulos

Correlacionados aos investidores (individuais ou institucionais), os analistas são identificados como contribuintes nas tomadas de decisões desses sujeitos. Pois, como esclarecem os autores Ludícibus e Lopes (2002), os analistas de mercado atuam como intermediários financeiros que reduzem a assimetria de informação entre os investidores e as empresas.

Destarte, mediante esses profissionais ocorre o estreitamento dos dados das entidades de capital aberto com os investidores ou possíveis investidores.

Martinez (2004), afirma que os analistas são vistos como profissionais que avaliam a performance e as perspectivas futuras de firmas de capital aberto com cotação em bolsa de valores.

Como apresentado inicialmente, mediante a obrigatoriedade de divulgação dos dados financeiros das empresas de capital aberto, os analistas embasam suas impressões sobre essas entidades.

Lang, Lins e Miller (2003) discorrem sobre a existência de certo consenso no âmbito da literatura acadêmica de que, a quantidade de precisão na qualidade das projeções dos analistas de mercado, é proporcional a assertividade em relação ao valor das empresas averiguadas.

Sendo assim, é reconhecido que a precisão dos prognósticos traçados pelos analistas no processo analítico contribui de maneira significativa para o valor da empresa. Por este motivo, para o mercado de capitais, o comportamento atuante das previsões dos analistas é considerado como uma relevante área para pesquisas.

Inseridos no contexto de análise e disseminação da informação das entidades, destacam-se os analistas sell-side e os analistas buy-side, os mesmos atuam como elo entre as empresas que divulgam a informação e os usuários que as acessam e tomam decisões a partir dos dados divulgados.

As atribuições do analista sell-side estão relacionadas a projeção de informações consolidadas objetivando ótimos resultados e recomendando compra, venda ou continuação em investimento de ativos do mercado financeiro. Para tanto, utilizam as informações dispostas pelas entidades de capital aberto, sejam elas de modo formalizado ou não.

Os analistas sell-side avaliam empresas sem o interesse focal na demanda de uma instituição, suas análises são traçadas de maneira ampla. Contrapondo a esses, os analistas buy-side desdobram suas pesquisas conforme a necessidade da instituição para qual trabalha. Os analistas buy-side são, na maioria das vezes, empregados de grandes investidores institucionais (MARTINEZ, 2004).

Segundo Galdi (2008), os analistas buy-side trabalham internamente nos fundos mútuos, fundos de pensão, fundos hedge ou outras instituições, mas não emitem relatórios destinados ao público em geral.

A partir da participação dos analistas buy-side nas conferências de resultado, é evidenciado o efeito e comportamento desta participação nas empresas ligadas ao mercado financeiro no pós-conferência.

Knox; Kenny (2003) e Brown *et al* (2016) explicam que os analistas buy-side são tipicamente privados em suas atividades de pesquisa. Talvez a maior diferença entre os analistas buy-side e sell-side é que os primeiros são diretamente responsabilizados por suas ações, uma vez que sua remuneração e segurança no trabalho dependem da rentabilidade de suas pesquisas.

Esse fato sugere a validade e prudência das análises traçadas pelos analistas buy-side, tendo em vista que as atividades de pesquisa que esses analistas conduzem antes de recomendarem a um gerente de portfólio a compra ou venda uma ação específica sejam de extrema importância para a sua permanência na instituição enquanto profissional.

Jung, Whong e Zhang (2017) comentam que a participação dos analistas buy-side nas teleconferências volta-se para duas finalidades principais: (1) Tentam obter ou esclarecer informações. (2) Empenham-se em influenciar o preço das ações.

Isto posto, a presente pesquisa pretende corroborar nos constructos teóricos sobre os analistas buy-side, evidenciando os principais fatores relacionados à sua participação em teleconferências de resultados.

Groysberg, Healy e Chapman (2008), discorrem sobre as diferenças e semelhanças entre analistas buy-side e sell-side, informado que ambos estudam empresas para fazer recomendações sobre se deve comprar, vender ou manter valores mobiliários. Porém divergem fundamentalmente de diversas maneiras no sentido de escala, alcance de sua cobertura, as fontes de informação utilizadas, a divulgação privada versus pública dos relatórios, seus públicos-alvo e os desempenhos e compensações.

Visando entender a participação evidenciada dos analistas buy-side em teleconferências de resultado, no próximo tópico desdobraremos a hipótese a qual averiguaremos sua validade mediante a aplicação da pesquisa.

2.4 Desenvolvimento de Hipótese

Conforme apresentado na fundamentação teórica, identificamos a teleconferência como um importante meio de divulgação dos dados financeiros das empresas de capital aberto e uma fonte de informação viável para analistas e demais profissionais do mercado financeiro.

Dentre os analistas que participam de teleconferências, destacamos os analistas buy-side, haja vista a relevância dos mesmos para esta pesquisa.

Sobre estes sujeitos, Brown et al. (2016) afirmam mediante os dados de pesquisa realizada e acompanhamento de entrevistas, que alguns analistas buy-side evitam ou são cautelosos em efetuar perguntas nas chamadas de conferências de resultados. Os dados transcritos pelos autores evidenciam condicionantes para participação dos analistas buy-side, são elas:

1. Quando o ambiente de informação de uma empresa é pobre, tipicamente caracterizado por pouco ou nenhuma cobertura por analistas de sell-side, é esperado que mais analistas de buy-side participem de uma chamada para obter / esclarecer informações ou tentar influenciar a ação nestas condições.

2. Quando existe um alto nível de cobertura por analistas sell-side, os analistas do buy-side tendem a confiar em suas contrapartes e reduzir sua participação.

3. 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.

Com base nestes três condicionantes apresentados, os quais são resultados da observação da participação dos analistas buy-side em teleconferências de resultados, obtém-se a hipótese a qual será apresentada no seguinte subcapítulo.

2.5 Hipótese

A hipótese desta pesquisa inicia-se mediante a afirmação de Jung (2017), o qual conclui que os analistas buy-side têm maior probabilidade de participar de teleconferência de resultados de uma empresa quando o ambiente informacional da instituição é ruim (caracterizado pela baixa participação de analistas sell-side).

Destarte, Rebello; Wei (2014) e Frei; Herbst (2014) relatam que há evidências em pesquisas anteriores que mostram que as recomendações do analista buy-side influenciam no investimento e decisões comerciais das empresas para as quais trabalham.

Percebe-se com isso que comentários negativos realizados pelos analistas buy-side sobre uma instituição pode ser efetivada com o objetivo de prejudicar o preço das ações, refletindo em seguida nas compras de ativos para cobrir posições curtas, enquanto comentários positivos podem ser destinados a aumentar o preço da ação, resultando posteriormente em vendas para realizar ganhos.

A Hipótese deste estudo é que os Analistas Buy têm maior probabilidade de participar de teleconferência de resultados de uma empresa quando o ambiente informacional da instituição é caracterizado pela baixa participação de analistas sell-side, alinhado aos fatores de valor de mercado reportado pela empresa hospedeira, lucro líquido reportado trimestralmente bem como suas variações de valores, a quantidade de ações que a empresa possui, o número de negociações presentes no mercado, e os retornos das ações antes e depois das teleconferências de resultado.

3 METODOLOGIA

3.1 Coleta de dados e amostra

Para desenvolvimento deste estudo, o qual analisa a participação dos analistas buy-side em reuniões de teleconferência de resultados, foram selecionadas as empresas que estão listadas na B3 e que participam do índice IBrX 100.

Segundo a B3 (2017), O IBrX 100 é o indicador do desempenho médio das cotações dos 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro.

Os critérios que devem ser atendidos para um ativo formar o índice IBrX 100 contemplam alguns parâmetros conforme disposto a seguir.

Não estão incluídos nesse universo BDRs² e ativos de companhias em recuperação judicial ou extrajudicial, regime especial de administração temporária, intervenção ou que sejam negociados em qualquer outra situação especial de listagem.

Dentre os 100 ativos listados no índice IBrX 100, foram escolhidos os que compõem a carteira do índice para o primeiro trimestre de 2018 referenciadas no Apêndice A.

Foram eliminados os ativos em duplicidade. Ou seja, ativos que pertencem à mesma empresa. Por exemplo: “PETR3” e “PETR4”, ambos são ativos da Petrobras em negociação na B3. Optamos selecionar o ativo entre os dois que possui maior grau de participação no índice em questão.

No Apêndice B, estão evidenciadas quais foram as empresas eliminadas da análise.

Após exclusão os quatro ativos com duplicidades identificadas, foram selecionados por cálculo amostral com grau de confiança de 95% e erro de 5% o quantitativo de 70 ativos (já tendo eliminado as duplicidades apresentadas) representativos de empresas listadas no índice IBrX100. O índice é composto por 100 ativos, porém dadas as duplicidades mencionadas acima para dar maior confiabilidade e proteger a amostra as duplicidades foram excluídas restando na amostra 70 ativos representando cada ativo uma empresa.

² É um valor mobiliário emitido no Brasil que representa outro valor mobiliário emitido por companhias abertas, ou assemelhadas com sede no exterior.

3.2 Procedimentos Metodológicos

Jung, Whong e Zhang (2017), afirmam que os analistas buy-side, são mais propensos a participar em teleconferências de resultados de empresas com ambiente de informação pobre, devido à baixa cobertura de analistas em geral bem como o elevado nível de dispersão de perspectivas futuras.

Devido ao mencionado acima, foram selecionados através da base de dados Thomson Reuters, os 70 ativos que possuem o menor número de recomendações de analistas no primeiro semestre de 2017. A evidência dos resultados analisados está informada no Apêndice C, onde na quarta coluna é apresentada a quantidade de recomendações identificadas na empresa analisada.

Examinou-se a participação dos analistas buy-side para verificação da sua importância como uma das atividades realizadas pelos analistas em teleconferências de resultados. Para tanto, foram estudadas as transcrições de 70 ativos nas teleconferências de resultados do 1º, 2º e 3º trimestre do ano de 2017.

Visando a robustez da análise exploratória, foram limitadas as chamadas em teleconferência de resultados para aqueles próximos ao início de um trimestre do calendário para aumentar a probabilidade de que mudanças trimestrais nos preços das ações ocorram após a teleconferência.

Ao longo deste trabalho, refere-se a “participação” como fazer pelo menos uma pergunta durante a teleconferência da empresa, tendo em vista a inconsistência em observar analistas (buy-side ou sell-side) que meramente ouviram durante a chamada ou que queriam fazer uma pergunta, mas não foram selecionados pela administração.

Para testar a hipótese da influencia dos analistas buy-side sobre os valores dos ativos, foi executada uma regressão Logit com três níveis ordinários na variável dependente Numero de ABS. O primeiro nível é o de zero analistas buy-side na teleconferência, o segundo nível é um analista buy-side, e o terceiro nível é de dois ou mais analistas buy-side na chamada (isto é, número de ABS = 0, 1 ou 2+). A equação de regressão é a seguinte:

$$\text{Prob}[\text{Numero de ABS}=0, \text{ or } 1]_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Numero de QSell-Side } i,t + \beta_k \text{Controle de Variáveis}_{i,t} + \text{Efeitos Fixos} + \varepsilon_{i,t}$$

No Modelo Logit são utilizados valores de uma série de variáveis independentes para predizer a ocorrência ou não da variável dependente que no caso deste estudo é uma variável dependente de 3 níveis. O modelo de regressão logit é utilizado para evidenciar a relação da participação de analistas buy-side considerados a variável dependente em relação aos fatores que influenciam sua participação apresentados como as variáveis independentes. Este modelo é apresentado no estudo realizado por Jung (2017), onde nele é feito o estudo dos fatores que influenciam os analistas buy-side no mercado financeiro norte americano. A previsão é que os analistas buy-side são mais propensos a participar de uma chamada de conferência de resultados quando o ambiente de informação da empresa é ruim. Usamos o nível de Cobertura de analista sell side e dispersão de previsão para proxy da informação do ambiente da empresa.

Para cada empresa i no trimestre t , foi medido o nível de cobertura do analista sell-side com a variável Numero de QSell-Side, definida como o número de analistas sell-side que forneceram qualquer tipo de previsão de resultado para a empresa antes da teleconferência de resultados.

Ao que se refere às empresas sem previsões de lucro em um determinado trimestre, foi estabelecido o número de QSell-Side para zero. Mediu-se a dispersão da previsão do analista do sell-side, como o desvio padrão de estimativa de lucro do trimestre atual dos analistas medida ao longo do mesmo período para o numero de QSell-Side.

Foram incluídas inúmeras variáveis para controlar outros fatores que podem estar associados com interesse na empresa em geral e interesse nas chamadas de conferência de resultados em particular, entre eles foram controlados número de negociações totais.

Utilizamos para controle o tamanho da empresa o valor de mercado do patrimônio líquido (tamanho da empresa) e o retorno das ações da empresa durante o período de 90 dias anterior à chamada em conferência (Ret-ant90dias).

Incluímos também, o valor dos retornos futuros de três meses (Ret) para representar possíveis erros de preço nas ações da empresa no momento da teleconferência, já que o mesmo poderia atrair o interesse da compra na empresa.

O quadro 1 traz o mapa de variáveis utilizadas de maneira compilada.

Quadro 1: Definição das Variáveis

VARIÁVEL	SIGLA	SINAL
Nº DE ANALISTAS SELL SIDE	QSell-Side	+
VALOR DE MERCADO	VM	+
LUCRO LÍQUIDO T-1	LL t-1	+
LUCRO LÍQUIDO T0	LL t0	+
QUANTIDADE DE AÇÕES	QA	+
Nº DE NEGOCIAÇÕES	NN	+
RETORNO DAS AÇÕES 90 DIAS ANTES	RETANT90	+
RETORNO DAS AÇÕES 90 DIAS APÓS	RET	+

Fonte: Elaborada pelo autor (2018)

Para o desenvolvimento desta pesquisa, foram traçados métodos os quais viabilizassem a aplicação da mesma. Sendo assim, o próximo capítulo abordará a metodologia utilizada na qual norteou a efetivação do objetivo de estudo.

Foram estudadas cerca de 104 teleconferências de resultados, onde foram identificadas as participações de 567 agentes de mercado com pelo menos um questionamento por teleconferência, sendo entre eles evidenciados a participação de 528 analistas sell-side e 22 analistas buy-side.

Das 104 teleconferências realizadas nos 70 ativos estudados, foram verificados que em 07 ativos não foram encontradas evidências ou identificadas em seu site de relação com investidores, evidências da realização das teleconferências de resultados. Dos trimestres analisados no estudo. 31 empresas das 59 que apresentavam a teleconferência foram observadas por meio de documento de transcrição das reuniões. O restante das empresas foram observadas através de observação do áudio das teleconferências.

O próximo subcapítulo explanará como foi realizada a análise dos dados obtidos.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Na análise dos dados, foram testados os fatores determinantes quanto à participação do analista buy-side nas teleconferências de resultado. É evidenciado com base em estudos anteriores a confirmação de motivos que influenciam a participação de analistas buy-side em teleconferência de resultados.

Dando sustentação a previsão de que os analistas buy-side são mais propensos a participar de uma chamada de conferência de resultados quando o ambiente de informação da empresa é ruim, foram identificadas e confirmadas as participações destes analistas quando a empresa estudada possui baixa cobertura de analistas sell-side.

4.1 Estatística Descritiva

Foram identificadas neste estudo, 104 observações, cada observação representa uma teleconferência analisadas. As 104 observações representam todas as teleconferências dos 70 ativos analisados no primeiro, segundo e terceiro trimestre do ano de 2017. No decorrer das teleconferências foram identificadas 567 participações com pergunta nas teleconferências de resultado feitas por diversos agentes de mercado, entre eles os analistas buy-side e sell-side.

O valor de mercado médio das empresas observadas é de 17,5 bilhões de reais.

Dando sustentação a observância identificada no referencial teórico no que trata da relevância dos analistas sell-side e buy-side na negociação de títulos foram identificados os números médios de analistas sell-side que participaram de teleconferências de resultados na amostra observada que é de 4,84 analistas por empresa, que traz uma representatividade de 95,45% das participações observadas. Já o número médio de analistas buy-side que participaram de teleconferências de resultados na amostra observada é de 1 analista por empresa e representam 3,88% das participações.

Os outros 0,71% de participações são dos outros agentes de mercado como investidores diversos e/ou imprensa.

Diferenças nos valores das variáveis de controle indicam que as empresas com participação no analista do buy-side tendem a ser menores

Esses resultados suportam a Previsão e são consistentes com analistas buy-side que participam de teleconferência de resultados de empresas com menor cobertura e/ou participação de analistas sell side nas teleconferências.

As estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no teste de determinantes são mostradas na tabela 1.

Tabela 1: Estatística Descritiva

Variável	Sigla	Obs	Mean	Std. Dev.	MIN.	MAX.
Nº DE ANALISTAS SELL SIDE	QSell-Side	104	4,8	2,27	0	12
VALOR DE MERCADO	VM	104	17,5	3,53	7,64	1,94
QUANTIDADE DE AÇÕES	QA	104	950,5	2,00	3,05	1,30
Nº DE NEGOCIAÇÕES	NN	104	8,8	9,63	577	67.659
LUCRO LÍQUIDO T-1	LL t-1	104	2,64	9,29	- 3,07	4,91
LUCRO LÍQUIDO T0	LL t0	104	3,33	8,55	- 4,06	4,81
RETORNO DAS AÇÕES 90 DIAS ANTES	RETANT90	104	0,0304	0,21	- 0,81	1,39
RETORNO DAS AÇÕES 90 DIAS APÓS	RET	104	0,0272	0,17	- 0,83	0,51

Fonte: Elaborada pelo Autor (2018)

A Tabela 2 trata da demonstração dos níveis de significância do coeficiente de correção apresentado na estatística descritiva ante suas variáveis independentes.

Tabela 2: Nível de significância do coeficiente de correlação

Sigla	QSell-Side	VM	QA	NN	LL t-1	LL t-0	RETANT90	RET
QSell-Side	1.0000							
VM	0.2010	1.0000						
QA	0.2055	0.9159	1.0000					
NN	0,1893	0.6586	0.7637	1.0000				
LL t-1	0.1285	0.8134	0.7419	0.4571	1.0000			
LL t-0	0.1818	0.8579	0.6757	0.5611	0.6002	1.0000		
RETANT90	0.249	0.1503	0.1542	0.1327	0.1619	0.1032	1.0000	
RET	0.1919	-0.0076	0.0053	-0.0302	0.0706	0.0833	0.0864	1.0000

Fonte: Elaborada pelo Autor (2018)

4.2 Regressão

Foi executada uma regressão Logit ordenada com três níveis ordinários na variável dependente Numero de ABS para testar a hipótese que trata da influencia dos analistas buy-side em sua participação nas teleconferências de resultado.

A função do LR chi2 descrita na tabela 3, é semelhante a do teste convencional e indica que os coeficientes são conjuntamente significativos para explicar a probabilidade da participação do analista buy-side nas teleconferências de resultado da empresas o valor identificado para esta função foi de 5,18.

A interpretação do pseudo r2, nos indica que aproximadamente 5% da variação da variável dependente, pode ser explicada pelas variáveis independentes do modelo.

Existem também algumas medidas úteis para analisar a qualidade do ajustamento do modelo.

Uma dessas medidas pode ser identificada utilizando o comando STAT CLASS no Stata para obtermos algumas estatísticas que auxiliam na análise do ajustamento do modelo como a indicação valores corretamente classificados. Podemos dizer que de modo geral o modelo prevê 78,85% das observações corretamente.

Tabela 3: Análise da Regressão

Nº Obs	104
LR chi2	5,18
Prob > chi2	0,6375
Pseudo R2	0,0495

Fonte: Elaborada pelo Autor (2018)

Para Estimar o modelo de regressão logit, foram necessárias 5 interações log de probabilidade conforme mostrado na tabela 4.

Tabela 4: Interação entre as Variáveis

INTERAÇÃO 0	LOG PROBABILIDADE - 50,317912
INTERAÇÃO 1	LOG PROBABILIDADE - 50,043526
INTERAÇÃO 2	LOG PROBABILIDADE - 49,747997
INTERAÇÃO 3	LOG PROBABILIDADE - 49,725827
INTERAÇÃO 4	LOG PROBABILIDADE - 49,725647
INTERAÇÃO 5	LOG PROBABILIDADE - 49,725647

Fonte: Elaborada pelo Autor (2018)

A relação do z mostrada na tabela 5 representa a chance de participação dos analistas buy-side participarem na teleconferência de resultados em relação às variáveis dependentes apresentadas. Valores menores que 1 indicam menores chances da participação de analistas buy side. Ou seja, para os resultados com z menor que 1, caso aumentem as chances de ocorrência ou valores das variáveis dependentes, haverá redução da participação de analistas buy-side. Neste caso, as chances de haver participação do analista buy-side em teleconferência de resultados

são menores a medida que há evidência da participação de analistas sell-side na teleconferência.

Tabela 5: Regressão Logit

Nº_ABS	COEF.	Std. Err.	Z	P > z	[95% Conf. Intervalo]	
Nº DE ANALISTAS SELL SIDE	-0211671	0,11	-0,18	0,856	-0,25	0,20
VALOR DE MERCADO	-5,21	5,61	-0,09	0,926	-1,1	1,05
QUANTIDADE DE AÇÕES	-1,88	6,74	-0,03	0,978	-1,34	1,30
Nº DE NEGOCIAÇÕES	0,0000272	0,0000423	0,64	0,520	-0,0000558	0,00011
LUCRO LÍQUIDO T-1	3,20	9,53	0,34	0,737	-1,55	2,19
LUCRO LÍQUIDO T0	-1,20	1,40	-0,86	0,389	-3,94	1,53
RETORNO DAS AÇÕES 90 DIAS ANTES	-1,57	1,48	-1,06	0,289	-4,48	1,33
RETORNO DAS AÇÕES 90 DIAS APÓS	0,099	0,660	0,07	0,945	-2,70	2,90

Fonte: Elaborada pelo Autor (2018)

Outra forma de auxílio a interpretação do modelo logit é pela própria probabilidade. Para isso precisamos obter o efeito marginal das variáveis. Podemos encontrar estes resultados evidenciados na Tabela 6. O valor deste efeito das variáveis apresenta a probabilidade de haver participação do analista buy-side no ponto médio. Neste caso a probabilidade de participação do analista-buy side em teleconferências de resultado nesta amostra específica é de aproximadamente 17%. porém se houver participação de analistas sell-side na teleconferência a sua probabilidade cai em média 0,3 pontos percentuais. Em contraponto, se houver aumento no retorno das ações, a probabilidade de participação dos analistas buy-side cresce aproximadamente 1,4 pontos percentuais.

Tabela 6: Efeito Marginal das Variáveis

Efeito Marginal das Variáveis (Interpretando o modelo)				Y= Pr (NºABS) (Predição) = 0,17112			
Variable	Dy/Dx	Std.Err.	Z	P> z	[95% C.I.]		X
Nº DE ANALISTAS SELL SIDE	-0,003	0,016	-0,18	0,857	-0,035	0,029	4,846
VALOR DE MERCADO	-7,40	0,000	-0,09	0,926	-1,6	1,5	1,8
QUANTIDADE DE AÇÕES	-2,67	0,000	-0,03	0,978	-1,9	1,8	9,8
Nº DE NEGOCIAÇÕES	3,86	0,00001	0,64	0,519	-7,9	0,000016	8845,2
LUCRO LÍQUIDO T-1	4,54	0,000	0,34	0,737	-2,2	3,1	2,6
LUCRO LÍQUIDO T0	-1,71	0,000	-0,93	0,352	-5,3	1,9	4,4
RETORNO DAS AÇÕES 90 DIAS ANTES	-0,223	0,213	-1,05	0,294	-0,64	0,193	-0,033
RETORNO DAS AÇÕES 90 DIAS APÓS	0,014	0,202	0,07	0,945	-0,38	0,411	0,023

Fonte: Elaborada pelo Autor (2018)

Foi interpretada também a regressão pela Odds Ratio também conhecida como razão de chances mostrada na Tabela 7. Nela estimamos novamente o modelo porem utilizando no stata o comando “logistic” ao invés de “logit”. É notável que estes valores representam o antilogaritmo do modelo estimado e as interpretações também são as mesmas. Em termos percentuais, subtraindo 1 do valor de odds ratio da variável “QSellSide” e multiplicando por 100, podemos dizer que a chance de o analista sell-side participar com um analista buy-side na mesa teleconferência de resultados é 2% menor do que a chance do analista sell-side participar sem a participação também do analista buy-side.

Tabela 7: Razão de Chances

Nº ABS	Odds Ratio	Std.Err.	Z	P> z 	[95% Conf.Interv.]	
Nº DE ANALISTAS SELL SIDE	0,9790553	0,114	-0,18	0,857	0,7783	1,231
VALOR DE MERCADO	1	5,61	-0,09	0,926	1	1
QUANTIDADE DE AÇÕES	1	6,7	-0,03	0,978	1	1
Nº DE NEGOCIAÇÕES	1,000027	0,0000423	0,64	0,519	0,9999	1,00011
LUCRO LÍQUIDO T-1	1	9,53	0,34	0,737	1	1
LUCRO LÍQUIDO T0	1	1,40	-0,86	0,352	1	1
RETORNO DAS AÇÕES 90 DIAS ANTES	0,2070	0,307	-1,06	0,294	0,0112	3,815
RETORNO DAS AÇÕES 90 DIAS APÓS	1,1041	1,577	0,07	0,945	0,0671	18,164

Fonte: Elaborada pelo Autor (2018)

5 CONCLUSÃO

O trabalho apresentado teve o intuito de tratar sobre o estudo da relação dos diversos agentes de mercado especificamente os analistas buy-side, com as empresas divulgadoras da informação contábil em sua necessidade de atender as expectativas de mercado, bem como as necessidades de interpretação das informações por parte dos analistas buy-side para atender suas demandas de investidores institucionais.

Na observância de um cenário onde a divulgação de resultados está diretamente relacionada ao desempenho das ações de determinada empresa, foi possível apresentar por meio da teleconferência de resultados, onde se pode identificar como sendo uma grande ferramenta de divulgação destas informações, a evidência da interpretação dos resultados divulgados, assim como a apresentação de opiniões e relatórios por parte de analistas para com seus principais demandantes da informação.

A identificação dos analistas buy-side e a compreensão do seu impacto em entidades do mercado financeiro resultou no interesse em analisar através de teleconferência de resultados os analistas buy-side que participaram destas teleconferências.

O resultado deste trabalho foi obtido através do examine dos fatores associados à sua participação, negociação institucional subsequente e resultados do mercado de capitais para as empresas por eles analisadas e questionadas.

Conforme exposto ao longo do trabalho identificamos o estudo como de grande relevância na perspectiva social dada relação de impacto da atuação dos analistas buy-side no mercado de valores. Suas pesquisas e interpretações fornecem auxílio no direcionamento das tomadas de decisão das entidades. Ao estudar as atuações e relevância destes profissionais, estamos auxiliando o meio acadêmico a entender as atuações dos analistas buy-side e os seus interesses balizares em teleconferências de resultados.

A partir da compreensão do problema de pesquisa e dos objetivos, foi verificado que os analistas buy-side desenvolvem suas atividades conforme a necessidade de seu contratante e foram identificados que os principais fatores relacionados à participação de analistas buy-side em teleconferências de resultados são distribuídos e relacionados ao grau de participação dos analistas sell-side, ao

valor de mercado, ao lucro líquido reportado trimestralmente bem como suas variações de valores, a quantidade de ações que a empresa possui, ao número de negociações presentes no mercado, e aos retornos das ações antes e depois das teleconferências de resultado.

Como um dos fatores limitantes para a ampliação deste estudo encontra-se o universo pouco observável da participação de analistas buy-side em teleconferências de resultado. Entre os trabalhos mais recentes identificados, destacam-se os de Jung, Whong e Zhang (2017) que tratam sobre a evidência da participação de analistas buy-side com estudos no mercado de ações dos estados unidos e Groysberg, Healy e Chapman (2008) que tratam das diferenças em análises de resultados de analistas sell-side e buy-side.

Os diversos estudos utilizados que serviram de auxílio para a compreensão e desenvolvimento deste estudo estão em sua maioria relacionados a pesquisas observáveis com analistas sell-side uma vez que a evidenciação de sua participação e emissão de relatórios estão disponíveis ao mercado em geral.

Em atendimento aos objetivos específicos foram identificadas na pesquisa as atuações do analista buy-side, bem como verificado e evidenciado qual a atuação e a necessidade de participação destes nas teleconferências de resultado.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

BM&FBOVESPA. **Índice Brasil 100 (IBrX 100)**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm>. Acesso em: 20 abr. 2018.

BMF&BOVESPA. **Índice Brasil 100 (IBrX 100)**: Carteira teórica do IBrX 100 válida para o quadrimestre Jan. a Abr. 2018. 2018. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100-composicao-da-carteira.htm>. Acesso em: 25 jan. 2018.

BOFF, Luiz Henrique; PROCIANOY, Jairo Laser; HOPPEN, Norberto. O Uso de Informações por Analistas de Investimento na Avaliação de Empresa: é Procura de Padrões. **Rac**, São Paulo, v. 4, n. 10, p.169-191, out. 2006. Trimestral.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS (Rio de Janeiro). **MERCADO DE VALORES MOBILIARIOS BRASILEIRO**. 3. ed. Rio de Janeiro: Top, 2014. 376 p.

FALCAO, Eduardo. DIVULGAÇÃO EM DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DE COMPANHIAS ABERTAS. **Fipecafi**, Sao Paulo, n. 12, p.1-13, set. 1995.

FARIAS NETO, Pedro Sabino de. **Mercado financeiro**: Enfoque na política economica. Curitiba: Jurua, 2016.

FORTUNA, Eduardo. **mercado financeiro**: PRODUTOS E SERVIÇOS. 18. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

GALDI, Fernando Caio. Podemos confiar nos analistas de ações? **Infomoney: Ações & Mercados**, São Paulo, edição n. 12, jan.-fev. s/p 2008. Disponível em: <http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/artigo%20Fernando%20Caio. do > Acesso em 04 jun. 2017.

GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; MACHADO, Márcio André Veras; CALLADO, Aldo Leonardo Cunha. Análise dos Fatores que Impactam o MVA das Companhi as Abertas Brasileiras: Será o EVA ® mais Value Relevant que os Indicadores de Desempenho Tradicionais?. **Sociedade: Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 8, ago. 2013.

IUDICIBUS, Sergio; LOPES, A. (coord.) **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

IUDÍCIBUS, Sergio; LOPES, A. B. De volta para o futuro: óbito presumido e outros mitos que habitam o castelo da contabilidade. **UnB Contábil**. Brasília, v. 6, n. 2, p. 53–60, jan-jun, 2002.

JUNG, Michael J.; WONG, M. H. Franco; ZHANG, X. Frank. Buy-Side Analysts and Earnings Conference Calls. **Journal Of Accounting Research**, [s.l.], p.1-70, 22 set. 2017. Wiley-Blackwell. <http://dx.doi.org/10.1111/1475-679x.12180>.

KERR, Darrin. **As possibilidades de carreira de um analista financeiro**: Especialista na área de finanças descreve habilidades e competências necessárias para diversas formas de atuação na área. 2014. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/carreira/as-possibilidades-de-carreira-de-um-analista-financeiro/>>. Acesso em: 01 mar2018.

LADEIRA, Fernando; MORENO, Felipe. **Profissão analista**: entenda o que há por trás de uma recomendação de ação. 2013. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/mercados/noticia/2878869/profissao-analista-entenda-que-por-tras-uma-recomendacao-acao>>. Acesso em: 10 out. 2017.

LAKATOS, Eva. Maria. (1990) **Metodologia do trabalho científico**. São Paulo: Atlas.

LANG, Mark ; LINS, Karl ; MILLER, Darius. ADR's analysts, and accuracy: does cross listing un the Unit States improve a firm's information environment and increase market value? **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 41, n. 2, p. 317-345, May. 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304623> Acesso em 01 mar. 2018.

MARTINEZ, Antonio. Lopo. **Analisando os analistas**: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto. 2004. 234 f. **Tese** (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: FUNDAMENTOS E TECNICAS**. 3. ed. Sao Paulo: Atlas, 2005.

APÊNDICE A – Carteira Teórica de Ativos da IBRX100

Quadro 2: Carteira teórica de ativos da IBrX100

SEQ.	CÓDIGO	AÇÃO	TIPO	QTD TEORICA	PART. %
1	ABEV3	AMBEV S/A	ON EJ	4.342.975.742	6,62%
2	ALSC3	ALIANSC	ON NM	100.572.377	0,13%
3	ALUP11	ALUPAR	UNT N2	150.960.603	0,20%
4	ARZZ3	AREZZO CO	ON EJ NM	43.600.780	0,17%
5	BBAS3	BRASIL	ON NM	1.226.268.476	2,80%
6	BBDC3	BRADESCO	ON EJ N1	803.821.882	1,85%
7	BBDC4	BRADESCO	PN EJ N1	2.934.441.440	7,12%
8	BBSE3	BBSEGURIDADE	ON NM	671.580.824	1,37%
9	BEEF3	MINERVA	ON NM	166.748.441	0,13%
10	BRAP4	BRADESPAR	PN EJ N1	221.520.916	0,46%
11	BRFS3	BRF AS	ON NM	769.730.779	2,02%
12	BRKM5	BRASKEM	PNA N1	264.593.366	0,81%
13	BRML3	BR MALLS PAR	ON NM	838.499.076	0,77%
14	BRSR6	BANRISUL	PNB N1	174.315.260	0,19%
15	BTOW3	B2W DIGITAL	ON NM	165.880.953	0,24%
16	BVMF3	B3	ON EJ NM	2.035.474.854	3,32%
17	CCRO3	CCR AS	ON NM	1.115.695.556	1,29%
18	CESP6	CESP	PNB N1	182.007.131	0,17%
19	CIEL3	CIELO	ON EJ NM	1.118.582.207	1,89%
20	CMIG4	CEMIG	PN N1	964.740.729	0,48%
21	CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	53.392.655	0,07%
22	CPLE6	COPEL	PNB EJ N1	101.013.662	0,17%
23	CRFB3	CARREFOUR BR	ON NM	331.513.718	0,36%
24	CSAN3	COSAN	ON NM	153.658.655	0,46%
25	CSMG3	COPASA	ON NM	61.532.605	0,19%
26	CSNA3	SID NACIONAL	ON	601.218.028	0,36%
27	CVCB3	CVC BRASIL	ON EJ NM	135.386.163	0,47%
28	CYRE3	CYRELA REALT	ON NM	244.896.043	0,23%
29	DTEX3	DURATEX	ON NM	272.071.542	0,18%
30	ECOR3	ECORODOVIAS	ON NM	186.126.859	0,16%
31	EGIE3	ENGIE BRASIL	ON NM	203.865.231	0,52%
32	ELET3	ELETROBRAS	ON N1	269.685.840	0,37%
33	ELET6	ELETROBRAS	PNB N1	225.964.766	0,37%
34	ELPL3	ELETROPAULO	ON NM	167.343.887	0,20%
35	EMBR3	EMBRAER	ON EJ NM	732.863.698	1,05%
36	ENBR3	ENERGIAS BR	ON EJ NM	295.233.783	0,30%
37	ENGI11	ENERGISA	UNT N2	242.361.646	0,47%
38	EQTL3	EQUATORIAL	ON NM	198.128.714	0,93%
39	ESTC3	ESTACIO PART	ON NM	308.360.074	0,73%
40	EZTC3	EZTEC	ON NM	56.473.314	0,09%

SEQ.	CÓDIGO	AÇÃO	TIPO	QTD TEORICA	PART. %
41	FIBR3	FIBRIA	ON NM	229.520.397	0,79%
42	FLRY3	FLEURY	ON NM	306.995.482	0,65%
43	GFSA3	GAFISA	ON ES NM	46.623.728	0,07%
44	GGBR4	GERDAU	PN N1	987.996.350	0,88%
45	GOAU4	GERDAU MET	PN N1	577.221.313	0,24%
46	GOLL4	GOL	PN N2	131.327.572	0,14%
47	HGTX3	CIA HERING	ON NM	124.480.787	0,23%
48	HYPE3	HYPERMARCAS	ON EJ NM	397.066.972	1,00%
49	IGTA3	IGUATEMI	ON NM	86.601.949	0,24%
50	ITSA4	ITAUSA	PN EJ N1	3.862.210.091	2,99%
51	ITUB4	ITAUUNIBANCO	PN ED N1	3.132.448.625	9,55%
52	JBSS3	JBS	ON NM	1.560.125.039	1,10%
53	KLBN11	KLABIN S/A	UNT N2	490.203.516	0,62%
54	KROT3	KROTON	ON NM	1.476.947.742	1,95%
55	LAME3	LOJAS AMERIC	ON N1	193.249.831	0,18%
56	LAME4	LOJAS AMERIC	PN N1	682.223.623	0,83%
57	LIGT3	LIGHT S/A	ON NM	97.629.475	0,12%
58	LINX3	LINX	ON NM	131.881.056	0,20%
59	LREN3	LOJAS RENNER	ON EJ NM	703.337.444	1,79%
60	MDIA3	M.DIASBRANCO	ON EJ NM	85.095.091	0,32%
61	MGLU3	MAGAZ LUIZA	ON EJ NM	67.737.548	0,39%
62	MOVI3	MOVIDA	ON NM	73.461.473	0,04%
63	MPLU3	MULTIPLUS	ON NM	44.078.046	0,11%
64	MRFG3	MARFRIG	ON NM	405.182.834	0,21%
65	MRVE3	MRV	ON NM	287.502.358	0,31%
66	MULT3	MULTIPLAN	ON EJ N2	89.361.034	0,45%
67	MYPK3	IOCHP-MAXION	ON NM	126.227.806	0,21%
68	NATU3	NATURA	ON EJ NM	172.217.705	0,41%
69	ODPV3	ODONTOPREV	ON NM	257.816.088	0,29%
70	PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN N1	155.339.008	0,88%
71	PETR3	PETROBRAS	ON	2.708.721.652	3,28%
72	PETR4	PETROBRAS	PN	4.128.739.403	4,76%
73	POMO4	MARCOPOLO	PN EJ N2	554.278.221	0,16%
74	PSSA3	PORTO SEGURO	ON NM	93.605.191	0,24%
75	QUAL3	QUALICORP	ON ED NM	242.513.895	0,54%
76	RADL3	RAIADROGASIL	ON NM	211.894.226	1,39%
77	RAIL3	RUMO S.A.	ON NM	1.115.172.711	1,04%
78	RAPT4	RANDON PART	PN N1	179.952.300	0,09%
79	RENT3	LOCALIZA	ON NM	496.691.180	0,79%
80	SANB11	SANTANDER BR	UNT	373.269.828	0,85%
81	SAPR11	SANEPAR	UNT EJ N2	66.288.412	0,28%
82	SBSP3	SABESP	ON NM	339.985.584	0,84%
83	SEER3	SER EDUCA	ON NM	64.081.647	0,14%
84	SMLS3	SMILES	ON NM	58.540.428	0,32%

SEQ	CÓDIGO	AÇÃO	TIPO	QTD TEORICA	PART. %
85	SMT03	SAO MARTINHO	ON NM	153.508.571	0,21%
86	SULA11	SUL AMERICA	UNT EJ N2	278.733.915	0,37%
87	SUZB3	SUZANO PAPEL	ON NM	467.427.022	0,63%
88	TAE11	TAESA	UNT EJ N2	184.568.250	0,28%
89	TIET11	AES TIETE E	UNT N2	297.865.682	0,27%
90	TIMP3	TIM PART S/A	ON NM	808.311.315	0,76%
91	TOTS3	TOTVS	ON EJ NM	134.250.441	0,29%
92	TRPL4	TRAN PAULIST	PN N1	98.764.861	0,47%
93	UGPA3	ULTRAPAR	ON NM	540.419.605	2,90%
94	USIM5	USIMINAS	PNA N1	510.965.930	0,33%
95	VALE3	VALE	ON EJ NM	3.148.784.934	9,08%
96	VIVT4	TELEF BRASIL	PN EJ	415.110.664	1,45%
97	VLID3	VALID	ON NM	69.208.650	0,09%
98	VVAR11	VIAVAREJO	UNT N2	136.701.898	0,24%
99	WEGE3	WEG	ON NM	569.478.874	0,98%
100	WIZS3	WIZ S.A.	ON NM	78.330.761	0,07%

Fonte: Elaborado pelo autor (20180)

APÊNDICE B – Classes de Ações Eliminadas da Análise por duplicidade

Quadro 3 Empresas eliminadas da análise por duplicidade

SEQ.	CÓDIGO	AÇÃO	TIPO	QTD TEORICA	PART. %
1	BBDC3	BRADESCO	ON EJ N1	803.821.882	1,85%
2	CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	53.392.655	0,07%
3	ELET6	ELETROBRAS	PNB N1	225.964.766	0,37%
4	LAME3	LOJAS AMERIC	ON N1	193.249.831	0,18%
5	PETR3	PETROBRAS	ON	2.708.721.652	3,28%
6	GOAU4	GERDAU MET	PN N1	577.221.313	0,24%

Fonte 1 Elaborada pelo autor (2018)

APÊNDICE C - Recomendação de Analistas – Empresas Escolhidas no teste amostral

Quadro 4: Recomendação de Analistas – Empresas Escolhidas no teste amostral

Ação	Nome da Companhia	Recomendações		Seq
		Data	Nº	
ARZZ3	Arezzo Industria e Comercio AS	22/03/2017	4	1
MGLU3	Magazine Luiza AS	17/01/2017	4	2
QUAL3	Qualicorp AS	15/03/2017	5	3
LINX3.	Linx AS	09/01/2017	6	4
BBSE3	BB Seguridade Participacoes AS	16/01/2017	6	5
SEER3	Ser Educacional AS	07/03/2017	7	6
ABEV3	Ambev AS	17/01/2017	8	7
CVCB3	CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	10/03/2017	8	8
RAIL3	Rumo AS	03/02/2017	8	9
WIZS3	Wiz Solucoes e Corretagem de Seguros SA	19/09/2016	8	10
MOVI3	Movida Participacoes AS	15/02/2017	9	11
CRFB3	Atacadao AS	21/03/2017	9	12
SMLS3	Smiles Fidelidade AS	06/03/2017	9	13
VLID3.	Valid Solucoes	11/01/2017	10	14
BBAS3	Banco do Brasil AS	07/11/2016	10	15
BBDC4	Banco Bradesco AS	09/02/2017	10	16
BEEF3	Minerva AS	15/03/2017	10	17
BRAP4	Bradespar AS	21/03/2017	10	18
BRKM5	Braskem AS	26/06/2017	10	19
BRML3	BR Malls Participacoes AS	08/12/2016	10	20
BRSR6	Banco do Estado do Rio Grande do Sul SA	01/03/2017	11	21
BTOW3	B2W Companhia Digital	14/03/2017	11	22
CCRO3	CCR AS	09/02/2017	11	23
CESP6	CESP Companhia Energetica de Sao Paulo	08/03/2017	11	24
CMIG4	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	17/02/2017	11	25
CPLE6	Companhia Paranaense de Energia	21/03/2017	11	26
CSAN3	Cosan SA Industria e Comercio	18/01/2017	11	27
CSMG3	Companhia de Saneamento de Minas Gerais	05/12/2016	11	28
CSNA3	Companhia Siderurgica Nacional	20/01/2017	12	29
CYRE3	Cyrela Brazil Realty AS	13/01/2017	12	30
RADL3	Raia Drogasil AS	01/02/2017	12	31
EMBR3	Embraer AS	17/02/2017	12	32
ENBR3	EDP Energias do Brasil AS	06/12/2016	12	33
EQTL3	Equatorial Energia AS	22/03/2017	12	34
ESTC3	Estacio Participacoes AS	09/01/2017	12	35
EZTC3	EZTEC Empreendimentos e Participacoes SA	02/02/2017	12	36
GFSA3	Gafisa AS	21/02/2017	12	37
GGBR4	Gerdau AS	13/02/2017	13	38
GOLL4	Gol Linhas Aereas Inteligentes SA	21/02/2017	13	39

HGTX3	Cia Hering	31/01/2017	13	40
HYPE3	Hypermarcas AS	20/02/2017	13	41
ATIVO	COMPANHIA	Recommendation		Seq .
		DATA	Nº	
IGTA3	Iguatemi Empresa de Shopping Centers SA	15/02/2017	13	42
ITUB4	Itau Unibanco Holding AS	01/02/2017	13	46
ITSA4	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU SA	14/02/2017	13	47
JBSS3	Jbs AS	17/02/2017	14	45
KROT3	Kroton Educacional AS	14/03/2016	14	46
LAME4	Lojas Americanas AS	07/11/2016	14	47
LIGT3	Light AS	18/01/2017	14	48
LREN3	Lojas Renner AS	29/11/2016	14	49
MDIA3	M Dias Branco AS	18/01/2017	14	50
MRFG3	Marfrig Global Foods AS	29/03/2017	15	51
MRVE3	MRV Engenharia e Participacoes SA	18/11/2016	15	52
MULT3	Multiplan Empreendimentos Imobiliarios SA	26/01/2017	15	53
MYPK3	lochpe Maxion AS	13/01/2017	15	54
NATU3	Natura Cosméticos AS	30/11/2016	15	55
ODPV3	Odontoprev AS	31/01/2017	15	56
PCAR4	Companhia Brasileira de Distribuicao	26/01/2017	15	57
PETR4	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	31/01/2017	15	58
POMO4	Marcopolo AS	13/12/2016	16	59
PSSA3	Porto Seguro AS	19/03/2017	16	60
RAPT4	Randon SA Implementos e Participacoes	16/02/2017	16	61
RENT3	Localiza Rent a Car AS	02/03/2017	17	62
DTEX3	Duratex AS	22/02/2017	17	63
SBSP3	Companhia de Saneamento do Estado de Sao Paulo	02/01/2017	17	64
SMTO3	Sao Martinho AS	12/03/2017	17	65
EGIE3	Engie Brasil Energia AS	31/01/2017	17	66
TIMP3	Tim Participacoes AS	29/01/2017	17	67
VIVT4	Telefonica Brasil AS	13/01/2017	17	68
TOTS3	Totvs AS	26/01/2017	17	69
TRPL4.SA	CTEEP Companhia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista	24/02/2017	17	70

Fonte: Elaborado pelo autor (2018)



FORMULÁRIO IX

DECLARAÇÃO DE AUTENTICIDADE

Por este termo, eu, abaixo assinado, assumo a responsabilidade de autoria do conteúdo do referido Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado ANÁLISES BUY SIDE E OS FATORES ASSOCIADOS A SUA PRÁTICA EM TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS

estando ciente das sanções legais previstas referentes ao plágio. Portanto, ficam a Instituição, o orientador e os demais membros da banca examinadora isentos de qualquer ação negligente da minha parte, pela veracidade e originalidade desta obra.

Autor(a): Waldino de Castro Patrício

AUTORIZAÇÃO PARA DEPÓSITO DA MONOGRAFIA

Eu, Professor Luiz Felipe de Araújo Ramos Girão, autorizo o depósito da monografia do aluno Waldino de Castro Patrício, matrícula 11227017. A apresentação do trabalho irá ocorrer no semestre 1, com data a ser divulgada pela Comissão do TCC do curso de Ciências Contábeis.

João Pessoa, 05 de Março de 2018

Professor(a): Luiz Felipe de Araújo Ramos Girão