

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A – FUCAPE ES

DIEGO CAMPANA FIOROT

ENSAIOS SOBRE DIVULGAÇÕES VOLUNTÁRIAS

**VITÓRIA
2025**

DIEGO CAMPANA FIOROT

ENSAIOS SOBRE DIVULGAÇÕES VOLUNTÁRIAS

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração, da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientador: Profa. Dra. Nadia Cardoso Moreira

**VITÓRIA
2025**

DIEGO CAMPANA FIOROT

ENSAIOS SOBRE DIVULGAÇÕES VOLUNTÁRIAS

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Aprovada em 06 de fevereiro de 2025.

BANCA EXAMINADORA

Prof.^a Dr.^a: Nadia Cardoso Moreira
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Prof.^a Dr.^a: Rogiene Batista Dos Santos
Fundação Getulio Vargas

Profº Dr.: Dante Baiardo Cavalcante Viana Junior
Universidade do Algarve

Profº Dr.: Edvan Soares De Oliveira
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Profº Dr.: Talles Vianna Brugni
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, direciono meu agradecimento mais profundo a Deus, raiz de minha coragem e resiliência, que preenche meu coração com amor pela vida acadêmica e me guiou em cada passo, do início ao fim desta jornada desafiadora que foi o Doutorado.

À minha esposa, Gabriela, minha gratidão inestimável. Por todos os momentos de compreensão, paciência e amor qual inegavelmente foram pilares que permitiram me dedicar aos estudos e à composição desta tese. Mesmo nos momentos de cansaço intenso e nas exigências do cotidiano, você esteve ao meu lado, me incentivando e acreditando em mim, desde a decisão inicial de trilhar este caminho que, por tanto tempo, foi apenas um sonho.

Ao meu filho, Joaquim, cuja chegada neste ano de 2024 me inspira a ser um pai, marido e ser humano melhor. Sua existência é uma luz que guia meus esforços, tanto no âmbito acadêmico e profissional quanto no pessoal e espiritual.

Aos meus pais, Paulo e Marli, por serem o alicerce de minha trajetória. Seu apoio emocional e estrutural foi fundamental para que eu tivesse a segurança de dar passos mais desafiadores e ousados em meu caminho. Estendo meu agradecimento a toda minha família: Clariana, Rodrigo, Pietra, Enza, Douglas e Mônica, pelo carinho e constante suporte. Aos meus sogros, Dorival e Gorete, sou imensamente grato pelo apoio e cuidado com minha família, permitindo que eu me dedicasse a este projeto.

Aos amigos, que compreenderam minha ausência nos momentos em que precisei priorizar os estudos, minha sincera gratidão pelo companheirismo e paciência.

Agradeço, ainda, às pessoas especiais que, ao longo deste percurso, contribuíram com ajustes e flexibilizações no trabalho, bem como com oportunidades profissionais que viabilizaram a continuidade deste desafio, especialmente diante das demandas intelectuais e financeiras envolvidas. Em particular, extendo minha gratidão a Edson, Tiago, Antônio, Isabel, Valério, Ivan, Robson, Octávio e Marcus.

Sou profundamente grato aos profissionais da saúde, Rubens Azevedo e Gustavo Pilon, que me ajudaram a recuperar a estabilidade física e estrutural após um grave acidente que enfrentei no decorrer deste processo. Seus cuidados e profissionalismo foram essenciais para que eu pudesse manter meu foco e seguir em frente.

Aos colegas e professores do curso de Doutorado da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, agradeço pelas discussões enriquecedoras e pelo convívio que tanto contribuíram para meu crescimento acadêmico e pessoal.

Aos professores Poliano Bastos, Bruno Felix, Edvan Soares, Aziz Xavier, Diego Boente, Danilo Mont-mor e Marcia d'Angelo, pela generosidade em compartilhar conhecimentos e pela orientação valiosa que tanto me ajudaram ao longo desta trajetória.

Em especial, expresso minha gratidão à minha orientadora, professora Nádia Moreira, pela inspiração inicial para abraçar este desafio e por todo o suporte ao longo desta caminhada.

Por fim, agradeço aos alunos e colegas professores da Faculdade Pública de Linhares — FACHEL. O apoio e a convivência com essa comunidade acadêmica

complementaram minha motivação e forneceram estímulos complementares para concluir este Doutorado e aprimorar minha formação profissional.

A todos que, de alguma forma, fizeram parte desta jornada, o meu mais profundo e sincero agradecimento.

“[...] todos partem do mesmo ponto e tendem para o mesmo objetivo; que a vida corporal não passa de um incidente, uma das fases da vida do Espírito, necessária ao seu adiantamento intelectual e moral [...]”

(Allan Kardec)

RESUMO

Esta tese investiga a comunicação estratégica em conferências de resultados, examinando como o tom dos gestores influencia o mercado financeiro, o papel moderador da governança corporativa nesse contexto, o aumento da probabilidade de dificuldade financeira nas firmas e propondo recomendações práticas para a condução eficaz dessas conferências. A pesquisa está estruturada em três artigos: 1º) artigo tecnológico que apresenta recomendações práticas baseadas em evidências para gestores conduzirem conferências de resultados de maneira mais eficaz, abordando aspectos como o tom do discurso, a complexidade da linguagem, o uso do humor e o timing das apresentações; 2º) artigo científico que investiga a influência do tom negativo no discurso dos gestores sobre o valor de mercado das empresas e como a governança corporativa pode mitigar esse impacto negativo, reforçando a importância de boas práticas de governança para preservar a confiança dos investidores; 3º) artigo científico sobre o tom dos gestores nas conferências de resultados como fator preditivo da dificuldade financeira das empresas. A tese adota uma abordagem metodológica diversificada, combinando levantamento de evidências acadêmicas e análises quantitativas. São utilizados modelos econométricos para avaliar os impactos do tom da comunicação dos gestores nas conferências de resultados, considerando aspectos como valor de mercado, governança corporativa e probabilidade de dificuldade financeira. Os resultados destacam a importância da comunicação estratégica como elemento de fortalecimento da relação entre empresas e investidores, contribuindo para um mercado financeiro mais transparente e eficiente.

Palavras-chave: Divulgação Voluntária; Conferências de Resultados; Governança Corporativa; Valor de Mercado; Dificuldade Financeira.¹

¹ Parte dos resultados desta pesquisa foram publicados em:
Fiorot, D.C., Moreira, N. C. (2023). Seis recomendações para condução de conferências de resultados. In: Business Technology Congress - III Congresso de Pesquisas Tecnológicas em Negócios, Vitória, Espírito Santo, Brasil.

ABSTRACT

This thesis investigates strategic communication in earnings conference calls, examining how managerial tone influences the financial market, the moderating role of corporate governance in this context, the increased probability of financial distress in firms, and providing practical recommendations for the effective conduct of these conferences. The research is structured into three essays: 1) a technological essay that offers practical, evidence-based recommendations for managers to conduct earnings conference calls more effectively, addressing aspects such as speech tone, language complexity, the use of humor, and timing of presentations; 2) a scientific essay that examines the impact of negative managerial tone on company market value and how corporate governance can mitigate this negative effect, emphasizing the importance of good governance practices to preserve investor confidence; 3) a scientific essay that explores managerial tone in earnings conference calls as a predictive factor for financial distress in firms. The thesis adopts a diversified methodological approach, combining a review of academic evidence and quantitative analyses. Econometric models are employed to assess the impacts of managerial communication tone in earnings conference calls, considering aspects such as market value, corporate governance, and financial distress probability. The results underscore the importance of strategic communication as a key element in strengthening the relationship between companies and investors, contributing to a more transparent and efficient financial market.

Keywords: Voluntary Disclosure; Earnings Conference Calls; Corporate Governance; Market Value; Financial Distress.²

² Part of the results of this research were published in:
Fiorot, D.C., Moreira, N. C. (2023). Seis recomendações para condução de conferências de resultados. In: Business Technology Congress - III Congresso de Pesquisas Tecnológicas em Negócios, Vitória, Espírito Santo, Brasil.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO GERAL	11
SEIS RECOMENDAÇÕES PARA CONDUÇÃO DE CONFERÊNCIAS DE RESULTADOS	14
1 INTRODUÇÃO	14
2 PRÁTICAS DE DIVULGAÇÃO, CONFERÊNCIAS DE RESULTADOS E O CONHECIMENTO CIENTÍFICO DA ÁREA	18
3 RECOMENDAÇÕES E CUIDADOS AOS GESTORES PARA CONDUÇÃO DE CONFERÊNCIAS DE RESULTADOS	25
3.1 REALIZEM CONFERÊNCIAS DE RESULTADOS.....	25
3.2 CUIDADO COM O TOM DAS PALAVRAS DURANTE O DISCURSO.....	29
3.3 CUIDADO COM A COMPLEXIDADE DO DISCURSO	33
3.4 CUIDADO COM (A FALTA DE) HUMOR.....	36
3.5 CUIDADO COM O MOMENTO AGENDADO PARA APRESENTAÇÃO.....	38
3.6 CUIDADO COM A ESQUIVA DURANTE RESPOSTAS	41
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	44
REFERÊNCIAS	45
GOVERNANÇA COMO FATOR DECISIVO NO IMPACTO DO TOM DOS GESTORES NO VALOR DE MERCADO	51
1 INTRODUÇÃO	52
2 REFERENCIAL TEÓRICO	56
2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO, CONFERÊNCIAS E TOM VERBAL.....	56
2.2 TOM DOS GESTORES E O VALOR DE MERCADO	60
2.3 GOVERNANÇA E O VALOR DE MERCADO	64
3 METODOLOGIA.....	71
3.1 AMOSTRA	71
3.2 MODELO ECONOMETRICO	73
3.2.1 Tom dos gestores.....	75
3.2.2 Governança.....	76
3.2.3 Variáveis de controle.....	79
4 RESULTADOS	83
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	83
4.2 RESULTADOS DO MODELO ECONOMETRICO	95
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	103
REFERÊNCIAS	105
O TOM COMO PREDITOR DA DIFICULDADE FINANCEIRA	114

1 INTRODUÇÃO	114
2 REFERENCIAL TEÓRICO	118
2.1 DIFICULDADE FINANCEIRA	118
2.2 NUANCES LINGÜÍSTICAS E CONFERÊNCIAS DE RESULTADOS	125
3 METODOLOGIA.....	131
3.1 AMOSTRA	131
3.2 MODELO ECONOMETRICO	133
3.2.1 Dificuldade Financeira.....	134
3.2.2 Tom dos Gestores	138
3.2.3 Variáveis de Controle	139
4 RESULTADOS	143
4.1 AMOSTRA	143
4.2 RESULTADOS DO MODELO ECONOMETRICO	151
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	158
REFERÊNCIAS	159
CONCLUSÃO GERAL	169

Capítulo 1

INTRODUÇÃO GERAL

A comunicação corporativa e a divulgação de informações desempenham um papel relevante no funcionamento do mercado financeiro, influenciando percepções de investidores e a precificação de ativos. Em ambientes onde a informação é percebida como aspecto de valor, as práticas de divulgação voluntária tornam-se ferramentas úteis para reduzir assimetrias informacionais e promover a transparência entre empresas e seus stakeholders. No contexto das companhias de capital aberto, as conferências de resultados destacam-se como um meio relevante para transmitir informações diretamente ao mercado, possibilitando interações em tempo real com analistas e investidores (Healy & Palepu, 2001; Beyer et al., 2010; Brown et al., 2004).

Este trabalho se insere no campo da Teoria da Divulgação (Dye 2001; Verrechia 2001), abordando as práticas de divulgação voluntária, com ênfase na comunicação dos gestores durante as conferências de resultados e no papel moderador da governança corporativa. A literatura destaca a importância de como as informações são transmitidas durante essas conferências, incluindo o tom verbal e a escolha das palavras — aspectos que podem revelar informações implícitas sobre a confiança da administração e as expectativas futuras da empresa (Price et al., 2012; Ferreira et al., 2019; Tonin & Scherer, 2021). Assim, entender as nuances da comunicação estratégica e seu impacto no valor de mercado das empresas é oportuno para gestores e investidores.

A presente tese está estruturada em três artigos, cada um avaliando aspectos específicos da comunicação em conferências de resultados e suas implicações no

mercado financeiro. O primeiro trabalho propõe recomendações práticas para a condução eficaz das conferências de resultados, com base em evidências empíricas, considerando fatores como o tom do discurso, a clareza da linguagem, o uso do humor e o timing das apresentações. Essas diretrizes buscam auxiliar gestores na otimização de sua comunicação, minimizando riscos e maximizando os benefícios potenciais para a percepção do mercado e a performance das ações.

O segundo trabalho investiga a influência do tom negativo dos gestores sobre o valor de mercado das empresas, considerando o papel moderador da governança corporativa. A pesquisa sugere que um tom pessimista durante as conferências pode reduzir a confiança dos investidores e impactar negativamente o valor de mercado. No entanto, práticas de governança robustas podem mitigar esses efeitos, reforçando a importância da governança na construção de um relacionamento de confiança entre a empresa e seus stakeholders.

O terceiro artigo analisa a associação entre o tom negativo em conferências de resultados e a probabilidade de dificuldade financeira futura das empresas. O estudo explora a possibilidade de que a negatividade no discurso dos gestores possa servir como um fator preditor de desafios financeiros, contribuindo para a detecção antecipada de problemas econômicos que podem afetar a sustentabilidade da empresa. Os resultados demonstram que a negatividade no tom está associada a maior dificuldade financeira futura, destacando a utilidade de análises textuais para identificar riscos financeiros antecipadamente.

Ao abordar esses três temas, a tese contribui para o entendimento das dinâmicas de comunicação corporativa e de como práticas estratégicas de divulgação podem influenciar a percepção do mercado e a valorização das empresas. Os resultados desta pesquisa oferecem insights valiosos para gestores que buscam

conduzir conferências de resultados de maneira eficaz e para investidores que utilizam informações divulgadas para orientar suas decisões de investimento.

Capítulo 2

SEIS RECOMENDAÇÕES PARA CONDUÇÃO DE CONFERÊNCIAS DE RESULTADOS

RESUMO

As conferências de resultados são ferramentas relevantes para empresas de capital aberto, facilitando a comunicação direta com investidores e reduzindo assimetrias informacionais. A transparência, a linguagem apropriada e a postura dos gestores influenciam a percepção do mercado, tornando-se essencial considerar evidências científicas para otimizar essas interações. Este artigo, com um design de recomendação baseado em evidências, propõe seis diretrizes para apoiar gestores na condução dessas conferências de maneira mais eficaz e segura. As recomendações sintetizam a literatura científica em práticas objetivas que abordam aspectos sensíveis da comunicação estratégica, contribuindo para fortalecer a confiança dos investidores e amplificar os benefícios dessa prática no mercado.

Palavras-chave: Conferências de resultados; Evidenciação voluntária; Tom verbal.

1 INTRODUÇÃO

Volatilidade e incerteza são elementos comumente triviais para o cenário empresarial contemporâneo do mercado de capitais. Fatores estes que elevam a ansiedade dos investidores e intensificam a necessidade de comunicação eficiente entre gestores de companhias de capital aberto e seus *stakeholders*. Executivos dessas instituições enfrentam o desafio duplo de cumprir rigorosamente as regras e parâmetros de divulgação obrigatória, estabelecidos por órgãos de regulação como a *Security Exchange Commission (SEC)* ou Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e ao mesmo tempo aliviar os sentimentos de insegurança dos investidores em relação aos resultados e à estabilidade da empresa.

Neste contexto, as conferências de resultados, como exemplo de divulgações voluntárias voltadas a aumentar essa percepção de segurança, desempenham um papel crucial, onde proporcionam uma oportunidade para os gestores das empresas de capital aberto interagirem diretamente com os acionistas e o mercado de modo amplo na tentativa de reduzir assimetrias (Frankel et al., 1999; Healy & Palepu, 2001).

Como nem todos os aspectos de tal prática são favoráveis, extensa é a discussão sobre evidências encontradas na literatura abordando tanto vantagens percebidas (Brown et al., 2005; Davis et al., 2015; Bassyouny et al., 2020; 2022) bem como riscos associados à prática das conferências (Price et al., 2012; Gow et al., 2021; Tonin & Scherer 2022).

Dentre os fatores, há a possibilidade de dirigentes serem questionados sobre aspectos que podem influenciar negativamente os retornos das ações no mercado. Possíveis reações podem ocorrer dependendo não apenas do conteúdo das respostas, mas também da maneira como são apresentadas, incluindo o tom de voz e a utilização de humor (Price et al., 2012; Call et al., 2023). Além disso, há também o risco latente de exposição indevida de informações sensíveis (Dye 2001; Verrechia 2001; Beyer et al., 2010) ou da recusa em responder questionamentos (Gow et al., 2021).

Um exemplo notável de uma empresa que sofreu devido a uma conferência de resultados mal apresentada é a Tesla em maio de 2018. Durante a teleconferência sobre os lucros do primeiro trimestre, o CEO Elon Musk interrompeu analistas e recusou-se a responder perguntas consideradas "chatas". Esta atitude foi mal recebida pelos investidores, resultando em uma queda significativa no preço das ações da Tesla logo após a conferência. As ações da Tesla caíram cerca de 5% no

dia seguinte, resultando em uma perda de aproximadamente 2 bilhões de dólares em valor de mercado (White, 2018).

Um outro exemplo foi a empresa *Valeant Pharmaceuticals*, agora conhecida como *Bausch Health Companies*, enfrentou sérias consequências após uma conferência de resultados conduzida de forma insatisfatória no ano de 2015. Durante a conferência, executivos não conseguiram fornecer respostas satisfatórias sobre a estrutura de preços e práticas contábeis da empresa, resultando em uma perda significativa de valor de mercado e queda no preço das ações (U.S. Securities and Exchange Commission, 2020).

A revelação inadvertida de detalhes confidenciais ou estratégicos da empresa podem conferir vantagem competitiva a concorrentes ou alimentar especulações prejudiciais (Kimbrough, 2005; Bassyouny et al., 2022). Além disso, o ato de conduzir tais conferências implica custos, tanto financeiros quanto de tempo, fatores que podem dissuadir alguns executivos.

No entanto, a ausência de tais eventos pode levar a mal-entendidos sobre a saúde e a direção da empresa, amplificando a incerteza entre investidores e analistas. Esses desafios sublinham a necessidade de uma gestão cuidadosa e criteriosa durante as conferências, a fim de maximizar sua eficácia enquanto se minimizam possíveis consequências negativas (Brown et al., 2004; Beyer et al., 2010; Chatjuthamard & Jiraporn, 2023).

Para contextualizar a adoção das conferências de resultados em diferentes mercados, é útil comparar os cenários dos Estados Unidos e do Brasil. Nos Estados Unidos, onde o número total de empresas de capital aberto tem variado ao longo dos anos, há aproximadamente 4.000 empresas listadas nas principais bolsas de valores, como a NYSE e a NASDAQ (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2019; McKinsey &

Company, 2021; World Bank, 2022; Statista, 2023) em que a maioria dessas empresas públicas realiza conferências de resultados regularmente. Em contraste, no Brasil, em meio a 690 empresas listadas na Bolsa de Valores B3 (B3, 2024), dados extraídos da plataforma LSEG demonstram que apenas 140 empresas realizaram conferências de resultados no ano de 2022.

A transparência é um ingrediente importante para manter a confiança do mercado e dos acionistas, mas o desafio se impõe no equilíbrio entre a divulgação de informações e a possibilidade de gerar reações adversas. Os gestores, cientes deste cenário, enfrentam apreensão quanto a reações negativas, tanto dos investidores quanto dos analistas, diante das informações apresentadas (Hollander et al., 2010; Price et al., 2012; Ferreira et al., 2019).

Neste contexto, **o objetivo deste artigo é fornecer recomendações e reflexões fundamentadas para auxiliar os gestores na condução, de forma mais segura e eficiente, de suas conferências de resultados.** Logo, oferecendo um caminho mais seguro para a condução de conferências de resultados de forma a minimizar os efeitos potencialmente prejudiciais da exposição ao risco.

Importante ressaltar que as recomendações propostas neste trabalho não se configuram como regras ou prescrições rígidas, mas como diretrizes que visam aperfeiçoar a eficácia das conferências de resultados e, ao mesmo tempo, mitigar possíveis riscos associados a exposição durante as próprias conferências.

Destaca-se a motivação deste trabalho pela necessidade de apoiar os gestores no processo de condução de conferências de resultados. Embora existam evidências acadêmicas substanciais que detalhem relações entre comportamento dos gestores nestes eventos e possíveis associações com a volatilidade nos preços das ações (Hollander et al., 2010; Miller, 2010; Doran et al., 2012; Price et al., 2012; Tan et al.

2014; Gow et al., 2021; Call et al., 2023), essas informações estão frequentemente encapsuladas em uma linguagem técnica densa e uma exposição metodológica detalhada e, por isso, podem ser de difícil acesso para muitos gestores. A intenção deste artigo é demonstrar resultados de artigos acadêmicos complexos de forma mais simples e acessível, proporcionando aos integrantes do mercado um acesso mais prático e digerível a uma síntese organizada dos achados acadêmicos sobre o tema. Portanto, que estas recomendações contribuam para a realização de conferências de resultados mais eficientes, seguras e, por consequência, para a construção de uma relação mais estável entre as empresas e seus investidores.

2 PRÁTICAS DE DIVULGAÇÃO, CONFERÊNCIAS DE RESULTADOS E O CONHECIMENTO CIENTÍFICO DA ÁREA

O entendimento central deste tema é construído por meio de conjunto amplo de pesquisas e evidências científicas que, ao longo dos anos, foram integradas tanto no meio acadêmico quanto ao mercado por meio de profissionais que acompanham as publicações científicas e suas evidências. Estas perspectivas advêm das ciências da linguagem e psicologia (Henry, 2008; Beyer et al., 2010) e da própria ciência das finanças (Loughran & McDonald, 2011; Davis et al., 2015; Ferreira et al., 2019), que se interconectam por meio da evidenciação empresarial (Verrecchia, 2001; Bassyouny et al., 2022). Contribuições estas que buscaram auxiliar o setor de negócios e a sociedade em geral na compreensão de fatores relacionados às práticas corporativas de divulgações voluntárias tais como reações de investidores, analistas e sinalizações de performance empresarial.

A teoria da evidenciação (Akerlof, 1970; Verrecchia 2001) fundamenta-se na premissa de que a ausência de informações adequadas entre vendedores e

compradores pode levar a consequências adversas, como a depreciação de preços e a diminuição da qualidade dos produtos oferecidos. Esse fenômeno é ilustrado pelo exemplo do “problema dos limões”, em que, analogamente, se as informações sobre a rentabilidade das empresas são inacessíveis pelos investidores, pode haver uma desvalorização generalizada nos ativos das empresas, independentemente de seu desempenho, podendo resultar no colapso do mercado (Akerlof, 1970; Verrecchia 2001; Beyer et al., 2010).

De forma contrastante, o acesso a uma maior quantidade de informações proporciona aos compradores e investidores um incremento no poder de decisão. Isso possibilita a determinação mais exata dos valores dos ativos, resultando em melhor eficiência do mercado (Fama, 1970; Verrecchia 2001). No contexto amplo, a construção da divulgação empresarial é influenciada tanto por fatores como a assimetria informacional, quanto pelos dilemas de representação - ou diferenças de incentivos - entre três grupos chave: fundadores, executivos e acionistas, fenômeno também conhecido como problemas de agência (Beyer et al., 2010).

Além da teoria exposta, uma conceituação complementar que orienta a definição da prática da evidenciação, ou *disclosure* segundo Skillius e Wennberg (1998), é descrita, em três categorias distintas, como: evidenciação obrigatória a forma de divulgações exigidas por lei; evidenciação voluntária a prática voluntária realizada por gestores e evidenciação involuntária sendo o fenômeno de exposição de informações sem a devida anuência da própria empresa podendo ser contrário aos interesses da mesma (Skillius & Wennberg, 1998).

Dye (2001) considera que o devido hábito empresarial de divulgação pode ser entendido como uma decisão derivada da teoria de jogos, em que informações serão expostas somente quando o cenário demonstrar horizontes benéficos, ou quando

houver o mínimo de conveniência. O hábito contrário, de omissão, também pode ser presente quando as condições forem propícias, reforçando a importância desta teoria para interpretação de comportamentos, posturas e atitudes, como privação de detalhes ou até mesmo silêncio durante uma evidenciação (Dye, 2001; Hollander et al., 2010). Determinada abordagem pode ser exemplificada ao considerar a utilização de informações contábeis ao mercado de duas formas: ex-ante e ex-post, em que a primeira permite que investidores analisem o mercado de forma prévia considerando alocação de recursos baseando-se em fundamentos que possam influenciar resultados futuros, já a segunda permite que os investidores e acionistas monitorem seus resultados uma vez já comprometidos (Beyer et al., 2010).

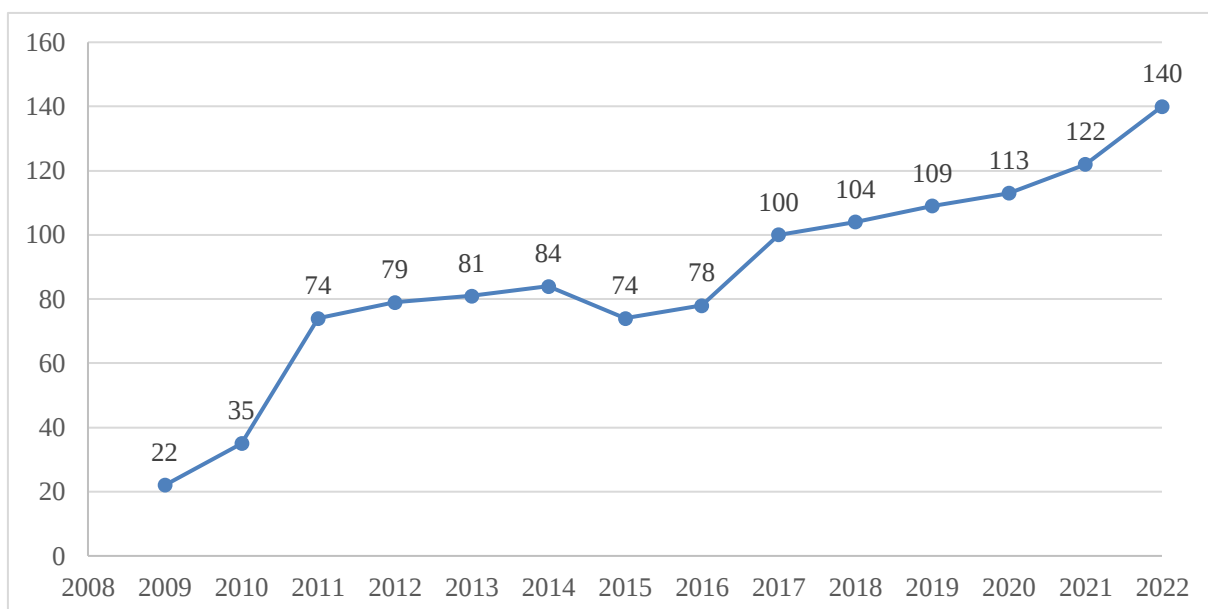
Em termos de avaliação do potencial impacto positivo das divulgações voluntárias, Beyer et al. (2010) também analisaram a variação anormal nos retornos trimestrais de ações americanas. Em seus resultados, em média, 28,37% dos efeitos foram percebidos nos dias em que eram feitas divulgações financeiras. Dessas oscilações, os autores relatam que 66% eram associadas à prática de divulgações de voluntárias, outros 22% eram referentes a previsões de analistas e por fim, somente 12% dos efeitos advinham de divulgações obrigatórias.

Trazendo luz à especificidade discutida neste trabalho, as conferências de resultados, em termos de sua configuração, normalmente apresentam um formato de realização configurado por dois momentos ou seções: a apresentação, também conhecida como *safe harbor* (porto seguro), momento que os gestores demonstram e apresentam os resultados recentes e as expectativas para os próximos períodos, na seção de perguntas e respostas, os convidados presentes (analistas e investidores, normalmente) podem participar interpellando questionamentos em tempo real sobre os devidos resultados apresentados no trimestre (Healy & Palepu, 2001; Frankel et

al., 2010; Hollander et al., 2010; Doran et al., 2012; Price et al., 2012; Moreira et al., 2016).

A prática das conferências de resultados tem crescido significativamente no Brasil ao longo dos anos. O gráfico exposto na Figura 1 apresenta a evolução do número de empresas de capital aberto que realizaram conferências de resultados de 2009 a 2022, refletindo a adoção crescente desta importante ferramenta de comunicação.

Figura 1: Evolução anual de empresas que realizaram conferências de resultados no Brasil.



Fonte: Dados da plataforma *Refinitiv*.

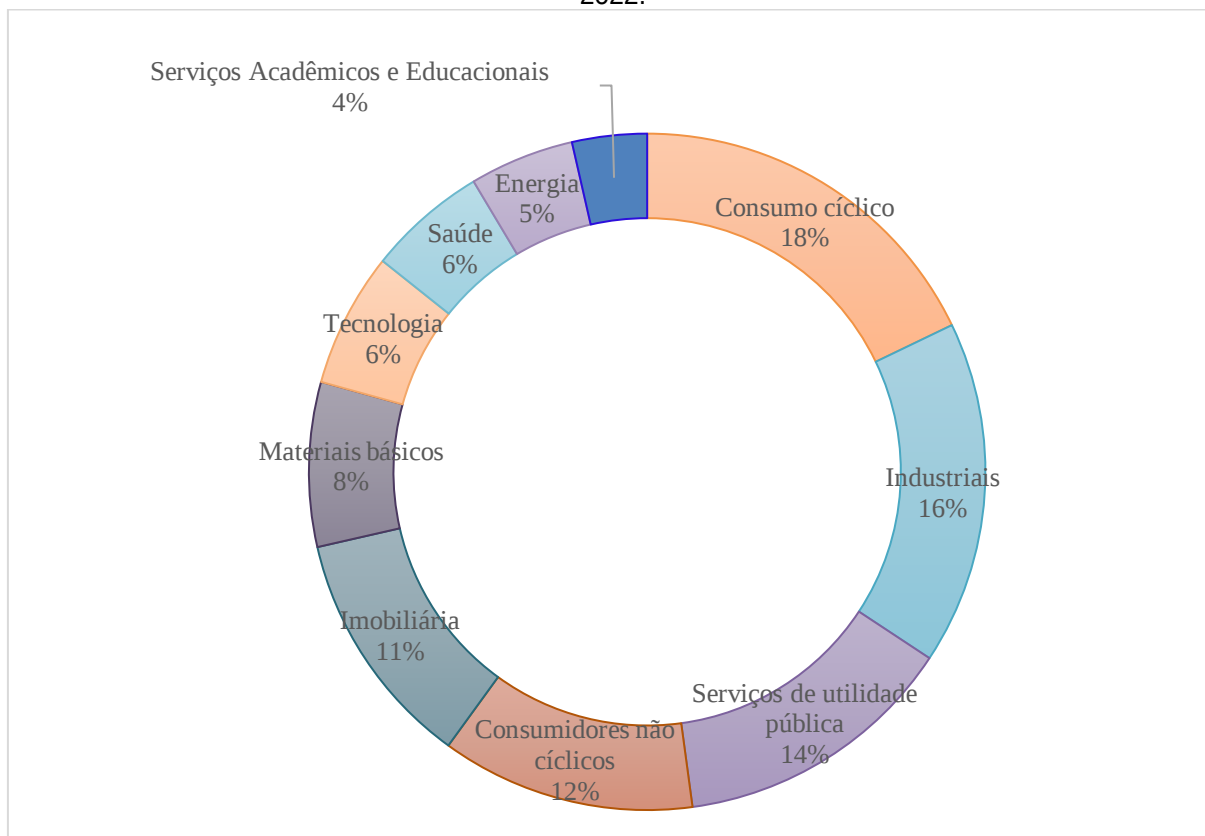
Nota: Adaptada pelo autor.

Embora o crescimento exposto na Figura 1 seja nítido, a constância de realização das conferências por uma mesma empresa apresenta valores menos expressivos, considerando que, nos mesmos dados, no período de 2017 a 2022, apenas 65 empresas brasileiras de capital aberto mantiveram a realização ininterrupta de conferências.

Para entender melhor a aplicação prática das conferências de resultados, é interessante observar a distribuição setorial das empresas que realizaram essas conferências em 2022. O gráfico a seguir mostra quais setores são mais ativos nessa

prática, destacando as indústrias que mais investem em comunicação direta com seus investidores.

Figura 2: Relação de empresas que realizaram conferências de resultados por setores no Brasil em 2022.



Fonte: Dados da plataforma *Refinitiv*.

Nota: Adaptada pelo autor.

A evolução dos métodos de pesquisa em finanças corporativas tem permitido um foco cada vez maior em práticas específicas, como a realização de conferências de resultados por empresas de capital aberto. Alguns estudos têm trazido à luz uma série de evidências que destacam a importância de tais conferências para a saúde financeira e reputacional das empresas (Beyer et al., 2010; Bassyouny et al., 2022). Notavelmente, a prática de conferências tem sido associada à redução tanto do grau de assimetria informacional, quanto de custos de capital da firma (Brown et al., 2004). Estas conferências também desempenham um papel crucial na mediação das reações de gestores a eventos inesperados e na forma como essas reações são

percebidas pelo mercado (Doran et al., 2012; Price et al., 2012; Davis et al., 2015; Ferreira et al., 2019; Druz et al., 2020; Call et al., 2023).

Expandindo a análise, Frankel et al. (1999) observaram que as empresas que realizam conferências de resultados são, em média, maiores, mais lucrativas, acessam com maior frequência os mercados de capital e apresentam crescimento mais acelerado em comparação a outras empresas. Este achado sugere que as conferências de resultados são uma prática comum entre empresas que estão em uma trajetória de expansão rápida e que buscam capital para alimentar esse crescimento. Isso reforça o papel essencial dessas conferências na construção de uma reputação corporativa positiva e na manutenção da saúde financeira da empresa.

Ao mesmo tempo, uma nova geração de pesquisas vem sendo possibilitada pela confluência entre a ciências da comunicação, finanças e técnicas de automação e algoritmos. Estudos conhecidos pelo uso de *Natural Language Processing* (Li, 2008; Bassyouny et al., 2022) apresentam abordagens de análise de conteúdo automatizada, via algoritmo, para extrair o tom de comunicação e de complexidade e então avaliar associações com o conteúdo de formulários e relatórios financeiros, bem como as transcrições de conferências de resultados. Essas abordagens têm revelado associações entre o tom e a complexidade do discurso dos gestores e a reação dos mercados. Em particular, um tom positivo nas conferências tem sido associado a reações positivas do mercado, maiores retornos anormais e um aumento nos volumes de negociação (Price et al., 2012). Este campo emergente de pesquisa destaca a importância de não apenas o que é comunicado durante as conferências de resultados, mas também de como é comunicado. (Mayew & Venkatachalam, 2012).

Avançando para a fronteira do que há de mais recente neste campo de pesquisa, técnicas de *machine learning* estão sendo aplicadas para analisar áudios e

transcrições das conferências de resultados, permitindo uma análise ainda mais sofisticada e contextual das declarações dos gestores. Onde a análise de conteúdo computadorizada tradicional pode ser limitada por seu foco na frequência das palavras, ignorando o contexto geral de um conteúdo, o *machine learning* supera essas limitações, examinando o discurso em sua totalidade (Bassyouny et al., 2022). Um exemplo emergente e inovador de estudo envolve a detecção de comportamentos de "não resposta" ou esquiva por parte dos gestores durante as sessões de perguntas e respostas (Gow et al., 2021). Através da aplicação de técnicas avançadas de aprendizado de máquina, os pesquisadores são capazes de identificar tais comportamentos e investigar possíveis associações com os resultados de performance atuais e futuro da empresa.

Outro exemplo recente de pesquisa que envolve o *machine learning* envolve a análise do humor dos gestores. A tecnologia empregada permite a análise conjunta de áudio e transcrições das conferências, possibilitando a detecção sutil das nuances de humor, fornecendo uma nova proxy para entender como o humor dos gestores durante as conferências de resultados pode influenciar a percepção dos investidores e outras partes interessadas (Call et al., 2023). Citam-se também estudos recentes de avaliação da cultura corporativa para a inovação através das transcrições das conferências onde busca oferecer esclarecimentos sobre fatores que promovem e são afetados pela inovação (Likitapiwat et al., 2022; Chatjuthamard & Jiraporn, 2023). Esses avanços recentes na pesquisa, possibilitados pelo *machine learning*, estão desbloqueando novas perspectivas sobre a complexa interação entre gestores, investidores e analistas durante as conferências de resultados.

A relevância da teoria da evidenciação é notória no contexto das conferências de resultados, onde a informação é o bem mais valioso. O equilíbrio na divulgação de

informações, evitando tanto a insuficiência que deprecia o valor de mercado, quanto o excesso que pode confundir e afugentar investidores, se apresenta como um desafio para os gestores. Neste cenário, a evidenciação eficaz torna-se uma ferramenta importante para o desempenho positivo no mercado de ações e para o gerenciamento dos *stakeholders*.

O desenvolvimento deste campo científico proporcionou evidências que lançaram luz sobre complexas associações entre comportamentos de gestores, investidores e analistas e seus impactos sobre variáveis endógenas e exógenas empresariais, incluindo os resultados das firmas, a reação dos mercados e retornos anormais de ações.

Este artigo visa estabelecer diretrizes que facilitem a prática da evidenciação, ordenando recomendações e cuidados baseados em evidências científicas. O objetivo é encontrar um equilíbrio entre os benefícios observados da divulgação voluntária e a mitigação dos riscos de exposição, especialmente nas seções de apresentação, bem como de perguntas e respostas. Nesse sentido, espera-se que estas recomendações funcionem como uma ferramenta útil para os gestores que buscam conduzir suas conferências de resultados de maneira eficaz, responsável e ética.

3 RECOMENDAÇÕES E CUIDADOS AOS GESTORES PARA CONDUÇÃO DE CONFERÊNCIAS DE RESULTADOS

3.1 REALIZEM CONFERÊNCIAS DE RESULTADOS

A primeira recomendação para gestores de companhias de capital aberto é clara: façam conferências de resultados! A justificativa para esta diretriz é pautada na equalização entre a possibilidade de benefícios diretos - como redução de custo de capital e velocidade da reação do mercado de capital - frente a custos incorridos da

divulgação ou ao risco de exposição diante de questionamentos de gestores e investidores. Exemplificando o cenário brasileiro, nem todas as empresas na B3 são obrigadas por lei ou regulação a realizar conferências trimestrais de resultados. Sendo somente as empresas do segmento de governança Novo Mercado obrigadas a realizar, em até cinco dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, uma apresentação pública sobre as informações divulgadas (B3, 2023).

A importância, para os gestores, de realizar conferências de resultados é apoiada por uma série de vantagens e oportunidades significativas que a literatura tem demonstrado ao longo do tempo. Ela não só contribui para a redução da assimetria informacional e dos custos de capital, como também permite uma reação mais rápida dos investidores e uma previsão mais precisa dos analistas (Frankel et al., 1999; Brown et al., 2004; Kimbrough, 2005; Henry, 2008; Beyer et al., 2010; Ferreira et al., 2019; Druz et al., 2020; Delisle et al., 2021; Bassyouny et al., 2022). Além disso, essas conferências fornecem informações valiosas que vão além dos tradicionais comunicados à imprensa, especialmente durante as seções de discussão (Matsumoto et al., 2011). Esses encontros não são meras formalidades, mas eventos-chave que podem moldar a percepção dos investidores e analistas, além de influenciar a performance da corporação no mercado financeiro.

Dentre benefícios observados na literatura, perante a realização de conferências de resultados, é destacável a redução da assimetria informacional e de custos de capital (Brown et al., 2004; Lu & Chueh, 2015; Hope & Wang, 2018; Delisle et al., 2021). Ao disponibilizar informações detalhadas e responder a perguntas durante essas conferências, as empresas podem preencher lacunas de conhecimento e igualar as condições para todos os envolvidos do mercado. Isto pode levar a um

ambiente de investimento mais equitativo e eficiente, reduzindo assim os custos de capital da empresa. Estudos como o realizado por Brown et al. (2004), apontam para uma forte associação entre a prática de conferências de resultados e a diminuição da assimetria informacional ao avaliarem dados de conferências de várias empresas listadas na NYSE, AMEX e Nasdaq entre janeiro de 1999 e dezembro de 2001. Os trabalhos de Lu e Chueh (2015), Hope e Wang (2018) e Delisle et al. (2021) corroboram com estes resultados. Estes autores argumentam que a redução na assimetria de informação pode diminuir o custo do capital próprio para as empresas, pois os investidores não informados exigem um prêmio de retorno menor. As organizações que começam e sustentam a prática de conduzir essas conferências geralmente observam uma diminuição significativa na disparidade de informações, podendo levar a uma queda proporcional nos seus custos de financiamento.

Além de fornecer informações valiosas, as conferências de resultados também permitem maior velocidade em termos de reação dos investidores e analistas. A oportunidade de esclarecer dúvidas e explicar os detalhes dos resultados financeiros pode acelerar o processo de tomada de decisão de investidores e analistas, minimizando a volatilidade do preço das ações após o anúncio dos resultados. Kimbrough (2005) traz à tona a relevância do conteúdo apresentado durante a realização das conferências de resultados e seu estudo indica que as informações discutidas durante a realização da sessão de perguntas e respostas permitem que as implicações futuras dos resultados divulgados sejam compreendidas mais rapidamente por investidores e analistas. Price et al. (2012) e Azrak et al. (2021) corroboram esta ideia com seus estudos no qual concluem que a presença de conferências melhora a eficiência da reação do mercado às divulgações de resultados financeiros, reduzindo a volatilidade dos preços das ações. Os autores relatam que o

início das conferências de resultados está ligado a uma diminuição considerável em dois aspectos da resposta dos investidores: a flutuação no valor das ações após a divulgação dos resultados e a porcentagem do atraso na resposta total do mercado seguindo o anúncio dos resultados. Outro aspecto importante é a precisão das previsões. As conferências de resultados proporcionam um espaço onde os analistas podem obter informações diretas dos gestores, o que pode levar a previsões mais precisas. Esta vantagem não é apenas benéfica para os analistas, mas também para os investidores que se baseiam nessas previsões para tomar suas decisões. O estudo de Kimbrough (2005) além do descrito, também demonstra que a realização das conferências de resultados apresenta associação com a diminuição da variável de erro nas previsões feitas por analistas.

Em complemento, as conferências de resultados são uma oportunidade para as empresas apresentarem informações além das que são obrigadas a divulgar através dos comunicados à imprensa. Este conteúdo adicional, especialmente na seção de discussões, pode fornecer um nível de profundidade que pode ser muito valioso para os participantes interessados nestas informações de mercado e demais *players*. De forma específica, Matsumoto et al. (2011) separou o conteúdo informacional das conferências de resultados, considerando tanto as seções de apresentação, quanto as de perguntas e respostas, e verificou se as conferências de resultados oferecem informações incrementais em relação aos comunicados à imprensa (*press releases*). Os achados sugerem que ambas as partes apresentam informações incrementais, porém a parte de discussões oferece um conteúdo mais rico em informações devido à participação de analistas externos.

É imperativo lembrar que nesta caminhada, o cenário não é composto apenas por paisagens favoráveis, mas também abriga desafios e riscos potenciais que devem

ser identificados e administrados com diligência. A complexidade do gerenciamento eficaz dessas conferências será mais detalhadamente explorada nas próximas recomendações, oferecendo aos gestores um guia mais completo para enfrentar estas questões com a devida prudência e preparo.

Resumo das Sugestões:

- Incentivo a prática de conferências de resultados para melhorar a transparência e reduzir a assimetria informacional.
- Benefícios incluem redução de custos de capital e respostas mais rápidas do mercado às divulgações.
- Exemplos incluem melhores previsões de analistas e redução da volatilidade dos preços das ações.

3.2 CUIDADO COM O TOM DAS PALAVRAS DURANTE O DISCURSO

A gestão da tonalidade do discurso em conferências de resultados é um fator de influência diante da percepção do mercado tanto sobre o desempenho, quanto às perspectivas futuras da empresa. Durante as sessões, tanto de apresentação dos resultados, quanto de perguntas e respostas, onde o script pré-definido dá lugar a um diálogo mais aberto com analistas e investidores, a escolha das palavras e a gestão do tom se destacam como pontos inegáveis de atenção. Isso porque, ao se apresentarem e posteriormente responderem perguntas em tempo real, os gestores estão transmitindo informações não só pelo conteúdo de suas respostas, mas também pela forma como elas são dadas.

Evidências científicas corroboram a afirmação de que o tom proveniente da fala dos gestores em conferências de resultados pode influenciar a reação dos mercados

(Price et al., 2012; Bassyouny et al., 2022; Tonin & Scherer 2022), tornando-se uma área muito sensível e valiosa para a comunicação estratégica. A recomendação é clara aos gestores: cuidado com o tom das palavras utilizadas tanto no discurso durante a seção de apresentação quanto das respostas durante as seções de discussão dos resultados. Buscar, e utilizar, palavras de tom mais positivo pode desencadear uma série de reações benéficas para a empresa no mercado de capitais.

Embora dito que a tonalidade do discurso e a escolha de palavras positivas representam uma estratégia comunicativa que pode impactar de maneira significativa o desempenho da firma no mercado, este cuidado com o tom não deve ser encarado como uma tentativa de mascarar a realidade ou ser desonesto. Mas uma maneira de garantir que a mensagem transmitida seja clara, compreensível e, acima de tudo, não cause reações adversas desnecessárias no mercado.

As evidências sustentam uma visão clara em que um discurso com tom otimista, pautado por palavras positivas e uma abordagem construtiva, é associado a retornos anormais mais altos e maiores níveis de atividade do mercado tanto em um momento mais próximo da conferência quanto em uma janela temporal mais longa após a divulgação (Price et al., 2012). Este efeito pode ser observado independentemente do conteúdo das notícias divulgadas. Ou seja, mesmo em face de notícias menos favoráveis, um tom positivo pode atenuar os impactos negativos dessas informações sobre os retornos anormais (Doran et al., 2012).

Exemplificando evidências, o estudo de Price et al. (2012), que analisou transcrições de 2800 conferências de resultados em um recorte de 16 trimestres seguidos, concluiu que um tom positivo durante as conferências está associado a retornos mais elevados das ações. Através de uma análise de conteúdo computadorizada, ou *Natural Language Processing* (Bassyouny et al., 2022),

utilizando dois dicionários distintos – o “*Harvard IV-4 Psychosocial Dictionary*” e Henry (2008), a pesquisa revelou que em ambas as seções, de apresentação e de perguntas e respostas, uma abordagem otimista mostrou uma relação positiva com maiores retornos das ações.

Como caso complementar, Doran et al. (2012) analisaram a relação entre o tom das chamadas de conferência de resultados trimestrais de empresas categorizadas como REITs (Real Estate Investment Trusts) e a reação anormal do preço das ações no momento e imediatamente após os anúncios de resultados trimestrais. O tom das conferências apresentou associação significativa para os retornos atípicos tanto no momento quanto imediatamente após os anúncios de lucros trimestrais. Também foi evidenciado que um tom positivo na seção destinada a perguntas e respostas exibe potencial de compensar efeitos prejudiciais de uma notícia negativa de ganhos, tal qual descrito pela expressão “*when the numbers are poor, management needs to speak for them*” (Doran et al., 2012, p.430).

Como um exemplo brasileiro, Tonin e Scherer (2022) utilizaram uma amostra de 1.165 transcrições de conferências de resultados de 44 companhias nacionais listadas na B3, do período de 2010 a 2017, e avaliaram o tom de diferentes profissionais envolvidos nas conferências de resultados em posições executivas e também analistas descritos como *sell-side* e *buy-side*. Utilizando o dicionário de Loughran e McDonald (2011), o estudo descobriu que o tom das palavras utilizadas tem um impacto significativo na reação do mercado de ações. Além do exposto, os autores argumentam que todos os participantes desses eventos corporativos podem influenciar o comportamento do mercado de ações.

Embora pesquisas tenham apontado para uma associação positiva entre o tom da comunicação em conferências de resultados e retornos atípicos no mercado de

ações, é fundamental compreender que o impacto sobre os retornos anormais não se deve exclusivamente ao tom utilizado. Os retornos anormais são afetados por uma multiplicidade de fatores, incluindo desempenho da empresa, condições de mercado, entre outros aspectos macro e microeconômicos. Contudo, a ênfase reside no entendimento de que, em um ambiente complexo como o mercado de capitais, todas as variáveis importam e nenhuma delas deve ser negligenciada. Nesse contexto, se esquivar de um tom potencialmente negativo durante as conferências de resultados é uma prática recomendada, na medida em que pode ajudar a evitar efeitos negativos, mesmo que parciais, sobre os retornos anormais. Esta recomendação se mantém, baseada na premissa de minimizar qualquer possibilidade de influência adversa sobre o desempenho das ações da empresa.

Em suma, a adoção de um tom positivo em Conferências de Resultados é uma estratégia eficaz que pode trazer benefícios palpáveis para a empresa. E, embora seja um desafio, é um aspecto que merece a devida atenção por parte dos gestores de empresas de capital aberto.

Por último, é importante destacar que, apesar das pesquisas demonstrarem a associação entre o tom das conferências e os retornos anormais de mercado, existem também evidências de variáveis endógenas que podem influenciar o tom expressado durante conferências de resultados. Estudos indicam que características específicas da empresa (Li, 2010) e particularidades idiossincráticas dos gestores (Davis et al., 2015) podem afetar diretamente o tom adotado durante as conferências.

Resumo das Sugestões:

- Um tom positivo e construtivo pode influenciar favoravelmente a percepção do mercado.
- Evidências mostram que um tom otimista está associado a retornos anormais mais elevados e volumes de negociação maiores.
- Evitar tom negativo para prevenir impactos adversos nas ações.

3.3 CUIDADO COM A COMPLEXIDADE DO DISCURSO

A simplicidade e a clareza do vocabulário podem não apenas facilitar a compreensão das informações divulgadas, mas também influenciar positivamente a reação dos investidores. A recomendação para a simplificação do discurso não visa reduzir o nível de profundidade das informações apresentadas, mas torná-las mais acessíveis e facilmente compreendidas.

A literatura econômica e de finanças fornece vários insights sobre a influência do uso de uma linguagem mais simples em divulgações de resultados. Li (2008), Rennekamp (2012) e Asay et al. (2017) sugerem que os participantes tendem a confiar mais nas divulgações que são mais legíveis, o que é mediado pela facilidade de processamento. Isso significa que um discurso menos complexo pode tornar as informações mais processáveis para os investidores, o que por sua vez pode aumentar a sua confiança nas divulgações e potencialmente levar a reações mais fortes em relação à avaliação da empresa.

Além disso, estudos como o de Miller (2010) e Lee et al. (2017) indicam que as comunicações mais claras e compreensíveis estão ligadas a um aumento no volume de negociação entre os pequenos investidores no momento da divulgação dos

resultados. Isso sugere que a simplificação do discurso pode não apenas aumentar a compreensão dos investidores, mas também promover uma maior atividade de negociação e, portanto, potencialmente afetar o desempenho das ações da empresa.

Agora tratando-se especificamente sobre as conferências de resultados e ressaltando a importância de considerar o público-alvo durante sua realização, garantindo que a linguagem usada seja adequada ao nível de sofisticação dos investidores, destaca-se a pesquisa de Tan et al. (2014). Os autores abordam uma análise sobre como a combinação de uma linguagem mais simples e direta aliada a positividade no tom das palavras pode impactar o julgamento dos investidores. Segundo o estudo, quando a legibilidade (*readability*) é baixa, o uso de uma linguagem positiva pode levar a julgamentos de lucros mais elevados para os investidores menos sofisticados, mas a julgamentos de lucros mais baixos para os investidores mais sofisticados.

A relevância da clareza na linguagem utilizada durante as conferências de resultados é evidenciada em um estudo conduzido por Brochet et al. (2016). Neste trabalho, os autores investigam como as barreiras linguísticas afetam a reação do mercado de capitais às divulgações de informações. A pesquisa, que se baseia em transcrições de conferências de empresas não americanas em inglês, demonstra que as conferências de firmas de países com maiores barreiras linguísticas tendem a conter mais expressões confusas (não claras) e equivocadas. O estudo mostra que as conferências que apresentam maior uso de inglês não claro e mais expressões errôneas estão associadas a menor movimentação diária nos preços dos ativos negociados e a menor volume de negociação. Esse achado ressalta a importância do uso de uma linguagem clara e precisa na condução de conferências de resultados.

Apresentando trechos que transmitem exemplos de falas com complexidade, Brochet et al. (2016, p.46) cita uma manifestação do gestor da Moody's durante uma conferência no ano de 2013 no qual a complexidade é percebida pela necessidade de entender uma vasta gama de fatores macroeconômicos e de mercado de capitais que influenciam as previsões: *"Moody's outlook for 2014 is based on assumptions about many macroeconomic and capital market factors including interest rates, corporate profitability, business investment spending, mergers and acquisition activity, consumer borrowing and securitization and the amount of debt issued."*

Um outro exemplo segundo Brochet et al. (2016, p.47), advindo de um representante da empresa Oracle durante uma conferência de 2014, demonstra complexidade pelo detalhamento técnico dos produtos e afirmações sobre crescimento e ganho de mercado sem uma previsão clara do ambiente macroeconômico: *"our engineered systems are now almost 70% of our revenue, and all three of those are growing and they are gaining share. So, is it sustainable? Listen, I can't predict the macro, but I can predict we will continue to gain share."*

Ainda que nem todos os estudos e evidências mencionados nesta recomendação não abordem diretamente as conferências como objeto de divulgação, é importante frisar que suas conclusões e lições permanecem válidas e relevantes. Isso ocorre porque, independentemente do meio utilizado para a divulgação, o objetivo permanece constante: apresentar informações claras e acessíveis que permitam uma avaliação precisa e confiável da empresa. Portanto, é recomendável que os gestores considerem cuidadosamente a complexidade do discurso durante as conferências de resultados, aliado a uma linguagem clara e compreensível. A escolha de um vocabulário mais simples e positivo pode melhorar a reação dos investidores e, por sua vez, impactar positivamente o desempenho das ações da empresa.

Resumo das sugestões:

- Utilizar uma linguagem clara e simples para facilitar a compreensão dos investidores.
- Estudos indicam que discursos mais legíveis aumentam a confiança dos investidores e promovem maior atividade de negociação.

Exemplo: Menor complexidade do discurso pode levar a reações mais positivas do mercado.

3.4 CUIDADO COM (A FALTA DE) HUMOR

A quarta recomendação à gestão de companhias de capital aberto aborda um aspecto inusitado, porém, comum nas interações humanas - o humor. Este elemento, quando bem aplicado, tem o potencial de impactar positivamente a reação dos investidores e mercados durante as conferências de resultados.

Call et al. (2023) em uma análise por meio do uso do ferramental de algoritmo de *machine learning*, descrito pelo autor como *laughter-detection package*, conseguiu mensurar a presença de uso do humor por parte dos gestores durante as conferências de resultado. Segundo os autores, foi constatado que um uso bem-sucedido de humor pelos gestores resultou em uma reação de mercado mais positiva imediatamente após a chamada, e em revisões menos negativas nas previsões de ganhos dos analistas. Esta descoberta sugere que o humor pode ser uma ferramenta eficaz para mitigar reações negativas do mercado a notícias desfavoráveis.

Os gestores que conseguem empregar humor de forma eficaz nas conferências de resultados corporativos tendem a obter uma resposta mais favorável dos investidores e analistas. O uso do humor também foi associado a uma redução na

reação do mercado a notícias negativas de ganhos e a revisões de previsão mais favoráveis dos analistas em relação a notícias negativas de ganhos. Além disso, o uso de humor pelos gestores foi positivamente associado a surpresas de ganhos futuros, conforme os dados levantados por Call et al. (2023).

No entanto, deve-se destacar que o humor, como qualquer outra estratégia de comunicação, deve ser utilizado com cuidado. Se percebido como excessivamente ensaiado ou empregado para evitar responder a perguntas difíceis, o humor pode ser mal interpretado pelos investidores. Ainda assim, é importante considerar que, na comunicação corporativa, a utilização de humor pode significar um diferencial positivo na percepção dos investidores, analistas e mercados, contribuindo para uma reação mais favorável após as conferências de resultados.

König et al. (2024), embora não limitem sua pesquisa à conferência de resultados, corroboram os achados de Call et al. (2023) ao explorarem como diferentes tipos de humor utilizados por CEOs podem influenciar positivamente as avaliações sociais de suas organizações pelos infomediários, como jornalistas e analistas. Os autores destacam que o humor afiliativo e o humor autoapreciativo geralmente fortalecem a aprovação social, a reputação organizacional e a legitimidade. Esse uso estratégico do humor pode aumentar a percepção de otimismo e competência dos líderes, impactando favoravelmente a reação do mercado. Assim, mesmo em contextos variados, o humor emerge como uma ferramenta poderosa para moldar percepções positivas e mitigar reações adversas, reiterando a importância de uma comunicação eficaz e bem-humorada no ambiente corporativo.

Além disso, Kamrath (2023) também investigou o impacto do humor dos gestores, descobrindo que o humor “bem-sucedido” pode reduzir o processamento de informações pelos investidores, enquanto o humor “falho” pode aumentar esse

processamento, levando a julgamentos mais sensíveis. Segundo o autor, o processamento de informações refere-se à quantidade de atenção, análise e integração das informações que os investidores realizam ao fazer seus julgamentos de valor sobre uma empresa.

Portanto, evidências sugerem que a incorporação do humor nas conferências de resultados pode ser uma estratégia eficaz para melhorar as reações dos mercados e dos investidores. Os gestores podem, assim, considerar a inclusão de elementos de humor ao preparar seus discursos tanto para a seção de apresentação dos resultados do trimestre, quanto para as seções de perguntas e respostas. Ainda que represente um desafio, os potenciais benefícios desta abordagem ressaltam a importância de se considerar cuidadosamente todos os aspectos das conferências de resultados, incluindo o tom e o estilo de comunicação adotados.

Resumo das Sugestões:

- O uso estratégico do humor pode melhorar a resposta dos investidores e reduzir reações negativas a notícias desfavoráveis.
- Estudos mostram que humor bem aplicado resulta em avaliações mais favoráveis e revisões menos negativas.
- Importante balancear humor para evitar percepções negativas ou excesso de informalidade.

3.5 CUIDADO COM O MOMENTO AGENDADO PARA APRESENTAÇÃO

A escolha do momento para a apresentação dos resultados da empresa pode parecer algo trivial em um primeiro momento, mas evidências da literatura sugerem que este fator pode ter implicações significativas tanto no tom da comunicação quanto

nos resultados subsequentes dos preços das ações. Em particular, os gestores podem preferencialmente considerar a realização de conferências de resultados mais cedo no dia para afetar positivamente a eficácia de sua comunicação e potencialmente influenciar positivamente os retornos anormais das ações.

Um estudo realizado por Chen et al. (2018), baseando-se em uma amostra robusta de 18.408 conferências de resultados, destaca a importância do horário do dia na realização do evento. O estudo revelou que a atmosfera das conversas nas conferências tende a se deteriorar consideravelmente ao longo do dia, com a disposição de analistas e executivos se tornando progressivamente mais pessimista conforme as horas passam. Este tom mais negativo induzido pelo horário do dia pode levar a um impacto temporário nos preços das ações, o que pode ser uma consideração importante para os gestores.

Em seu trabalho, Chen et al. (2018) apoiaram-se em uma sólida base de pesquisas psicológicas e fisiológicas que documentam o papel das influências diurnas no humor e no desempenho humano. Devido às limitações dos recursos pessoais e aos efeitos multivariados dos ritmos circadianos, o horário do dia influencia as emoções humanas, a biologia, a função cognitiva e outros aspectos do desempenho. O estudo explorou a influência diurna em situações profissionais, como nas conferências de resultados, reforçando a ideia de que o horário do dia pode afetar o tom da comunicação e, conseqüentemente, a reação do mercado.

Além disso, Chen et al. (2018) também sugerem que as variações diurnas no comportamento documentadas no contexto das conferências trimestrais provavelmente se estendem a outras formas de comunicação corporativa, decisões e situações de desempenho, resultando em consequências econômicas potenciais. Essa sugestão é corroborada pelos resultados da pesquisa de Dehaan et al. (2015),

acrescentando mais peso à ideia de que o momento da comunicação pode ser um fator importante na gestão de percepções e resultados. De acordo com Dehaan et al. (2015), os gestores tendem a anunciar más notícias após o horário de negociação ou em dias movimentados para minimizar a atenção negativa, enquanto boas notícias são anunciadas antes do horário de negociação ou em dias menos movimentados para maximizar a atenção positiva. Essa estratégia de *timing* permite que os gestores gerenciem a atenção do mercado e a reação dos investidores, destacando a importância do momento na comunicação corporativa.

Portanto, é recomendável que os gestores considerem cuidadosamente o momento escolhido para a apresentação de seus resultados. A escolha de um horário mais cedo no dia pode contribuir para um tom de discurso mais positivo (Chen et al., 2018) e uma melhor reação do mercado (Dehaan et al., 2015), resultando potencialmente em retornos anormais mais positivos para as ações da empresa (Price et al., 2012). A atenção cuidadosa ao horário da comunicação é apenas mais uma ferramenta na caixa de opções dos gestores para gerir eficazmente as percepções e expectativas dos investidores.

Resumo das Sugestões:

- Agendar conferências mais cedo no dia pode resultar em um tom de comunicação mais positivo e melhor reação do mercado.
- Evidências sugerem que o horário de realização pode influenciar o humor e a disposição dos participantes.
- Horários estratégicos podem maximizar a atenção positiva e minimizar a negativa.

3.6 CUIDADO COM A ESQUIVA DURANTE RESPOSTAS

A sexta recomendação aos gestores de companhias de capital aberto é para serem cautelosos ao evitar respostas durante as seções de perguntas e respostas. Este é um componente ímpar da transparência e da gestão de expectativas na comunicação com os investidores e analistas. Se os gestores optam por permanecer em silêncio ou esquivar-se de questões durante a seção de perguntas e respostas, isso pode levar a uma interpretação negativa por parte dos investidores e impactar a confiança que têm na gestão (Matsumoto et al., 2011; Cohen et al., 2020; Gow et al., 2021).

Entretanto, é importante reconhecer que existe um equilíbrio delicado a ser considerado pelos gestores durante estas sessões de perguntas e respostas. Embora exista o risco palpável de revelar detalhes internos à público, possivelmente concedendo acesso à concorrência a informações sensíveis, existe, por outro lado, um risco iminente de consequências negativas decorrentes da percepção dos investidores. Este cenário de trade-off ressalta a necessidade de uma estratégia bem articulada, na qual os gestores sejam capazes de responder de forma adequada às perguntas, sem revelar informações sensíveis, mas mantendo o compromisso com a transparência e a confiança na gestão. Tal habilidade exige um nível considerável de preparação e experiência, tornando-se um fator chave para a eficácia da comunicação durante as conferências de resultados.

Hollander et al. (2010) examinaram as decisões de comunicação adotadas pelos gestores durante as conferências de resultados. Nos dados de sua pesquisa, os autores encontraram que em uma estimativa maior que 65% das conferências de resultados, os gestores deixam os participantes sem resposta, não atendendo às suas perguntas. Esta prática é influenciada por vários fatores, incluindo o tamanho da

empresa, incentivos de preço de ações para o CEO, idade da empresa, desempenho da empresa, risco de litígio e o envolvimento ativo dos analistas durante a seção de perguntas e respostas da chamada. A amostra do estudo incluiu 1.194 transcrições de conferências de resultados de empresas listadas na NYSE e NASDAQ, realizadas entre 1º de janeiro e 31 de dezembro de 2004, durante o horário de negociação. Os autores constataram que os gestores evitam responder perguntas em cerca de 6 em cada 10 chamadas analisadas. No entanto, os investidores tendem a interpretar este silêncio negativamente, como sugerem os resultados, equiparando a falta de notícias a notícias ruins, demonstrando uma associação negativa significativa entre o fenômeno dito a do valor das ações da empresa.

Por outro lado, a pesquisa de Gow et al. (2021) utilizou uma análise linguística das chamadas de conferência para identificar as respostas "não respostas" dos gestores às perguntas dos analistas. Por meio de um robusto algoritmo *de machine learning* os autores descobriram que aproximadamente 11% das perguntas dos analistas provocam "não respostas" dos gestores. A amostra do estudo abrangeu conferências de resultados realizadas entre 2003 e 2016, analisando 2.703.717 pares de perguntas e respostas e 78.968 observações a nível de chamada de conferência, correspondendo a 2.913 empresas únicas listadas na NYSE, Amex ou NASDAQ. De maneira geral, os autores afirmam que questionamentos vindos de analistas com um tom negativo, maior incerteza, maior complexidade, ou pedidos de maior detalhe são mais propensos a provocar "não respostas". Além disso, a taxa média de não-respostas foi estável em 11%, variando entre indústrias de 10% a 13%, e a categoria mais frequente de não-respostas foi "recusa em fornecer uma resposta".

Ademais, Gow et al. (2021) encontraram uma associação negativa entre as taxas de "não resposta" e o desempenho atual e futuro. Isso sugere que as empresas

são menos comunicativas quando seu desempenho é ruim. Especificamente, um aumento na taxa de “não respostas” está associado a redução do retorno sobre ativos das empresas no tempo presente e futuro da conferência de resultados.

Os gestores têm várias prerrogativas ao decidir se concedem ou não respostas durante as seções de perguntas e respostas. Como indicado por Gow et al. (2021), as empresas podem ser mais comunicativas quando as notícias de desempenho são favoráveis, ou tentar prevenir a revelação de notícias ruins quando o desempenho é baixo. Ademais, o cenário de competição também pode influenciar a interação entre o desempenho da empresa e a disposição para divulgar informações.

Embora o estudo citado não aborde necessariamente impactos exógenos (ex: volatilidade no preço das ações) como consequências da variável de não respostas, e sim associações endógenas como a performance da firma, ainda assim há de se considerar a complementaridade à análise posta neste trabalho, sublinhando o quão importante, e sensível, é a decisão dos dirigentes em responder, ou não, aos questionamentos realizados pelos demais participantes durante as seções de perguntas e respostas das conferências de resultados.

O comportamento de evitar respostas durante a seção de perguntas e respostas deve, portanto, ser cuidadosamente gerenciado pelos gestores. A tomada de decisão sobre quando responder ou não deve levar em conta a interpretação potencialmente negativa dos investidores, bem como a necessidade de manter a transparência e a confiança.

Resumo das Sugestões:

- Evitar esquivar-se de perguntas durante a seção de perguntas e respostas para manter a confiança dos investidores.

- Estudos indicam que a falta de respostas é interpretada negativamente e pode afetar a percepção do mercado.
- Importante balancear a transparência com a proteção de informações sensíveis para evitar impactos negativos.

Figura 3: Quadro resumo das recomendações

Tema/Recomendação	Sugestões
Realização de Conferências de Resultados	Incentivar a prática regular para melhorar a transparência e reduzir assimetria informacional.
Cuidado com o Tom das Palavras	Adotar tom positivo e construtivo; evitar negatividade para prevenir impactos adversos.
Cuidado com a Complexidade do Discurso	Utilizar linguagem clara e simples para facilitar a compreensão e promover reações positivas.
Cuidado com (a Falta de) Humor	Usar humor estrategicamente para melhorar resposta dos investidores e reduzir reações negativas.
Cuidado com o Momento Agendado	Agendar conferências mais cedo para influenciar positivamente o tom e a reação do mercado.
Cuidado com a Esquiva Durante Respostas	Evitar esquivar-se de perguntas para manter a confiança dos investidores e proteger informações sensíveis.

Fonte: Dados da pesquisa

Nota: Adaptada pelo autor.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As conferências de resultados são práticas poderosas para uma comunicação eficaz entre as empresas de capital aberto e seus investidores. Este artigo buscou organizar e apresentar uma proposta de seis recomendações que, baseadas em evidências empíricas, visam auxiliar os gestores na condução dessas reuniões objetivando-se a potencializar efeitos positivos observados pela literatura especializada no tema bem como observar e mitigar possíveis exposições a riscos identificados pela ciência.

Este trabalho representa um esforço concentrado para sintetizar as descobertas de pesquisas acadêmicas e aplicá-las ao contexto das conferências de resultados, a fim de fornecer recomendações práticas e orientadas por dados. Acreditamos que, ao fazer isso, contribui-se para melhorar a transparência das

comunicações corporativas e para aumentar a eficácia das conferências de resultados como uma ferramenta de comunicação.

A adoção dessas seis recomendações pode gerar impactos positivos na eficácia das conferências de resultados, na construção de relacionamentos mais sólidos e confiáveis com investidores e analistas e, em última instância, na percepção geral do mercado em relação à empresa. Reitera-se, assim, a importância deste trabalho para o campo da comunicação corporativa e das finanças.

No entanto, deve-se notar que, embora estas recomendações sejam úteis, elas não garantem o sucesso em todas as situações. Cada empresa e cada gestor têm suas próprias circunstâncias únicas, e o que funciona em uma situação pode não funcionar em outra. Por isso, é importante que os gestores considerem cuidadosamente as particularidades de sua situação antes de adotar essas recomendações.

REFERÊNCIAS

- Akerlof, G. (1970). The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Asay, H. S., Elliott, W. B., & Rennekamp, K. (2017). Disclosure readability and the sensitivity of investors' valuation judgments to outside information. *The Accounting Review*, 92(4), 1-25. <https://doi.org/10.2308/accr-51570>
- Azrak, T., Saiti, B., Kutan, A., & Engku Ali, E. R. A. (2021). Does information disclosure reduce stock price volatility? A comparison of Islamic and conventional banks in Gulf countries. *International Journal of Emerging Markets*, 16(8), 1769-1792. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-06-2019-0466>
- Brasil Bolsa Balcão. B3. (2025). *Regulamento do Novo Mercado*. https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/
- Bassyouny, H., Abdelfattah, T., & Tao, L. (2020). Beyond narrative disclosure tone: The upper echelons theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 70, 101499. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101499>

- Bassyouny, H., Abdelfattah, T., & Tao, L. (2022). Narrative disclosure tone: A review and areas for future research. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 49, 100511. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2022.100511>
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296-343. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Brochet, F., Kolev, K., & Lerman, A. (2018). Information transfer and conference calls. *Review of Accounting Studies*, 23, 907-957. <https://doi.org/10.1007/s11142-018-9444-4>
- Brown, S., Hillegeist, S. A., & Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 343–366. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.02.001>
- Call, A. C., Flam, R. W., Lee, J. A., & Sharp, N. Y. (2023). Managers' use of humor on public earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 29, 2650–2687. <https://doi.org/10.1007/s11142-023-09764-x>
- Cohen, L., Lou, D., & Malloy, C. J. (2020). Casting conference calls. *Management Science*, 66(11), 5015-5039. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3423>
- Chatjuthamard, P., & Jiraporn, P. (2023). Corporate culture, innovation and board size: Recent evidence from machine learning and earnings conference calls. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(6), 1361–1378. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2022-0371>
- Chen, J., Demers, E., & Lev, B. (2018). Oh what a beautiful morning! Diurnal influences on executives and analysts: Evidence from conference calls. *Management Science*, 64(12), 5899–5924. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2017.2888>
- Davis, A. K., Ge, W., Matsumoto, D., & Zhang, J. L. (2015). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 20(2), 639-673. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9309-4>
- DeBoskey, D. G., Luo, Y., & Zhou, L. (2019). CEO power, board oversight, and earnings announcement tone. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52, 657-680. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-0721-x>
- DeHaan, E., Shevlin, T., & Thornock, J. (2015). Market (in) attention and the strategic scheduling and timing of earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 36-55. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.03.003>
- DeLisle, R. J., Grant, A., & Mao, R. (2021). Does ESG decrease information asymmetry? evidence from earnings conference call tones and subsequent returns. Working Paper.

- Doran, J. S., Peterson, D. R., & Price, S. M. (2012). Earnings conference call content and stock price: The case of REITs. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45, 402-434. <https://doi.org/10.1007/s11146-010-9266-z>
- Druz, M., Petzev, I., Wagner, A. F., & Zeckhauser, R. J. (2020). When managers change their tone, analysts and investors change their tune. *Financial Analysts Journal*, 76(2), 47-69. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2019.1707592>
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 181-235. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2019). Bank's overhead costs to total assets for United States FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. <https://fred.stlouisfed.org/data/DDEI04USA156NWDB>
- Ferreira, F. R., Fiorot, D. C., Motoki, F. Y. S., & Moreira, N. C. (2019). Evidenciação voluntária: Análise empírica sobre o tom usado em audioconferências. *Revista de Administração de Empresas*, 59(4), 271–283. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020190405>
- Frankel, R., Johnson, M., & Skinner, D. J. (1999). An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 133–150. <https://doi.org/10.2307/2491400>
- Frankel, R., Mayew, W. J., & Sun, Y. (2010). Do pennies matter? Investor relations consequences of small negative earnings surprises. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 220–242. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9089-4>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *The Journal of Business Communication*, 45(4), 363–407. <https://doi.org/10.1177/0021943608319388>
- Gow, I. D., Larcker, D. F., & Zakolyukina, A. A. (2021). Non-answers during conference calls. *Journal of Accounting Research*, 59(4), 1349-1384. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12371>
- Hollander, S., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2010). Does silence speak? An empirical analysis of disclosure choices during conference calls. *Journal of Accounting Research*, 48(3), 531-563. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00365.x>

- Hope, O. K., & Wang, J. (2018). Management deception, big-bath accounting, and information asymmetry: Evidence from linguistic analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 70, 33-51. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2018.02.004>
- Kamrath, B. (2023). *How Does Managers' Humor Influence Investor Judgments?* [Dissertation, University of Washington]. <http://hdl.handle.net/1773/50255>
- Kimbrough, M. D. (2005). The effect of conference calls on analyst and market underreaction to earnings announcements. *The Accounting Review*, 80(1), 189-219. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.1.189>
- König, A., Stöcklein, B., Hiller, N. J., Cooper, C. D., & Bong, D. (2024). Good Fun or Laughingstock? How CEO Humor Affects Infomediaries' Social Evaluations of Organizations. *Academy of Management Review*. Advance online publication. <https://doi.org/10.5465/amr.2020.0526>
- Lee, T., Yun, T., & Haley, E. (2017). What you think you know: The effects of prior financial education and readability on financial disclosure processing. *Journal of Behavioral Finance*, 18(2), 125-142. <https://doi.org/10.1080/15427560.2017.1276064>
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 221-247. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.02.003>
- Li, F. (2010). The information content of forward-looking statements in corporate filings—A naïve Bayesian machine learning approach. *Journal of accounting research*, 48(5), 1049-1102. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>
- Li, K., Mai, F., Shen, R., & Yan, X. (2021). Measuring corporate culture using machine learning. *The Review of Financial Studies*, 34(7), 3265-3315. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa079>
- Likitapiwat, T., Treepongkaruna, S., Jiraporn, P., & Uyar, A. (2022). Corporate culture, innovation, and female board representation: Evidence from earnings conference calls. *The Quarterly Journal of Finance*, 12(4), 2250012. <https://doi.org/10.1142/S2010139222500124>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, 66(1), 35-65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>
- Lu, C. W., & Chueh, T. S. (2015). Corporate social responsibility and information asymmetry. *Journal of Applied Finance and Banking*, 5(3), 105-125.
- McKinsey & Company. (2021). *Reports of corporates' demise have been greatly exaggerated*. <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/reports-of-corporates-demise-have-been-greatly-exaggerated>

- Marquez-Illescas, G., Zebedee, A. A., & Zhou, L. (2019). Hear me write: Does CEO narcissism affect disclosure? *Journal of Business Ethics*, 159(2), 401-417. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3796-3>
- Matsumoto, D., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2011). What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions. *The Accounting Review*, 86(4), 1383-1414. <https://doi.org/10.2308/accr-10034>
- Mayew, W. J., & Venkatachalam, M. (2012). The power of voice: Managerial affective states and future firm performance. *The Journal of Finance*, 67(1), 1-43. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01705.x>
- Miller, B. P. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *The Accounting Review*, 85(6), 2107-2143. <https://doi.org/10.2308/accr.00000001>
- Moreira, N. C., Ramos, F., Kozak-Rogo, J., & Rogo, R. (2016). Conference Calls: an Empirical Analysis of Information Content and the Type of Disclosed News. *BBR-Brazilian Business Review*, 13(6), 291-315. <https://doi.org/10.15728/bbr.2016.13.6.6>
- Price, S. M., Doran, J. S., Peterson, D. R., & Bliss, B. A. (2012). Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 992-1011. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.013>
- Rennekamp, K. (2012). Processing fluency and investors' reactions to disclosure readability. *Journal of Accounting Research*, 50(5), 1319-1354. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00460.x>
- Skillius, A., & Wennberg, U. (1998). Continuity, credibility and comparability: key challenges for corporate environmental performance measurement and communication. *The International Institute for Industrial Environmental Economics at Lund University*. <https://www.eea.europa.eu/publications/ESS09>
- Statista. (2023). *Number of listed companies on NYSE and Nasdaq from 2018 to 2022*. <https://www.statista.com/statistics/1277216/nyse-nasdaq-comparison-number-listed-companies/>
- Tan, H. T., Wang, E. Y., & Zhou, B. (2014). When the use of positive language backfires: The joint effect of tone, readability, and investor sophistication on earnings judgments. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 273-302. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12039>
- Tonin, J. M. F., & Scherer, L. M. (2022). Reação do mercado acionário aos tons transcritos das teleconferências de resultados. *Revista de Administração de Empresas*, 62(1), 1-15. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020220107>

- U.S. Securities and Exchange Commission. (2020). Pharmaceutical company and former executives charged with misleading financial disclosures. <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-169>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- White, J. B. (2018, 3 de Maio). Elon Musk's 'truly bizarre' Tesla earnings call leaves Wall Street unhappy. <https://www.independent.co.uk/tech/elon-musk-tesla-call-boring-bonehead-questions-investor-reactions-a8335156.html>
- World Bank. (2022). Listed domestic companies, total - United States. <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?locations=US>

Capítulo 3

GOVERNANÇA COMO FATOR DECISIVO NO IMPACTO DO TOM DOS GESTORES NO VALOR DE MERCADO

RESUMO

Este estudo investiga a influência do tom negativo na comunicação dos gestores sobre o valor de mercado das empresas, considerando o papel moderador da governança corporativa. A comunicação dos gestores pode impactar negativamente a percepção dos investidores, afetando o valor de mercado das empresas, especialmente quando o tom utilizado é pessimista, o que pode sinalizar potenciais problemas internos e reduzir a confiança dos investidores. A governança corporativa, por sua vez, pode desempenhar um papel crucial na mitigação desses impactos, ao garantir maior proteção aos interesses dos acionistas e melhorar a transparência e a confiança no mercado. A pesquisa preenche uma lacuna na literatura ao investigar como a governança corporativa pode interagir com a comunicação dos gestores para influenciar o valor de mercado das empresas. Utilizando uma abordagem quantitativa, o estudo emprega regressões múltiplas para analisar dados de conferências de resultados trimestrais de empresas de capital aberto ao longo de nove anos. O modelo estimado foi um modelo de efeitos fixos com erros padrão robustos. Os resultados sugerem que o tom negativo dos gestores pode reduzir o valor de mercado das empresas. No entanto, foi observado que, em contextos onde os direitos dos acionistas são mais protegidos, a governança pode ajudar a atenuar os efeitos negativos de uma comunicação pessimista, sugerindo que aspectos específicos da governança desempenham um papel importante na confiança dos investidores. Este estudo contribui para o entendimento da dinâmica entre a comunicação gerencial e o valor de mercado das empresas, enfatizando como aspectos da governança corporativa podem influenciar essa relação. Os resultados reforçam a relevância das práticas de governança na formação das percepções do mercado e oferecem uma análise complementar para investidores e gestores sobre como a governança pode atuar como um atenuador contra os impactos negativos da comunicação gerencial.

Palavras-chave: Conferências de resultados; Negatividade dos gestores; Governança; Comunicação corporativa; Valor de Mercado.

1 INTRODUÇÃO

Em um mundo corporativo cada vez mais transparente, a comunicação entre gestores de empresas e seus *stakeholders* desempenha um papel vital. As conferências de resultados trimestrais representam um dos momentos mais aguardados e analisados no âmbito do mercado financeiro, onde gestores delineiam os resultados alcançados, apresentam suas perspectivas para os períodos futuros e respondem às questões levantadas por analistas e investidores (Healy & Palepu, 2001; Brown et al., 2004; Beyer et al., 2010; Bassyouny et al., 2022). Durante essas conferências, não são apenas os números e dados financeiros que são avaliados, mas também a maneira como esses números são comunicados (Henry 2008; Price et al., 2012; Davis et al., 2015; Moreira et al., 2016; Ferreira et al., 2019; Tonin & Scherer, 2021; Call et al., 2023).

A linguagem, o tom e a cadência dos gestores ao apresentar esses resultados podem revelar nuances sutis sobre a confiança da administração, as preocupações subjacentes e as expectativas para o futuro (Doran et al., 2012). Considerando que os gestores estão imersos nas operações diárias, possuindo informações internas detalhadas sobre suas empresas, a forma como se comunicam pode refletir questões não abertamente mencionadas nas divulgações obrigatórias, sendo tanto o conhecimento explícito quanto as percepções implícitas sobre os desenvolvimentos internos e reações com o ambiente macroeconômico (Mayew & Venkatachalam, 2012; Ferreira et al., 2019). Por exemplo, aspectos como eficácia operacional, alterações na estrutura de capital, desafios na gestão de liquidez, até mudanças estratégicas que

possam impactar a saúde financeira e a sustentabilidade da empresa no longo prazo (Price et al., 2012; Davis et al., 2015; Bassyouny et al., 2022).

A análise do conteúdo comunicacional das conferências de resultados tem sido um campo fértil para pesquisas (Beyer et al., 2010; Bassyouny et al., 2022; Tonin & Scherer 2022; Call et al., 2023), e em meio a este cenário, o estudo do discurso dos gestores têm ganhado notoriedade. Pesquisadores como Price et al. (2012), Henry e Leone (2016), Feldman et al. (2010), Ferreira et al. (2019) e Tonin e Scherer (2022) têm enfatizado a importância de se observar como o tom verbal dos gestores pode proporcionar percepções mais esclarecedoras sobre aspectos como desempenho e valor de mercado das firmas.

Em adição aos trabalhos que destacam a importância da análise do tom no discurso dos gestores, pesquisas específicas têm se aprofundado no estudo da negatividade do tom de forma isolada, argumentando em favor do poder explicativo desta delimitação. Tetlock (2007), Tetlock et al. (2008), Kothari et al., (2009), Demers e Vega (2010), Feldman et al. (2010), Huang et al. (2014), Druz et al., (2020) são exemplos de estudos que se debruçaram sobre este aspecto, reforçando que as expressões negativas no discurso dos gestores tendem a ter um poder informativo superior quando comparadas às expressões positivas.

Ou seja, as expressões negativas tendem a ser mais reveladoras, uma vez que os gestores costumam enfatizar aspectos positivos para projetar a empresa em uma luz favorável, esforçando-se para realçar realizações e suavizar desafios (Tetlock, 2007; Tetlock et al., 2008; Hollander et al., 2010; Huang et al., 2014). Esta dinâmica é ancorada na teoria da *Impression Management* (Leary & Kowalski, 1990), que postula que os gestores, frequentemente, calibram suas comunicações para construir uma percepção positiva da empresa. Logo, um aumento na negatividade pode funcionar

como um indicativo precoce de adversidades potenciais e influenciar as expectativas de desempenho futuro das firmas (Feldman et al., 2010; Druz et al., 2020).

Nesse contexto, a governança corporativa pode desempenhar um papel considerável na composição do valor de mercado das empresas (Gompers et al., 2003; Johnson et al., 2009; Guluma, 2021; Yakubu et al., 2023; Brandão et al., 2024). Ela envolve um conjunto de mecanismos e práticas que garantem que a empresa seja gerida de maneira ética e eficaz, visando alcançar resultados de desempenho, controle e legitimidade (Villiers & Dimes, 2021). A governança corporativa eficaz não só melhora a transparência e a prestação de contas, mas também pode influenciar positivamente a percepção dos *stakeholders* e, conseqüentemente, o valor de mercado da empresa (Claessens, 1997; Gompers et al., 2003; Giroud & Mueller, 2011; Villiers & Dimes, 2021; Brandão et al., 2024).

De forma mais específica, abordando em termos de sua importância, estudos destacam que a governança corporativa pode impactar o desempenho financeiro e a qualidade dos relatórios corporativos (Shakil et al., 2019; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Uma governança eficaz caracterizada por um conselho de administração independente, comitês de auditoria, direitos dos acionistas e uma cultura organizacional ética, é associada a melhores práticas de divulgação e a uma maior confiança dos investidores (Johnson et al., 2009; Ammann et al., 2011; Villiers & Dimes, 2021; Fuadah et al., 2022). Logo, fatores consideráveis para a valorização das ações e a redução do custo de capital (Ashbaugh-Skaife et al., 2006).

Apesar de avanços significativos na literatura que explora a relação entre a comunicação dos gestores e o desempenho das empresas (Healy & Palepu, 2001; Brown et al., 2004; Henry 2008; Beyer et al., 2010; Price et al., 2012; Davis et al.,

2015; Bassyouny et al., 2022; Call et al., 2023), observa-se uma lacuna ao considerar a governança corporativa como elemento de análise combinada.

Desta forma, indaga-se, poderia a governança corporativa mitigar efeitos negativos advindos da comunicação de gestores durante as teleconferências? Quando os gestores adotam um tom negativo, há consenso de que isso pode sinalizar problemas internos ou incertezas, impactando negativamente o valor de mercado das firmas (Price et al., 2012; Davis et al., 2015, Ferreira et al., 2019, Gow et al., 2021; Bassyouny et al., 2022). No entanto, uma estrutura de governança robusta poderia atenuar esses efeitos ao proporcionar uma maior transparência e controle, além de transmitir uma imagem de estabilidade e confiança aos investidores.

O objetivo desta pesquisa é verificar se a governança corporativa consegue mitigar o efeito do tom negativo dos gestores no valor de mercado das empresas. A pesquisa busca analisar a relação entre a qualidade da governança corporativa e as variações no valor de mercado após as teleconferências de resultados, especialmente, avaliando-se o tom negativo dos gestores. Espera-se que empresas com melhores práticas de governança sofrerão menos impacto negativo em seu valor de mercado devido ao tom desfavorável nas comunicações.

Para investigar a relação entre a governança corporativa e o impacto do tom negativo na comunicação dos gestores sobre o valor de mercado das empresas, este estudo utilizou uma abordagem quantitativa com regressões múltiplas, analisando dados de conferências de resultados trimestrais de empresas de capital aberto ao longo de 9 anos entre 2012 e 2021. Tanto os dados empresariais quanto as transcrições de conferências foram coletados da base financeira *LSEG*. Além disso, foram empregadas técnicas de análise de sentimento para quantificar o tom negativo das comunicações dos gestores.

Os resultados indicaram que o tom mais negativo por parte dos gestores está associado a menores valores de mercado. No entanto, esse efeito pode ser mitigado por uma estrutura mais robusta de direitos dos acionistas, quando assegurados a igualdade de tratamento e protegidos os interesses dos investidores.

Este estudo traz uma contribuição teórica ao explorar como mecanismos de governança, tais como conselhos independentes e práticas éticas, podem influenciar a percepção do mercado sobre a forma de se comunicar dos gestores. Ao destacar essa relação, adiciona-se um novo elemento ao entendimento da relação entre comunicação corporativa, governança e valor de mercado das empresas. Em suma, busca-se preencher esta lacuna ao combinar as teorias da *Impression Management* (Leary & Kowalski, 1990) e da Governança Corporativa (Monks & Minow, 2011).

Além disso, como contribuição prática, a pesquisa oferece esclarecimentos sobre como práticas eficazes de governança podem fortalecer a resiliência das empresas frente a adversidades comunicacionais, o que pode ser de pleno interesse à investidores e gestores executivos. Identificar práticas de governança que mitigam os efeitos negativos do tom na comunicação pode amparar decisões estratégicas tanto sobre estruturas de governança mais eficazes quanto alocação de recursos em um portfólio diversificado.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO, CONFERÊNCIAS E TOM VERBAL

Primeiramente, destacando-se alguns pontos base para este estudo, partindo-se inicialmente de uma perspectiva mais fundamentalista, destaca-se a teoria da divulgação e redução da assimetria informacional (Akerlof, 1970; Fama, 1970; Glosten

& Milgrom, 1985; Subramanyam, 1996; Verrecchia, 2001); a análise sobre evidenciações voluntárias (Foster et al., 1984; Skillius & Wennberg, 1998; Dye, 2001); e a análise de conteúdos informacionais para averiguação de informações sobre o sentimento de um emissor - ou análise tonal, fazendo-se uso de dicionários, ou bases de palavras específicas para coleta e mensuração em distintas áreas como psicologia, comunicação e finanças (Tetlock, 2007; Tetlock et al., 2008; Henry, 2008; Sadique, 2008; Loughran; McDonald, 2011; Davis et al., 2012).

Em sequência, aprofundando-se em tópicos mais específicos e contemporâneos, abordando recentes inovações e tendências na área, destaca-se os estudos sobre a realização de conferencias de resultados (Frankel et al., 1999; Healy & Palepu, 2001; Brown et al. 2004; Kimbrough, 2005; Matsumoto et al., 2011; Moreira et al., 2016); análises conjuntas envolvendo averiguações informacionais sobre características do sentimento, ou tom verbal, dos emissores envolvidos no processo (Frankel et al., 2010; Price et al., 2012; Doran et al., 2012; Davis et al., 2015; Chen et al., 2018; Ferreira et al., 2019; Druz et al., 2020; Tonin & Scherer, 2021) e abordagens modernizadas compostas de modelos de *machine learning* (Gow et al 2021; Li et al., 2021; Chatjuthamard & Jiraporn, 2023; Call et al., 2023).

As conferências de resultados constituem uma prática voluntária no qual as empresas, em momentos previamente estabelecidos, publicamente divulgam e discutem trimestralmente seus desempenhos financeiros e operacionais mais recentes. Estes eventos são cruciais pois fornecem transparência e uma linha direta de comunicação entre a gestão da empresa e os investidores, analistas e outros *stakeholders* interessados (Frankel et al., 1999; Healy & Palepu, 2001). A importância destas conferências reside na capacidade de reduzir a assimetria informacional, oferecendo a todos os participantes acesso simultâneo às mesmas informações e a

oportunidade de esclarecer dúvidas diretamente com a liderança da empresa (Brown et al., 2005; Kimbrough, 2005).

As conferências de resultados vão além de um mero procedimento formal, representando uma tática estratégica de comunicação. Conforme identificado nos trabalhos de Frankel et al. (1999), Kimbrough (2005), Matsumoto et al. (2011), Davis et al. (2015), Druz et al. (2020), Tonin e Scherer (2021), Gow et al. (2021) e Call et al. (2023), o planejamento e o conteúdo dessas reuniões são cuidadosamente elaborados para criar um enredo sobre os resultados anteriores e as previsões futuras da organização. Segundo a teoria da divulgação, ao compartilhar informações voluntariamente, as empresas podem influenciar a percepção e ajustar as expectativas do mercado (Beyer et al., 2010).

Conforme destacado por Druz et al. (2020), os gestores, durante as conferências, almejam não apenas promover a empresa, mas também consolidar sua credibilidade. Simultaneamente, enfrentam o desafio de informar investidores adequadamente, evitando litígios, enquanto se abstêm de divulgar detalhes confidenciais (Dye, 2001). Esta dinâmica evidencia a sofisticação da comunicação em tais eventos, destacando a importância das conferências de resultados na interação corporativa.

É imperativo lançar luz sobre a estrutura intrínseca das conferências de resultados, caracterizada pela divisão em seções distintas de apresentação e perguntas e respostas. Conforme evidenciado por Healy e Palepu (2001), Frankel et al. (2010), Matsumoto et al. (2011); Davis et al. (2012); Price et al. (2012) e Moreira et al. (2016) tal configuração possibilita uma interação dinâmica entre agentes internos e externos. A seção de apresentação serve como um porto seguro, onde os gestores delineiam os resultados recentes e traçam perspectivas para os trimestres futuros.

Essa fase é seguida por um período de interação imediata, no qual analistas, acionistas e outros participantes têm a chance de esclarecer suas questões, questionando os gestores sobre as informações divulgadas. Esta dualidade na estrutura das conferências não só permite a disseminação planejada de informações, mas também submete os gestores a questionamentos em tempo real, aprofundando o nível de transparência e reduzindo a assimetria informacional (Healy & Palepu, 2001; Brown et al., 2004; Beyer et al., 2010; Bassyouny et al., 2022).

Com relação ao tom verbal mensurado durante as conferências de resultados, observa-se um aspecto destacável da comunicação corporativa cuja importância é evidenciada por estudos no campo do *Natural Language Processing* (Li, 2008; Henry, 2008; Davis et al., 2015; Tonin & Scherer, 2021; Bassyouny et al., 2022). Esses estudos utilizam análises de conteúdo computadorizadas para extrair nuances e contextos contidos no discurso dos gestores, oferecendo uma avaliação quantitativa sobre o comportamento dos gestores em divulgações discursivas que transcendem os dados brutos e fatos apresentados.

Ao discutir a avaliação tonal nas conferências de resultados, é fundamental considerar que a tonalidade vai muito além de simples palavras ou frases (Henry, 2008; Price et al., 2012). Este elemento serve como um canal expressivo através do qual os executivos transmitem confiança, incerteza, otimismo ou preocupação. A escolha de palavras, a entonação e até as pausas fornecem pistas sutis sobre a realidade da firma e as perspectivas de sua liderança (Davis et al., 2015; Ferreira et al., 2019; Tonin & Scherer, 2021).

2.2 TOM DOS GETORES E O VALOR DE MERCADO

Uma análise tonal eficaz revela nuances que são imperceptíveis através de uma leitura superficial dos relatórios financeiros. Estas nuances tonais, quando examinadas de forma minuciosa, podem oferecer elementos úteis sobre o desempenho futuro da empresa e as expectativas dos executivos (Davis et al., 2012, Mayew & Venkatachalam, 2012, Kwon et al., 2023). Tais percepções são relevantes para investidores, analistas e outros *stakeholders*, pois oferecem uma dimensão adicional de entendimento sobre a saúde e as perspectivas da empresa. Por exemplo, é possível que os executivos empreguem uma tonalidade mais reservada ou cautelosa como uma forma de comunicar, de maneira implícita, perspectivas menos favoráveis acerca do desempenho da organização. Estas nuances tonais podem indicar aspectos que não se encontram explicitamente delineados nos relatórios financeiros (Lee, 2016; Bassyouny et al., 2022).

Henry (2008), Mayew e Venkatachalam (2012), Price et al. (2012) e Ferreira et al. (2019) exploraram esta temática, investigando a capacidade das características tonais em antecipar tendências futuras sobre desempenhos empresariais. Os achados destes estudos estabelecem ligações entre as características tonais manifestadas nas falas apresentadas durante as conferências de resultados relacionadas ao desempenho futuro das empresas. Nestas descobertas, os pesquisadores propõem que a análise das nuances linguísticas das divulgações voluntárias, especialmente as conferências de resultados, servem como um indicador preditivo potencial, oferecendo informações que transcendem as métricas numéricas e moldam as expectativas do mercado. Destacam-se também as pesquisas de Frankel et al. (1999), Matsumoto et al. (2011), Mayew e Venkatachalam (2012) e Tonin e Scherer (2021), qual têm ampliado o entendimento sobre como as conferências de resultados afetam o

mercado, destacando a importância desses eventos para a transmissão de informações cruciais.

Um exemplo de estudo de relevância para esta pesquisa é o conduzido por Ferreira et al. (2019), que especificamente avaliaram as nuances linguísticas em conferências de resultados como predição de resultados futuros de performance e valor de mercado. A pesquisa teve como objetivo principal investigar se os tons verbais presentes nas transcrições das conferências de determinados trimestres possuíam correlação com os desempenhos futuros das respectivas empresas. Tal hipótese baseia-se na premissa de que os gestores detêm informações detalhadas e privilegiadas sobre as operações da empresa, o que poderia influenciar o tom de suas comunicações em tais conferências. Para quantificar o tom verbal, os autores empregaram o dicionário de Loughran e McDonald (2011). Os resultados do estudo evidenciaram que o tom verbal adotado na seção de apresentação das conferências de resultados estava correlacionado com a performance da empresa no trimestre subsequente, fortalecendo a ideia da presença de insights antecipados por parte dos gestores em suas comunicações.

Além dos efeitos de desempenho futuro, o estudo de Price et al. (2012) é de particular interesse quanto a efeitos sobre o valor de mercado das firmas. Os autores, em uma abordagem meticulosa, analisaram transcrições de 2.800 conferências de resultados distribuídas ao longo de 16 trimestres consecutivos. Utilizando a técnica de Análise de Conteúdo Computadorizada, ou *Natural Language Processing* (Bassyouny et al., 2022), a pesquisa centrou-se em investigar a relação entre o tom presente em distintas seções das conferências de resultados, tanto de apresentação quanto de perguntas e respostas, e os efeitos percebidos subsequentes no mercado, assim como os retornos atípicos das ações. Para a categorização do conteúdo das

transcrições, Price et al. (2012) utilizaram dois dicionários: tanto o “*Harvard IV-4 Psychosocial Dictionary*” quanto outro dicionário específico, ou base de palavras, com nuances financeiras proposto por Henry (2008). Um achado notável deste estudo foi a constatação de que um tom positivo, tanto na seção de apresentação quanto na de perguntas e respostas das conferências de resultados, estava positivamente associado a maiores retornos das ações.

Já a avaliação do tom verbal, concentrada especificamente na mensuração da negatividade - nas comunicações dos gestores, é uma abordagem que permite uma análise mais sensível e apurada do sentimento dos gestores e nas condições de negócios (Tetlock, 2007; Tetlock et al., 2008; Hollander et al., 2010; Huang et al., 2014; Druz et al., 2020).

No contexto empresarial, palavras negativas proferidas por gestores durante apresentações de resultados podem indicar problemas ou desafios futuros enfrentados pela empresa, servindo assim como um indicador relevante para avaliar a performance futura da empresa. Isso se deve ao fato em que os mesmos gestores possuem acesso a informações detalhadas e confidenciais sobre os funcionamentos internos, contratos, dívidas e outros aspectos operacionais da empresa. Quando os gestores expressam um tom mais negativo, isso pode ser um reflexo de potenciais problemas ou desafios que ainda não são visíveis para o público externo ou os acionistas. Estudos anteriores evidenciaram que o tom do discurso gerencial pode sinalizar perspectivas futuras quanto aos resultados de performance empresarial futura (Davis et al., 2012; Ferreira et al., 2019).

Este método tem sido destacado por Feldman et al. (2010), Loughran e McDonald (2016), e Druz et al. (2020). O que se reflete como argumento comum destes autores quanto a essa abordagem é o fato desta detectar sinais implícitos nas

comunicações dos gestores. Quando estes adotam um tom mais negativo, isso pode ser interpretado como um indicativo de que estão compartilhando, ainda que de forma não explícita, informações adversas sobre a empresa que o mercado ainda não conhece completamente. Este tipo de comunicação pode aumentar a incerteza e impactar negativamente a percepção sobre o desempenho da empresa. Além disso, um tom mais negativo não apenas sugere uma forte possibilidade de redução nos ganhos futuros, mas também indica um aumento na incerteza percebida (Demers & Vega, 2010; Baginski et al., 2018).

Fundamenta-se o foco da análise tonal nas comunicações de gestores por ser uma ferramenta capaz de capturar elementos informativos implícitos em relação à empresa e sua trajetória. O aumento na negatividade, em particular, é revelador. Autores como Tetlock (2007), Tetlock et al. (2008), Hollander et al. (2010), Huang et al. (2014) e Druz et al. (2020) argumentam que gestores tendem naturalmente a apresentar a empresa sob uma luz positiva, focando em notícias favoráveis ou atenuando aspectos negativos para sustentar a confiança dos investidores. Portanto, um tom mais negativo pode ser um indicativo de ruptura com esta tendência otimista e um sinal precoce de problemas subjacentes, como potenciais quedas em desempenho.

Nesse contexto, os gestores podem se ver desafiados a manter uma narrativa otimista e controlada, resultando em possíveis comunicações negativas. Esse fenômeno alinha-se com a Teoria da *Impression Management* (Leary & Kowalski, 1990), que sugere que gestores frequentemente moldam suas comunicações para criar uma imagem favorável da empresa. Logo, apresenta-se a primeira hipótese deste estudo, baseada na premissa de que um aumento na negatividade do tom verbal

dos gestores está associado a uma expectativa menos favorável para o valor das firmas:

H1: O percentual do tom negativo tem efeito negativo no valor de mercado das firmas

2.3 GOVERNANÇA E O VALOR DE MERCADO

Governança corporativa refere-se ao conjunto de práticas, regras e processos pelos quais uma empresa é dirigida e controlada buscando equilíbrio dos interesses de diversos *stakeholders* incluindo acionistas, gestores, clientes, fornecedores, financiadores, governo e a comunidade (Villiers & Dimes, 2021). Um bom nível de governança corporativa atua em garantir que as decisões corporativas sejam tomadas de maneira ética e transparente, promovendo a confiança e a eficiência no ambiente de negócios (Ammann et al., 2011; Yakubu et al., 2023).

Sua importância é justificada por algumas razões. Primeiramente, a adoção de boas práticas de governança ajuda a mitigar conflitos de agência entre gestores e acionistas (Kasbar et al., 2022). A própria raiz destes conflitos se origina no fato em que gestores podem tomar decisões que beneficiem a si mesmos em detrimento dos acionistas. Logo, a implantação da governança corporativa busca garantir, por meio da transparência e de processos sólidos, que os interesses dos gestores estejam equilibrados com os dos acionistas, promovendo uma gestão mais eficaz e orientada para o crescimento sustentável da firma (Ammann et al., 2011; Arayssi & Jizi, 2019; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Kasbar et al., 2022; Brandão et al., 2024).

Além do exposto, empresas com boa governança corporativa tendem a ter maior facilidade de acesso a financiamentos externos, devido a elementos como

diluição do risco percebido por investidores perante alocação de seus recursos para empresas mais transparentes e eficientes (Ammann et al., 2011; Huang et al., 2022). Este elemento pode resultar em redução do custo de capital a essas empresas devido ao menor risco percebido por práticas sólidas de governança, consequentemente, valorizando estas empresas no mercado (Ashbaugh-Skaife et al., 2006; Villiers & Dimes, 2021).

Segundo Huang et al. (2022), elementos de transparência e maior responsabilidade podem, através da governança corporativa, também serem agregados na gestão das empresas. Tais elementos estão diretamente ligados ao aumento da confiança dos investidores e outros stakeholders, uma vez que as operações empresariais, através de processos mais sólidos de execução e acompanhamento, passam a ser conduzidos em formatos mais objetivos e auditáveis. Autores como Johnson et al., (2009), Kasbar et al., (2022), Fuadah et al., (2022) e Yakubu et al. (2023) afirmam que a maior transparência, por meio das práticas de governança, pode levar a um ambiente de negócios mais justo e eficiente, beneficiando todos os envolvidos.

Em complemento, Villiers e Dimes (2021) argumentam que outras consequências da governança corporativa incluem a melhoria da reputação corporativa, legitimidade organizacional e uma potencial redução em escândalos e multas. Além disso, pode haver mudanças internas, como a melhoria das estruturas de incentivo gerencial e a eficácia na tomada de decisões.

Brandão et al. (2024), em seu trabalho, abordam que práticas de governança que garantem mais direitos aos acionistas minoritários, a existência de comitês do conselho de administração e a presença de diretores externos foram identificadas como tendo uma relação positiva consistente com o valor de mercado das empresas.

Isso reforça que a adoção de boas práticas de governança pode ter um impacto direto e positivo na valorização das empresas no mercado. Similaridades também são encontradas nos estudos de Gompers et al. (2003), Ashbaugh-Skaife et al. (2006) e Johnson et al. (2009).

De maneira complementar, Gompers et al. (2003), em sua pesquisa, além de terem criado uma medida de governança - um índice - demonstram que empresas com governança robusta e fortes direitos dos acionistas apresentaram retornos financeiros superiores, em média, superando as empresas que apresentaram governança fraca.

Giroud e Mueller (2011), em sua pesquisa, destacam que a boa governança é especialmente crítica em ambientes com menor pressão competitiva para disciplinar os gestores. Utilizando uma amostra de 3.241 empresas dos bancos de dados IRRC, CRSP e Compustat, durante o período de 1990 a 2006, os autores encontraram que empresas com governança fraca em indústrias não competitivas apresentam menores retornos de ações, pior desempenho operacional e menor valor de mercado.

Em suma, a governança corporativa pode corroborar com o aumento do valor de mercado das empresas ao promover um ambiente de negócios mais confiável e atraente para investidores — a adoção de práticas de governança sólidas reduz a assimetria de informações entre a gestão e os investidores, aumentando a transparência e a previsibilidade das operações empresariais (Ashbaugh-Skaife et al., 2006; Huang et al., 2022). Isso, por sua vez, pode levar a uma percepção de menor risco associado à empresa, resultando em um menor custo de capital e, conseqüentemente, em uma maior avaliação de mercado (Ammann et al., 2011). Além disso, a governança robusta pode atrair investidores institucionais que buscam empresas bem geridas e com práticas éticas, ampliando a base de investidores e a

liquidez das ações da empresa (Liu & Zhang, 2017). Assim, a boa governança não apenas melhora a eficiência operacional e a tomada de decisões, mas também fortalece a reputação da empresa no mercado, aumentando seu valor de mercado de forma sustentável (Gompers et al., 2003; Ashbaugh-Skaife et al., 2006; Giroud & Mueller, 2011; Huang et al., 2022).

Além dos benefícios já mencionados, a governança corporativa contribui para a sustentabilidade e o crescimento de longo prazo das empresas ao integrar práticas éticas e transparentes na gestão corporativa (Arayssi & Jizi., 2019). Ao promover uma cultura organizacional baseada em responsabilidade e integridade, as empresas não apenas melhoram suas relações com stakeholders, mas também aumentam sua capacidade de adaptação a mudanças regulatórias e de mercado (Brandão et al., 2024). A governança eficaz também pode ajudar a mitigar riscos operacionais e reputacionais, criando um ciclo virtuoso de desempenho positivo e confiança contínua dos investidores (Huang et al., 2022). Dessa forma, a governança corporativa se torna um pilar fundamental para a valorização sustentável das empresas no mercado (Yakubu et al., 2023).

Considerados os argumentos propostos sobre a importância da governança corporativa, é oportuno analisar como esses elementos podem influenciar diretamente o valor de mercado das empresas. A governança corporativa não é apenas um conjunto de práticas isoladas, mas um sistema integrado que busca alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, reduzindo conflitos de agência e promovendo uma gestão mais eficiente e transparente (Gompers et al., 2003, Ammann et al., 2011; Arayssi & Jizi, 2019; Guluma, 2021; Kasbar et al., 2022) Ao mitigar riscos operacionais e reputacionais, a governança robusta melhora a confiança dos investidores e aumenta a previsibilidade das operações empresariais, criando um

ambiente favorável para o crescimento sustentável da empresa (Shakil et al., 2019; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Fuadah et al., 2022).

Estudos realizados por Ashbaugh-Skaife et al. (2006), Guluma (2021), Kasbar et al. (2022), Huang et al. (2022) corroboram a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) ao indicar que empresas com altos padrões de governança tendem a apresentar melhor desempenho financeiro. Quanto a valorização de mercado, a transparência proporcionada pelas práticas de governança reduz a assimetria de informações entre a gestão e os investidores, diminuindo a percepção de risco e facilitando o acesso a capital externo a custos mais baixos (Ashbaugh-Skaife et al., 2006; Ammann et al., 2011; Brandão et al., 2024). Essa maior acessibilidade a recursos financeiros pode ser traduzida em investimentos estratégicos que potencializam o valor de mercado da empresa.

Além disso, a crescente importância dos critérios ambientais, sociais e de governança (ESG) no cenário global destaca ainda mais a relevância da governança corporativa (Eccles et al., 2014; Friede et al., 2015). Investidores institucionais e stakeholders estão cada vez mais atentos à responsabilidade corporativa, buscando empresas que não apenas apresentem bons resultados financeiros, mas que também adotem práticas éticas e transparentes. Esse enfoque na governança como um pilar essencial para a sustentabilidade empresarial reforça a oportunidade de avaliar seu impacto no valor de mercado das empresas (Gompers et al., 2003).

Diante desse contexto, espera-se que o nível de governança corporativa possa exercer um impacto positivo no valor de mercado das empresas. A adoção de práticas de governança robustas não apenas protege os interesses dos acionistas, mas também melhora a percepção do mercado sobre a empresa, levando a um aumento em seu valor de mercado.

Portanto, apresenta-se a segunda hipótese deste trabalho:

H2: O nível de governança tem impacto positivo no valor de mercado das empresas.

Considerados os argumentos propostos sobre a importância da governança corporativa e seu impacto positivo no valor de mercado das empresas, entende-se como oportunamente relevante investigar como essa governança pode influenciar a relação entre o tom das comunicações dos gestores e a avaliação das firmas pelo mercado. Especificamente, busca-se entender se a governança corporativa pode mitigar os efeitos negativos que o tom negativo dos gestores, durante as teleconferências, pode ter no valor de mercado das empresas.

Como discutido, o tom negativo utilizado pelos gestores em conferências de resultados tende a ser um forte indicativo de problemas internos ou desafios futuros que a empresa pode enfrentar. Estudos como os de Tetlock (2007), Tetlock et al. (2008), Feldman et al. (2010), Price et al. (2012), Davis et al. (2015), Ferreira et al. (2019), Gow et al. (2021), Bassyouny et al. (2022) reforçam que um tom negativo por parte dos gestores pode sinalizar uma expectativa desfavorável para a empresa, influenciando negativamente a percepção do mercado e resultando em uma depreciação no valor das ações. No entanto, acredita-se que a presença de uma governança corporativa robusta pode atuar como um amortecedor para esses efeitos negativos.

Governança corporativa eficaz inclui um conselho independente, auditorias rigorosas e uma cultura ética e transparente – elementos sólidos para uma gestão eficiente e decisões bem informadas (Villiers & Dimes, 2021; Yakubu et al., 2023). Quando uma empresa possui uma governança forte, a confiança dos investidores

pode tender a ser maior, mesmo em face de comunicações que utilizam um tom mais negativo. Isso pode ocorrer porque um bom nível de governança proporciona uma base sólida de credibilidade e resiliência que pode ajudar a suavizar as reações adversas do mercado.

Em complemento, a governança corporativa pode melhorar a qualidade e a clareza das comunicações dos gestores. Ao trabalhar na direção que permita as divulgações serem completas e transparentes, a governança pode reduzir a incerteza e a percepção de risco associada a informações negativas. Portanto, mesmo quando os gestores utilizam um tom mais cauteloso ou negativo, a confiança do mercado pode encontrar equilíbrio se houver uma estrutura de governança que suporte essas comunicações.

Logo, motivação para a próxima hipótese está embasada na necessidade de entender melhor se a governança corporativa pode ser observada como um mecanismo de mitigação em situações em que a comunicação dos gestores é percebida negativamente pelo mercado.

Dada as evidências que mostram o impacto significativo do tom negativo no valor de mercado (Price et al., 2012; Davis et al., 2015, Ferreira et al., 2019, Druz et al., 2020; Gow et al., 2021; Bassyouny et al., 2022), explorar o papel moderador da governança corporativa oferece uma nova ótica em compreender sua importância. Se a governança pode de fato atenuar os efeitos negativos das comunicações dos gestores, isso terá implicações práticas significativas para empresas e investidores, tanto na formulação de estratégias de governança e comunicação como formação de portfólios. Portanto, com base nos argumentos, apresenta-se a terceira hipótese deste trabalho:

H3: O nível de governança mitiga o efeito negativo do percentual do tom negativo no valor de mercado das empresas.

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA

A população do estudo consiste em empresas brasileiras de capital aberto entre 2010 e 2022, excluindo o setor financeiro devido às suas particularidades regulatórias e contábeis, o que poderia influenciar a comparabilidade dos resultados. Os dados foram coletados da plataforma *LSEG*, abrangendo tanto transcrições de conferências de resultados —compreendendo as seções de apresentação de resultados, quanto indicadores de performance e de mercado e variáveis de governança. A amostra inicial compreendeu 4.414 transcrições, passando por um processo de limpeza para eliminar observações com dados faltantes e winsorização a 1,5%, resultando em um número final de 400 observações. A construção da amostra é apresentada na Tabela 1:

Tabela 1 – Construção da amostra

	Nº de Observações Eliminadas	Nº de Observações Restantes
Total de Observações 2010-2022 de empresas listadas na B3 com transcrições de conferências de resultados		4.414
Exclusão de observações sem informação de performance/indicadores de mercado	535	3.879
Exclusão de observações sem informação de governança	3.101	778
Exclusão de observações com valores faltantes	378	400
AMOSTRA FINAL		400

Fonte: Dados da pesquisa.
Elaborado pelo autor.

Devido à natureza dos dados extraídos de governança e exclusão de observações com valores faltantes, todas as observações da amostra final remetem somente ao 4º trimestre.

A Tabela 2 Painel A apresenta a distribuição da amostra por setor. Os setores com maior número de observações são Utilidades Públicas (17,50%), Bens de Consumo Não Cíclicos (15,50%) e industrial (14,50%). O Painel B exibe a distribuição ao longo dos anos. Os anos que se destacam com o maior número de observações são 2021 (15,25%), 2020 (14,50%) e 2019 (11,75%).

Tabela 2 - Distribuição da amostra

PAINEL A: DISTRIBUIÇÃO POR SETOR		
Setor	Observações	%
Utilidades Públicas	70	17,50
Bens de Consumo Não Cíclicos	62	15,50
Industrial	58	14,50
Materiais Básicos	51	12,75
Bens de Consumo Cíclicos	40	10,00
Energia	32	8,00
Imobiliário	31	7,75
Tecnologia	24	6,00
Serviços Acadêmicos e Educacionais	17	4,25
Saúde	15	3,75
TOTAL	400	100,00
PAINEL B: DISTRIBUIÇÃO POR ANO		
Ano	Observações	%
2012	1	0,25
2013	36	9,00
2014	37	9,25
2015	37	9,25
2016	35	8,75
2017	44	11,00
2018	44	11,00
2019	47	11,75
2020	58	14,50
2021	61	15,25
TOTAL	400	100,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Elaborado pelo autor.

3.2 MODELO ECONOMETRICO

O modelo econométrico proposto para testar a hipóteses H1, H2 e H3 é apresentado na equação (1), onde explora a relação entre o valor de mercado futuro das firmas, a negatividade no tom dos gestores durante as conferências de resultados, e o nível de governança das firmas. O modelo estimado foi um modelo de efeitos fixos com erros padrão robustos.

$$VM_{it+2} = \beta_0 + \beta_1 TOM_NEG_{it} + \beta_2 GOV_{it} + \beta_3 GOV_{it} * TOM_NEG_{it} + \sum \beta_k Controles_k + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Na equação, VM_{it+2} representa a variável dependente, que é o valor de mercado da empresa i dois trimestres após o fim do ano fiscal t . Esta variável, calculada conforme o logaritmo natural da multiplicação do preço da ação pelo número de ações em circulação, captura como o mercado avalia a empresa após considerar todas as informações disponíveis e mudanças esperadas no curto prazo.

A escolha de dois trimestres após o fim do ano fiscal t foi feita com o intuito de verificar os impactos no trimestre subsequente à realização da conferência relaciona aos resultados do ano fiscal t . Por exemplo, os dados contábeis do 4º trimestre, mensurados entre outubro e 31 de dezembro são, geralmente, emitidos e divulgados entre janeiro e março do ano seguinte juntamente da conferência de resultados.

O termo TOM_NEG_{it} refere-se à negatividade no tom dos gestores durante as conferências de resultados da empresa i no ano t . Esta variável é utilizada para estimar o coeficiente que testa a primeira hipótese (H1), a qual postula que um aumento no percentual do tom negativo está associado a um efeito negativo no valor de mercado das firmas.

De acordo com as hipóteses apresentadas, para a hipótese H1 espera-se que o coeficiente β_1 seja negativo, indicando que o tom negativo dos gestores tem um

impacto adverso no valor de mercado subsequente das firmas. Ou seja, um aumento na negatividade do tom verbal deve resultar em uma redução no valor de mercado das empresas, refletindo a percepção negativa dos investidores sobre as perspectivas da empresa.

A variável GOV_{it} representa o nível de governança das firmas, para cada empresa i no ano t . Esta variável é empregada para estimar o coeficiente que testa a segunda hipótese (H2), que sugere que um nível elevado de governança tem um impacto positivo no valor de mercado das empresas.

Para a hipótese H2, espera-se que o coeficiente β_2 seja positivo, indicando que o nível de governança corporativa tenha um impacto positivo no valor de mercado. Empresas com boas práticas de governança são vistas como mais transparentes, éticas e bem geridas, o que aumenta a confiança dos investidores e, consequentemente, a avaliação de mercado.

Além das variáveis individuais, o modelo inclui um termo de interação $GOV_{it} * TOM_NEG_{it}$ para estimar o coeficiente que testa a terceira hipótese (H3), a qual propõe que o nível de governança mitiga o efeito negativo do percentual do tom negativo no valor de mercado. Espera-se que uma governança forte possa neutralizar ou reduzir os efeitos adversos de uma comunicação mais negativa dos gestores.

Quanto a hipótese H3, espera-se que o coeficiente β_3 seja positivo indicando que a governança corporativa pode mitigar o efeito negativo do tom negativo dos gestores no valor de mercado das firmas. Especificamente, um coeficiente positivo β_3 sugere que, embora o tom negativo dos gestores β_1 tenda a reduzir o valor de mercado, este impacto adverso é atenuado em empresas com níveis mais elevados de governança.

Por fim, o modelo incorpora uma série de variáveis de controle que são usadas para isolar os efeitos das principais variáveis de interesse, garantindo que os resultados sejam robustos e não sejam influenciados por outros fatores que possam afetar o valor de mercado das firmas.

3.2.1 Tom dos gestores

A mensuração do tom dos gestores nas conferências de resultados foi baseada no princípio de *Natural Language Processing* (Li, 2008; Henry, 2008; Price et al., 2012; Ferreira et al., 2019; Bassyouny et al., 2022), extraíndo-se as informações das transcrições destes eventos, tendo como base o dicionário de Loughran e McDonald (2011) qual contabiliza 2.345 palavras negativas e 347 positivas. O potencial de aplicação dessa ferramenta é reconhecido na literatura por meio dos estudos de Huang et al. (2014), Allee e DeAngelis (2015), Davis et al. (2015), Segal e Segal (2016), Baginski et al. (2018), Bassyouny et al. (2020); Druz et al. (2020), Tonin e Scherer (2021) e Gow et al. (2021).

Em complemento, há consenso na literatura sobre dicionários específicos de finanças, como o de Loughran e McDonald (2011), serem mais eficazes na explicação da reação do mercado acionário a anúncios de resultados, em comparação com dicionários de caráter mais generalista como por exemplo o *Harvard IV-4 Psychosocial Dictionary* (Henry, 2008; Price et al., 2012; Henry & Leone, 2016).

Para a operacionalização da extração, foi utilizado o software Python para extrair os arquivos das transcrições das conferências diretamente no idioma inglês, garantindo compatibilidade com o dicionário de palavras. Foram consideradas apenas as falas dos gestores durante a seção de apresentação dos resultados das conferências, excluindo-se as sessões de perguntas e respostas. A negatividade no

tom dos gestores é avaliada por meio de uma métrica trimestral, utilizando o dicionário de Loughran e McDonald (2011), conforme exposto na Equação (2).

Os processos de tratamento da base de dados e cálculo das variáveis, bem como dos resultados, foram realizados no software Stata. Para calcular a proxy da negatividade no tom das conferências de resultados, utilizou-se a equação (2), baseada nos trabalhos de Sadique (2008), Henry (2008), Frankel et al. (2010), Davis et al. (2012), Price et al. (2012), Henry e Leone (2016) e Druz (2020).

$$TOM_NEG_{it} = \left(\frac{Qnegativo_{it} - Qpositivo_{it}}{(Qnegativo_{it} + Qpositivo_{it}) + 1} \right) \quad (2)$$

Segundo a Equação (2), a variável TOM_NEG_{it} tem por objetivo auferir o tom negativo líquido dos gestores de companhias brasileiras de capital aberto em cada conferência da amostra. Essa variável considera a quantidade percentual de palavras negativas ($Qnegativo$) e positivas ($Qpositivo$) rastreadas na transcrição da referida conferência de resultados da empresa i no ano t .

3.2.2 Governança

Para a devida mensuração da governança corporativa, foram utilizadas múltiplas métricas — prática já utilizada em trabalhos da literatura (Ammann et al., 2011; Shakil et al., 2019; Arayssi & Jizi, 2019; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Brandão et al., 2024). A governança corporativa é um conceito complexo e multidimensional, que abrange diversos aspectos das práticas e estruturas empresariais. Cada *proxy* pode mensurar diferentes facetas desse conceito, direcionando a uma avaliação mais completa e detalhada. Em complemento, também permite-se verificar se os resultados são consistentes entre diferentes medidas de

governança, aumentando a robustez das conclusões, e, exemplificando, verificar quais aspectos da governança têm mais influência em determinados desfechos corporativos, como o valor de mercado.

Foram utilizadas as métricas *Governance Pillar Score* (GPS), o *Management Score*, o *Shareholder Score* e o *CSR Strategy Score*, calculadas e disponibilizadas pela LSEG.

- O *Governance Pillar Score* (GPS) mede o desempenho da empresa em termos de práticas de governança, que incluem a estrutura do conselho, políticas de remuneração, direitos dos acionistas, auditoria e controles internos. É utilizado na literatura (Eccles et al., 2014; Shakil et al., 2019; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021) como uma *proxy* da qualidade da governança corporativa e faz parte de um sistema maior de mensuração do sistema ESG (*Environmental, Social, and Governance*) da *Refinitiv*. Esta *proxy* mensura a implementação de incentivos gerenciais e o estabelecimento de mecanismos de ponderação destinados a maximizar o valor dos acionistas a longo prazo. Trata-se de uma pontuação ponderada, variando de 0 a 100, que avalia os sistemas e processos internos de uma empresa, buscando assegurar que os membros do conselho e os executivos trabalhem ao interesse dos acionistas. O GPS é calculado com base em dados públicos relatados pelas empresas e é normalizado por setor para permitir comparações justas.
- O *Management Score* (MANAG_SCORE) é um indicador, com uma pontuação também ponderada em uma escala de 0 a 100, que mede a eficácia da gestão empresarial em diversas áreas, incluindo a estratégia

corporativa, a eficácia operacional, a qualidade da gestão, a execução de políticas internas e a resposta a questões de governança. Dentre componentes de sua mensuração, tem-se a existência de políticas relacionadas ao comitê de auditoria, comitê de nomeações e comitê de remuneração; a estrutura, independência, diversidade, habilidades e mandato do conselho; a estrutura e independência do comitê de auditoria; as políticas de remuneração dos executivos e suas metas; e a presença de minorias étnicas como membros do conselho (Friede et al., 2015; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Brandão et al., 2024). Esse indicador também é normalizado por setor.

- O *Shareholder Rights Score* (SHARE_RIGHTS), de maneira análoga ao cálculo das anteriores, mede a eficácia da empresa em tratar igualmente os acionistas. Sua mensuração inclui políticas relacionadas aos direitos dos acionistas, direitos de voto igualitários, maioria para eleição de diretores, limitação de responsabilidade dos diretores, despesas de litígio e mandato do auditor (Ammann et al., 2011; Eccles et al. 2014; Brandão et al., 2024). Essa pontuação também é normalizada por setor.
- O *CSR (Corporate, Social & Responsibility) Strategy Score* (CSR_SCORE) é um indicador utilizado para avaliar as práticas de responsabilidade social corporativa de uma empresa. Esta pontuação, variando de 0 a 100, mede o desempenho da empresa em áreas como responsabilidade ambiental, responsabilidade social e práticas de governança. Ela reflete os esforços da empresa para integrar as dimensões econômicas, sociais e ambientais do modelo de negócios no processo de tomada de decisão. O *CSR Strategy Score* abrange

aspectos como a existência de um comitê de sustentabilidade, a integração de fatores financeiros e não financeiros no relatório de gestão, a conformidade com a *Global Reporting Initiative*, o engajamento com stakeholders e os relatórios sobre os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (Desai & Dharmapala, 2009; Barnea & Rubin 2010; Dhaliwal et al., 2012; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

3.2.3 Variáveis de controle

No intuito de garantir maior robustez aos resultados do modelo econométrico proposto, foram também incorporadas variáveis de controle consolidadas na literatura (Frankel et al., 2010; Davis et al., 2012; Price et al., 2012; Graham et al., 2015; Moreira et al., 2016; Ferreira et al., 2019; Huang et al., 2022). Estas variáveis ajudam a isolar os efeitos específicos das variáveis independentes principais – a tonalidade dos gestores durante as conferências de resultados e a governança – no valor de mercado das empresas.

Primeiramente, o grau de alavancagem (LEVERAGE) foi incluído para controlar os efeitos do endividamento da empresa. Medido pelo percentual da dívida de longo prazo em relação ao total de capital da empresa, espera-se que altos níveis de alavancagem tenham um efeito negativo no valor de mercado. Isso ocorre porque a alta alavancagem aumenta a percepção de risco e pode indicar maior vulnerabilidade financeira, afetando negativamente a confiança dos investidores. (Titman & Wessels, 1988; Frank & Goyal, 2009; Graham et al., 2015; Huang et al., 2022).

Em seguida, o *Dividend Yield* (DIVIDEND_YIELD) foi adicionado como uma medida de retorno aos acionistas, influenciando a atratividade da empresa para os investidores. Este índice, calculado pelo dividendo por ação dividido pelo preço da

ação, expresso em percentual, é esperado ter um efeito positivo no valor de mercado. Um alto *Dividend Yield* pode atrair investidores em busca de retornos consistentes e reforçar a confiança na gestão da empresa. (Baker & Powell, 2000; Denis & Osobov, 2008; Huang et al., 2022).

Além disso, o Índice de Liquidez Corrente (CURRENT_RATIO) foi incorporado para controlar a capacidade da empresa de cobrir suas obrigações de curto prazo, elemento importante para a estabilidade financeira. Calculado dividindo o ativo circulante pelo passivo circulante, um alto índice de liquidez corrente deve ter um efeito positivo no valor de mercado, indicando que a empresa é capaz de cumprir suas obrigações de curto prazo, mantendo a confiança dos investidores em sua solidez financeira. (Altman, 1968; Graham et al., 2005).

O endividamento total (DEBT_TOTAL) também foi incluído para fornecer uma visão abrangente da dívida da empresa, considerando todas as suas obrigações financeiras. Medido pelo logaritmo do total das dívidas da empresa, espera-se que um alto nível de endividamento total tenha um efeito negativo no valor de mercado, refletindo maior risco financeiro e possíveis dificuldades em honrar suas obrigações. (Graham et al., 2015; Huang et al., 2022).

Para avaliar a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações de longo prazo, foi considerada a solvência (DEBT_TO_EQUITY), calculada pelo percentual da dívida total em relação ao patrimônio líquido total da empresa. Uma alta solvência deve ter um efeito positivo no valor de mercado, mostrando que a empresa possui uma estrutura de capital equilibrada e é capaz de sustentar suas operações no longo prazo. (Frank & Goyal, 2009; Huang et al., 2022).

A taxa de crescimento das vendas anual (REVENUE_GROWTH_RATE) foi adicionada para capturar o crescimento das receitas da empresa, um indicador importante do seu desempenho operacional e potencial de crescimento futuro. Medida pelo crescimento da receita estimada de um ano para o outro, uma alta taxa de crescimento das vendas deve ter um efeito positivo no valor de mercado, sinalizando fortes perspectivas de crescimento e desempenho robusto. (Fairfield et al., 2003; Cooper et al., 2008; Huang et al., 2022).

Em complemento, em conformidade com trabalhos da literatura (Frankel et al., 2010; Davis et al., 2012; Price et al., 2012; Moreira et al., 2016; Ferreira et al., 2019), estão o índice de trimestres que apresentaram prejuízo ao longo dos últimos quatro anos (%PREJ) para controle de performance; o valor absoluto da variação sazonal no retorno sobre vendas (MUD_RV) para controle da volatilidade; o logaritmo natural do valor do ativo da firma (ATIVO) e o índice *book-to-market* (BTM) para controle de tamanho e crescimento.

Também foram incorporadas ao modelo, variáveis de efeitos fixos de ano e de setor. Estas variáveis ajudam a controlar fatores que podem influenciar o valor de mercado das firmas. Na Figura 4 são apresentadas as variáveis do modelo econométrico utilizado para analisar a relação entre a tonalidade dos gestores durante as conferências de resultados, a governança corporativa e o valor de mercado das empresas.

Figura 4 - Quadro de variáveis do modelo

Variável	Definição	Instrumentalização	Sinal Esperado	Fonte
Variável Dependente				
VM	Valor de Mercado	Logaritmo natural da multiplicação do preço da ação pelo número de ações em circulação.		Kinney e McDaniel (1989); Ge e McVay (2005); Doyle et al. (2007); Rice e Weber (2012).
Variáveis Independentes de Interesse				

TOM_NEG	Negatividade no tom dos gestores	Índice que mede a negatividade do tom verbal dos gestores durante as conferências de resultados.	(-)	Tetlock (2007); Price et al. (2012); Davis et al. (2015); Druz et al. (2020)
GOV	Governança Corporativa	Múltiplas proxies: Governance Pillar Score, Management Score, Shareholder Score, CSR Strategy Score.	(+)	Gompers et al. (2003); Johnson et al. (2009); Barnea e Rubin (2010); Ammann et al. (2011); Eccles et al. (2014) Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021); Brandão et al. (2024).
Variáveis Independentes de Controle				
LEVERAGE	Grau de Alavancagem	Percentual da dívida de longo prazo em relação ao total de capital da empresa.	(-)	Titman e Wessels (1988); Frank e Goyal (2009); Graham et al. (2015); Huang et al. (2022)
DIVIDEND_YIELD	Dividend Yield	Dividendo por ação dividido pelo preço da ação, expresso em percentual.	(+)	Baker e Powell (2000); Denis e Osobov (2008); Huang et al. (2022)
CURRENT_RATIO	Índice de Liquidez Corrente	Ativo circulante dividido pelo passivo circulante.	(+)	Altman (1968); Graham et al. (2005)
DEBT_TOTAL	Endividamento Total	Logaritmo do total das dívidas da empresa.	(-)	Graham et al. (2015); Huang et al. (2022)
DEBT_TO_EQUITY	Solvência	Percentual da dívida total em relação ao patrimônio líquido total da empresa.	(+)	Frank e Goyal (2009); Huang et al. (2022)
REVENUE GROWTH RATE	Taxa de Crescimento das Vendas	Crescimento da receita estimada de um ano para o outro.	(+)	Fairfield et al. (2003); Cooper et al. (2008); Huang et al. (2022)
%PREJ	Performance	Índice de trimestres que apresentaram prejuízo ao longo dos últimos quatro anos.	(-)	Davis et al. (2012); Price et al. (2012); Moreira et al. (2016); Ferreira et al. (2019)
MUD_RV	Volatilidade	Valor absoluto da variação sazonal no retorno sobre vendas.	(-)	Frankel et al. (2010); Ferreira et al. (2019)
ATIVO	Tamanho	Logaritmo natural do valor do ativo da firma.	(-)	Ferreira et al. (2019)
BTM	Crescimento	Índice <i>book-to-market</i> .	(+)	Fama e French (1995); Davis et al. (2012)
Efeitos Fixos				
Ano	Ano da Observação	Variável <i>dummy</i> para capturar efeitos fixos de ano.		
Setor	Identificação do setor	Variável <i>dummy</i> para capturar efeitos fixos de setor.		

Fonte: Dados da pesquisa

Nota: Elaborada pelo autor.

4 RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Na Tabela 3 a seguir são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas neste trabalho. Estão incluídos: mínimo, média, máximo, desvio padrão, e o número de observações para cada variável.

Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Min.	Média	Max.	Desvio Padrão	Obs.
VM_{it+2}	14,37	22,91	26,14	1,83	400
TOM_NEG	-0,95	-0,30	0,54	0,29	400
GPS	15,41	56,12	88,73	19,20	400
MANAG_SCORE	8,11	57,95	97,85	24,99	400
SHARE_RIGHTS	0,00	50,40	53,57	8,92	400
CSR_SCORE	0,00	47,71	96,35	29,39	400
%PREJ	0,00	7,00e-04	3,26e-03	8,02e-04	400
BTM	0,09	8,76	349,53	47,61	400
LPA	-5,62	0,32	5,16	1,24	400
ATIVO	21,38	23,80	27,43	1,18	400
MUD_RV	0,00	0,15	2,10	0,33	400
LEVERAGE	3,36	36,85	80,65	18,56	400
CURRENT_RATIO	0,59	1,72	4,48	0,75	400
DEBT_TOTAL	1,80E+8	1,88E+10	3,39E+11	4,94E+10	400
DEBT_TO_EQUITY	4,89	169,44	1859,93	290,61	400
REVENUE GROWTH RATE	-27,81	9,60	77,92	16,74	400

Em que VM_{it+2} é o valor de mercado, calculado como o logaritmo natural da multiplicação do preço da ação pelo número de ações em circulação; TOM_NEG é a negatividade no tom dos gestores durante as conferências de resultados; GOV inclui múltiplas proxies para medir a governança corporativa, como GPS (*Governance Pillar Score*), MANAG_SCORE (*Management Score*), SHARE_RIGHTS (*Shareholder Rights Score*) e CSR_SCORE (*Corporate Social Responsibility Score*); %PREJ é o índice de trimestres que apresentaram prejuízo ao longo dos últimos quatro anos; BTM é o índice *book-to-market*; LPA é o lucro por ação; ATIVO é o logaritmo natural do valor dos ativos da empresa; MUD_RV é o valor absoluto da variação sazonal no retorno sobre vendas; LEVERAGE é o grau de alavancagem, medido pelo percentual da dívida de longo prazo em relação ao total de capital da empresa; CURRENT_RATIO é o índice de liquidez corrente, calculado pelo ativo circulante dividido pelo passivo circulante; DEBT_TOTAL é o total das dívidas da empresa; DEBT_TO_EQUITY é o percentual da dívida total em relação ao patrimônio líquido total da empresa; e REVENUE GROWTH RATE é a taxa de crescimento das vendas, medida pelo crescimento da receita estimada de um ano para o outro.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Dados da pesquisa.

Pelos dados da Tabela 3, o valor de mercado das empresas (VM_{it+2}) apresenta uma média de 22,91, com um desvio padrão de 1,83 indicando que há variações moderadas no valor de mercado entre as empresas, com valores que variam de 14,37 a 26,14. A transformação logarítmica tende a reduzir a dispersão dos dados, o que explica em parte a proximidade dos valores observados.

Já a negatividade no tom dos gestores durante as conferências de resultados (TOM_NEG) mostra uma média de -0,30, com um desvio padrão de 0,29. Os valores variam entre -0,95 e 0,54. A maioria dos gestores das empresas da amostra utilizou tons mais positivos durante as conferências, com alguns adotando uma postura consideravelmente mais positiva em comparação com outros.

Representando a governança, a proxy GPS apresentou uma média de 56,12 na amostra, com um desvio padrão de 19,20. O valor máximo auferido foi de 88,73, indicando que, embora algumas empresas alcancem um nível mais elevado de governança, muitas ainda se situam em um nível moderado ou baixo. Comparado aos outros componentes, GPS apresenta uma distribuição relativamente mais concentrada, com a maioria das empresas situando-se na faixa intermediária.

MANAG_SCORE segue a mesma escala de 0 a 100 e obteve uma média de 57,95 na amostra, com um desvio padrão de 24,99. O valor máximo registrado foi de 97,85, sugerindo que algumas empresas demonstram uma gestão mais eficaz segundo os critérios dessa medida. A maior variabilidade nessa métrica, refletida pelo desvio padrão mais elevado, indica que há uma diferença substancial entre as empresas em termos de eficácia na gestão, com algumas alcançando quase o máximo possível na escala, enquanto outras ficam significativamente atrás.

O SHARE_RIGHTS apresenta uma média de 50,40, com um desvio padrão de 8,92. Essa menor dispersão, juntamente com um valor máximo de 53,57, que é próximo da média, sugere que a maioria das empresas na amostra adotam práticas relativamente semelhantes em termos de proteção dos direitos dos acionistas. Embora existam algumas variações, as pontuações indicam que as empresas tendem a estar alinhadas na implementação de políticas que asseguram direito de voto e proteção dos acionistas minoritários.

O CSR_SCORE obteve uma média de 47,71, com um desvio padrão de 29,39, e um valor máximo de 96,35. A variação ampla dos valores sugere que a adoção de práticas de responsabilidade social ainda é desigual entre as empresas. Enquanto algumas alcançam quase o máximo da escala, indicando atendimento a práticas sociais e ambientais, outras estão apenas começando a incorporar esses aspectos em suas estratégias de negócios.

O índice de trimestres que apresentaram prejuízo ao longo dos últimos quatro anos (%PREJ) tem uma média de $7,00e-04$ (ou 0,0007) e um desvio padrão de $8.02e-04$, sugerindo que a maioria das empresas teve poucos trimestres com prejuízos. O índice *book-to-market* (BTM) apresenta uma média de 8,76 e um desvio padrão de 47,61, indicando grandes diferenças no valor de mercado relativo ao valor contábil das empresas. O lucro por ação (LPA) tem uma média de 0,32 e um desvio padrão de 1,24, refletindo a variabilidade nos lucros das empresas.

O logaritmo natural do valor dos ativos da empresa (ATIVO) mostra uma média de 23,80 e um desvio padrão de 1,18. Essa proximidade nos valores do ativo reflete a compressão dos dados devido à transformação logarítmica, que tende a reduzir a dispersão e aproximar os valores. Embora existam diferenças nos tamanhos das empresas em termos de ativos, essas diferenças são suavizadas pela aplicação do

logaritmo, resultando em uma distribuição mais concentrada. Por outro lado, a variação sazonal no retorno sobre vendas (MUD_RV) tem uma média de 0,15 e um desvio padrão de 0,33, indicando flutuações periódicas no desempenho financeiro das empresas. A variável CURRENT_RATIO, ou índice de liquidez corrente, apresenta uma média de 1,72 e um desvio padrão de 0,75. Esses valores sugerem que, em geral, as empresas da amostra tendem a estar solventes, com capacidade de cobrir suas obrigações de curto prazo com seus ativos circulantes. A variação observada, com valores mínimos de 0,59 e máximos de 4,48, indica que, embora a maioria das empresas esteja em uma posição financeira confortável, algumas podem enfrentar desafios de liquidez, enquanto outras mantêm uma margem de segurança mais ampla.

O grau de alavancagem (LEVERAGE) apresenta uma média de 36,85 e um desvio padrão de 18,56. Esse desvio padrão mais elevado indica que há uma variação significativa no nível de alavancagem entre as empresas, com algumas adotando níveis de endividamento muito superiores ou inferiores à média. Essa maior dispersão sugere que as empresas na amostra possuem estratégias de financiamento bastante diversas, refletindo diferentes abordagens em relação ao uso de dívida. Essa análise se complementa ao considerar, em conjunto, a variabilidade observada em DEBT_TOTAL e DEBT_TO_EQUITY (que possui um desvio padrão de 290,61), apontando para uma significativa heterogeneidade na estrutura de capital das empresas. As diferenças nos níveis de endividamento e alavancagem sugerem que as empresas adotam estratégias financeiras distintas, o que pode ser influenciado por fatores como o setor em que operam, suas políticas internas de gestão de risco e suas expectativas de crescimento futuro.

A variável DEBT_TOTAL apresenta uma forte variação nos valores de dívida total entre as empresas da amostra, refletindo a diversidade nas políticas financeiras e estratégias de alavancagem adotadas. Algumas empresas possuem dívidas menores, enquanto outras apresentam níveis de endividamento mais altos, conforme indicado pela diferença entre o valor mínimo de 180 milhões e o valor máximo de 339,1 bilhões. A média de 18,8 bilhões, juntamente com um desvio padrão de 49,4 bilhões, ilustra a variação nos níveis de endividamento, sugerindo que a dívida total é uma característica que varia entre as empresas analisadas. Essa diversidade pode estar relacionada a diferentes abordagens de financiamento, estrutura de capital, capacidade de geração de caixa, e estratégias de crescimento adotadas por cada empresa.

Por fim, a variável REVENUE GROWTH RATE, que mede a taxa de crescimento da receita, apresenta uma média de 9,60% e um desvio padrão de 16,74%, com valores variando de -27,81% a 77,92%. Essa grande variação indica que enquanto algumas empresas enfrentam desafios de crescimento, outras estão experimentando expansões significativas em suas receitas, o que pode ter implicações importantes para o valor de mercado futuro das firmas.

Em sequência, a Tabela 4 apresenta a correlação entre as variáveis utilizadas na pesquisa.

Tabela 4 - Correlação das variáveis

	VM_{it+2}	TOM_NEG	GPS	MANAG_SCORE	SHARE_RIGHTS	CSR_SCORE	%PREJ	BTM	LPA	ATIVO	MUD_RV
VM_{it+2}	1										
TOM_NEG	-0,0592	1									
GPS	-0,0097	0,0054	1								
MANAG_SCORE	-0,0122	0,0096	0,9488 *	1							
SHARE_RIGHTS	0,0853	0,0091	0,2861 *	0,2265 *	1						
CSR_SCORE	0,3843 *	0,0391	0,3397 *	0,2193 *	0,1357 *	1					
%PREJ	-0,3515 *	0,0220	0,0381	0,0539	0,0413	-0,1190 *	1				
BTM	-0,7000 *	0,0199	0,1048 *	0,1072 *	0,0161	-0,1531 *	0,3487	1			
LPA	0,0851	-0,1464 *	0,0962	0,0696	0,0319	0,0424	-0,1139	0,0340	1		
ATIVO	0,4539 *	0,0301 *	0,0989 *	0,0927	0,0582	0,4729 *	0,0483	-0,0862	0,1238 *	1	
MUD_RV	-0,2816 *	0,1262	0,0041	-0,0247	0,0386	-0,1058 *	0,2685	0,2213 *	-0,0499	-0,1073 *	1
LEVERAGE	0,0412	0,0572 *	0,1354 *	0,1009	0,0701 *	0,1630 *	0,3299	-0,0460	-0,0324	0,2761 *	0,0075
CURRENT_RATIO	-0,0972	-0,1003 *	-0,1570 *	-0,1664	0,0350 *	-0,2871 *	0,0307	0,0063	0,0929	-0,2276 *	0,2156 *
DEBT_TOTAL	0,2620 *	0,1001 *	0,1605 *	0,1957	0,0453 *	0,2435	0,0782 *	-0,0166	0,0977	0,6343 *	0,0412
DEBIT_TO_EQUITY	-0,0119	0,0665	0,0383	0,0318	0,0559	0,0458	0,2726	-0,0268	-0,0607	0,0486	0,1262 *
REVENUE_GROWTH_RATE	0,0541	-0,2050 *	0,0130	0,0296	-0,0483	-0,1267	0,0796 *	-0,0010	0,0371	-0,1302 *	0,0509
Continuação:											
	LEVERAGE		CURRENT_RATIO		DEBT_TOTAL		DEBIT_TO_EQUITY		REVENUE_GROWTH_RATE		
LEVERAGE	1,0000										
CURRENT_RATIO	-0,1903 *		1,0000								
DEBT_TOTAL	0,2285 *		-0,0891		1,0000						
DEBIT_TO_EQUITY	0,6097 *		-0,2163 *		0,0400		1,0000				
REVENUE_GROWTH_RATE	-0,0042		0,1784 *		-0,0236		-0,0177		1,0000		

Em que VM_{it+2} é o valor de mercado, calculado como o logaritmo natural da multiplicação do preço da ação pelo número de ações em circulação; TOM_NEG é a negatividade no tom dos gestores durante as conferências de resultados; GOV inclui múltiplas proxies para medir a governança corporativa, como GPS (*Governance Pillar Score*), MANAG_SCORE (*Management Score*), SHARE_RIGHTS (*Shareholder Rights Score*) e CSR_SCORE (*Corporate Social Responsibility Score*); %PREJ é o índice de trimestres que apresentaram prejuízo ao longo dos últimos quatro anos; BTM é o índice *book-to-market*; LPA é o lucro por ação; ATIVO é o logaritmo natural do valor dos ativos da empresa; MUD_RV é o valor absoluto da variação sazonal no retorno sobre vendas; LEVERAGE é o grau de alavancagem, medido pelo percentual da dívida de longo prazo em relação ao total de capital da empresa; CURRENT_RATIO é o índice de liquidez corrente, calculado pelo ativo circulante dividido pelo passivo circulante; DEBT_TOTAL é o total das dívidas da empresa; DEBIT_TO_EQUITY é o percentual da dívida total em relação ao patrimônio líquido total da empresa; e REVENUE_GROWTH_RATE é a taxa de crescimento das vendas, medida pelo crescimento da receita estimada de um ano para o outro.* Correlações com grau de significância de 5%.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 4 apresenta os coeficientes de correlação entre as variáveis utilizadas no modelo da pesquisa. Entre os destaques, observa-se que o valor de mercado (VM_{t+2}) não apresentou correlação significativa com o tom dos gestores TOM_NEG ao nível de 5%, apesar do coeficiente negativo (-0,0592). Isso indica que, isoladamente, o tom negativo não apresentou uma relação linear direta forte com o valor de mercado no tempo proposto de $t + 2$. Sugere-se que outras variáveis mediadoras ou moderadoras, como as variáveis de controle propostas, podem ser necessárias para entender melhor a influência do tom negativo nesse contexto.

Continuando a análise, foram observadas correlações significativas entre o valor de mercado futuro das empresas e outras variáveis. Especificamente tratando-se da governança, a associação positiva significativa entre o valor de mercado futuro e a variável CSR_SCORE (0,3843) sugere que práticas robustas de responsabilidade social corporativa estão associadas a um maior valor de mercado futuro. Empresas com pontuações mais altas em CSR_SCORE, que refletem uma integração de aspectos sociais e ambientais em suas estratégias de negócios, podem ser vistas de forma mais favorável pelos investidores (Barnea & Rubin 2010; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Isso pode ser atribuído ao fato de que práticas sustentáveis não apenas melhoram a reputação da empresa, mas também reduzem riscos de longo prazo, tornando a empresa mais atraente para investidores conscientes de questões ESG (*Environmental, Social, and Governance*).

Entre os resultados, observa-se um coeficiente negativo significativo (-0,7000) entre o valor de mercado futuro e o indicador de *book-to-market* (BTM). Essa correlação sugere que empresas com altos valores de BTM, que geralmente representam empresas subvalorizadas pelo mercado, tendem a ter um valor de

mercado futuro mais baixo. Esse resultado está alinhado com a literatura financeira, que frequentemente associa altos valores de BTM a empresas com maior risco percebido e menor crescimento esperado, o que se reflete em menores valores de mercado (Fama & French, 1995; Davis et al., 2012).

Outra variável que apresentou correlação negativa significativa com o valor de mercado futuro foi o percentual de prejuízo (%PREJ). Essa correlação ($-0,3515$) indica que empresas que experimentaram prejuízos ao longo dos últimos períodos tendem a ter uma avaliação de mercado futura mais baixa. Isso é esperado, pois prejuízos recorrentes são frequentemente interpretados como sinais de dificuldades financeiras ou operacionais, o que pode levar a uma diminuição do valor percebido pelos investidores.

A variável ATIVO, que representa o logaritmo natural do valor dos ativos da empresa, também apresentou uma correlação positiva significativa com valor de mercado futuro ($0,4539$). Esse resultado sugere que empresas com maiores ativos tendem a ter um valor de mercado futuro mais elevado. Esse achado é consistente com a ideia de que ativos maiores geralmente implicam uma maior capacidade operacional e um maior potencial de geração de receitas, o que contribui para um maior valor de mercado.

A variável DEBT_TOTAL demonstrou uma correlação positiva significativa com ($0,2620$). Embora isso possa parecer contraintuitivo à primeira vista, considerando que um aumento no endividamento geralmente é associado a maior risco financeiro e potenciais dificuldades financeiras, uma possível interpretação é que empresas que utilizam mais dívida podem estar fazendo isso para financiar oportunidades de crescimento que, se bem-sucedidas, levam a um aumento do valor de mercado.

Contudo, essa relação também deve ser interpretada com cautela, conforme exposto, por razões relacionadas ao aumento do risco financeiro da empresa, o que pode ter implicações adversas em cenários menos favoráveis.

A correlação de TOM_NEG com outras variáveis, como REVENUE_GROWTH_RATE (-0,2050), é significativa e negativa, indicando que um tom mais negativo pode estar associado a uma menor taxa de crescimento da receita, o que pode refletir as expectativas dos gestores em relação ao desempenho futuro da empresa. Além disso, uma correlação negativa significativa é encontrada com variáveis como LPA (-0,1464) e CURRENT_RATIO (-0,1003). No caso do LPA, a correlação negativa sugere que um tom mais negativo por parte dos gestores pode estar relacionado a uma menor lucratividade por ação, o que pode ser interpretado como os gestores antecipando ou comunicando expectativas menos otimistas sobre a performance financeira. A correlação negativa com CURRENT_RATIO, que mede a liquidez de curto prazo da empresa, sugere que um tom mais negativo pode estar associado a uma menor capacidade de a empresa honrar seus compromissos de curto prazo. Isso pode refletir preocupações dos gestores sobre a liquidez da empresa, indicando potenciais dificuldades financeiras que estão sendo comunicadas de maneira mais cautelosa ou pessimista.

Por outro lado, TOM_NEG apresenta correlações positivas significativas com variáveis como LEVERAGE (0,1262) e DEBT_TOTAL (0,1001). A correlação positiva com LEVERAGE, que mede o nível de endividamento da empresa no longo prazo em relação ao ativo total, sugere que um tom mais negativo pode estar associado a empresas com maior alavancagem. Isso pode indicar que os gestores de empresas mais endividadas tendem a adotar um tom mais cauteloso ou pessimista durante as

conferências, possivelmente devido à pressão financeira adicional que o alto nível de dívida impõe sobre a empresa.

De maneira complementar, a correlação positiva com DEBT_TOTAL agrega essa interpretação, sugerindo que empresas com maior dívida total podem ter gestores que utilizam um tom mais negativo em suas comunicações. Um possível fator para essa relação reside no fato de que altos níveis de endividamento geralmente aumentam o risco financeiro, levando os gestores a expressarem preocupações ou incertezas sobre a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações financeiras e sustentar o crescimento no futuro. Em resumo, os dados indicam que o tom negativo nas comunicações dos gestores está relacionado com indicadores financeiros que refletem tanto desafios de liquidez quanto altos níveis de endividamento, evidenciando a complexidade das interações entre as percepções dos gestores e a saúde financeira das empresas.

Com relação às demais proxies de governança, as variáveis GPS (*Governance Pillar Score*), MANAG_SCORE (*Management Score*), e SHARE_RIGHTS (*Shareholder Rights Score*) não apresentaram correlações significativas com o valor de mercado futuro (VM_{t+2}) ao nível de 5%. SHARE_RIGHTS, embora tenha se aproximado da significância com um nível de $p < 0,1$, ainda não foi suficientemente forte para ser considerada significativa neste contexto.

A ausência de significância pode ser atribuída a várias razões. Em primeiro lugar, cada uma dessas variáveis captura dimensões específicas da governança corporativa, que, quando analisadas isoladamente, podem não ter um impacto direto ou suficientemente forte sobre o valor de mercado. Por exemplo, o GPS reflete uma ampla gama de práticas de governança que, embora importantes, podem ser mais

relevantes em conjunto com outras variáveis ou em contextos específicos, como em períodos de instabilidade ou mudança organizacional. A falta de significância pode sugerir que o valor de mercado é influenciado por uma combinação de fatores de governança e não pelas dimensões avaliadas de forma isolada. Para MANAG_SCORE, que mede a eficácia da gestão em diversas áreas, a falta de correlação significativa sugere que, por si só, a eficácia percebida da gestão, medida por esta proxy, não é um preditor direto do valor de mercado futuro.

No caso da proxy SHARE_RIGHTS, sua significância aproximou-se de 5% em relação ao valor de mercado das firmas. Embora a proteção dos direitos dos acionistas seja essencial para a governança corporativa (Ammann et al., 2011) sua influência no valor de mercado pode depender de outras condições, como a estrutura de propriedade da empresa, o grau de transparência, ou a confiança dos investidores na integridade dos processos internos. O fato de SHARE_RIGHTS ter se aproximado de um bom nível de significância sugere que, em alguns casos, a proteção robusta dos direitos dos acionistas pode influenciar positivamente o valor de mercado, mas essa influência pode não ser suficientemente poderosa ou uniforme para ser capturada de forma isolada em todas as empresas da amostra. De forma geral, as dimensões de governança capturadas por GPS, MANAG_SCORE, e SHARE_RIGHTS podem ter um papel mais significativo quando combinadas com outros elementos internos e externos, reforçando a ideia de que a governança corporativa é multidimensional e seu impacto no valor de mercado não é linear.

Complementando a análise, as variáveis de governança GPS, MANAG_SCORE, SHARE_RIGHTS e CSR_SCORE exibem correlações positivas entre si, o que é consistente com o fato de que empresas com desempenho superior

em uma dimensão de governança tendem a adotar boas práticas também nas outras dimensões. Por exemplo, GPS e MANAG_SCORE apresentam uma forte correlação (0,9488), sugerindo que uma empresa que pontua bem em práticas de governança geral tende também a apresentar uma gestão eficaz em termos de práticas internas e estrutura de governança. Da mesma forma, GPS e SHARE_RIGHTS estão correlacionados (0,2861), indicando que boas práticas gerais de governança estão em parte associadas a uma proteção dos direitos dos acionistas. A variável CSR_SCORE apresenta uma correlação positiva significativa com GPS (0,8443) e MANAG_SCORE (0,8379), o que sugere que as empresas que se destacam em governança também tendem a adotar práticas robustas de responsabilidade social.

Em continuidade da análise, a variável BTM (*Book-to-Market*) tem correlações significativas tanto positivas quanto negativas com as variáveis de governança. Especificamente, BTM está positivamente relacionado com GPS e MANAG_SCORE, o que se sugere, pelos dados da pesquisa, que empresas com boas práticas de governança e gestão tendem a ter um maior índice BTM. Ou seja, apesar dessas boas práticas, o mercado ainda vê essas empresas como subvalorizadas. Por outro lado, BTM está negativamente correlacionado com CSR_SCORE, sugerindo que empresas com práticas mais sólidas de responsabilidade social tendem a ser mais valorizadas pelo mercado em relação ao seu valor contábil, possivelmente devido ao impacto positivo dessas práticas na percepção dos investidores.

Na análise das correlações também se observa que *LEVERAGE* (alavancagem) está significativamente correlacionada com as variáveis de governança GPS, SHARE_RIGHTS e CSR_SCORE. A correlação positiva de LEVERAGE com GPS e SHARE_RIGHTS sugere que empresas com práticas mais

sólidas de governança e uma proteção mais forte dos direitos dos acionistas tendem a utilizar mais alavancagem. Isso pode indicar que essas empresas, devido à confiança nas suas estruturas de governança, estão mais dispostas a assumir dívidas para financiar seu crescimento. A correlação positiva com CSR_SCORE também sugere que empresas que se destacam em responsabilidade social utilizam alavancagem de maneira estratégica, possivelmente para apoiar iniciativas que reforçam seu compromisso com práticas sustentáveis e socialmente responsáveis.

No caso de DEBT_TOTAL, a correlação significativa com GPS e SHARE_RIGHTS indica que empresas com uma governança geral sólida e com uma forte proteção dos direitos dos acionistas tendem a ter níveis mais altos de dívida total. Isso pode refletir uma maior capacidade dessas empresas de acessar financiamento externo devido à confiança que inspiram nos investidores, decorrente de suas boas práticas de governança. A capacidade de gerenciar eficientemente altos níveis de dívida pode ser facilitada por uma governança eficaz e pela proteção adequada dos interesses dos acionistas, o que pode, por sua vez, mitigar os riscos associados ao endividamento elevado.

4.2 RESULTADOS DO MODELO ECONOMETRICO

Para testar o modelo previsto na equação (1) e verificar as hipóteses H1, H2 e H3 deste trabalho, são apresentados os resultados na Tabela 5.

Para a hipótese H1, que sugere que o tom negativo dos gestores tem um efeito negativo no valor de mercado futuro das empresas VM_{it+2} , os resultados indicam que o coeficiente da variável TOM_NEG_{it} é negativo e significativo quando interage com as proxies SHARE_RIGHTS (coeficiente de -0,8132, significativo ao nível de 5%) e

CSR_SCORE (coeficiente de -0,2829, significativo ao nível de 10%). Isso implica que, considerando a combinação de variáveis abordadas no modelo, um aumento na negatividade do tom dos gestores está associado a uma redução no valor de mercado futuro das empresas, em consonância com os achados de Tetlock et al. (2008), Henry (2008), Feldman et al. (2010), Price et al. (2012), Davis et al. (2015) e Ferreira et al. (2019). Portanto, a hipótese H1 é suportada por esses resultados, embora a significância tenha sido observada especificamente nas interações com SHARE_RIGHTS e CSR_SCORE.

Tabela 5 – Resultado da regressão do modelo da Equação (1)

		VM_{it+2}	VM_{it+2}	VM_{it+2}	VM_{it+2}
TOM_NEG_{it}		-0,0835	-0,0602	-0,8132**	-0,2829*
	GPS	0,0001			
GOV_{it}	MANAG_SCORE		-0,0014		
	SHARE_RIGHTS			-0,0009	
	CSR_SCORE				0,0037
	GPS *	0,0001			
	TOM_NEG_{it}				
	MANAG_SCORE *		0,0003		
$GOV_{it} * TOM_NEG_{it}$	TOM_NEG_{it}				
	SHARE_RIGHTS *			0,0144*	
	TOM_NEG_{it}				
	CSR_SCORE *				0,0041
	TOM_NEG_{it}				
BTM		-0,0393***	-0,0390***	-0,0397***	-0,0409
LPA		0,1036***	0,1035***	0,1047***	0,1029
ATIVO		0,3684	0,3696	0,3739	0,3288
MUD_RV		-0,4165**	-0,4189**	-0,4138**	-0,4217
CURRENT_RATIO		0,1309*	0,1248*	0,1258*	0,1332
DEBT_TOTAL		1,54E-12	1,57E-12	1,57E-12	1,59E-12
DEBIT_TO_EQUITY		0,0003*	0,0003*	0,0003	0,0003
LEVERAGE		-0,0114**	-0,0111**	-0,0116**	-0,0114
REVENUE_GROWTH_RATE		0,0031	0,0032	0,0031	0,0031
Constante		14,1035*	14,1206*	13,9591*	14,5720
Observações		400	400	400	400
R2		0,4985	0,4993	0,5006	0,5031

Em que VM_{it+2} é o valor de mercado, calculado como o logaritmo natural da multiplicação do preço da ação pelo número de ações em circulação; TOM_NEG_{it} é a negatividade no tom dos gestores durante as conferências de resultados; GOV_{it} inclui múltiplas proxies para medir a governança corporativa, como GPS (*Governance Pillar Score*), $MANAG_SCORE$ (*Management Score*), $SHARE_RIGHTS$ (*Shareholder Rights Score*) e CSR_SCORE (*Corporate Social Responsibility Score*); $GOV_{it} * TOM_NEG_{it}$ é o termo de interação entre as variáveis GOV_{it} e TOM_NEG_{it} ; %PREJ é o índice de trimestres que apresentaram prejuízo ao longo dos últimos quatro anos; BTM é o índice *book-to-market*; LPA é o lucro por ação; ATIVO é o logaritmo natural do valor dos ativos da empresa; MUD_RV é o valor absoluto da variação sazonal no retorno sobre vendas; LEVERAGE é o grau de alavancagem, medido pelo percentual da dívida de longo prazo em relação ao total de capital da empresa; CURRENT_RATIO é o índice de liquidez corrente, calculado pelo ativo circulante dividido pelo passivo circulante; DEBT_TOTAL é o total das dívidas da empresa; DEBT_TO_EQUITY é o percentual da dívida total em relação ao patrimônio líquido total da empresa; e REVENUE GROWTH RATE é a taxa de crescimento das vendas, medida pelo crescimento da receita estimada de um ano para o outro.

*, **, *** significante a 10%, 5% e 1%, respectivamente

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: Dados da pesquisa.

É relevante destacar que, embora TOM_NEG_{it} não tenha mostrado uma correlação significativa com o valor de mercado na matriz de correlações, a significância emergiu quando considerada no contexto do modelo de regressão, especialmente em interação com variáveis de governança. Com isso, sugere-se que o efeito do tom negativo dos gestores sobre o valor de mercado futuro pode ser mais complexo e mediado por outros fatores, como os direitos dos acionistas e as práticas de responsabilidade social.

Interpretando o resultado do coeficiente β_1 do modelo, de -0,8132 para $SHARE_RIGHTS$ e -0,2829 para CSR_SCORE , para cada unidade adicional de negatividade no tom dos gestores - conforme previsto pela equação (2), o valor de mercado futuro das empresas tende a diminuir em aproximadamente 81,32% e 28,29%, respectivamente, condicionado à interação com o modelo. É importante destacar que o valor de mercado passou por um processo de logaritmização, e que a variável TOM_NEG tem uma magnitude pequena, medida em pequenas frações.

Ao analisar as interações entre TOM_NEG e as outras variáveis de governança – GPS e $MANAG_SCORE$, observa-se que essas interações não apresentaram

coeficientes significativos no contexto da hipótese H1. Isso sugere que, embora a governança corporativa seja um fator importante no desempenho empresarial, sua influência sobre o impacto do tom negativo dos gestores no valor de mercado futuro pode não ser uniforme ou direta. A falta de significância pode sugerir que essas dimensões específicas da governança não exercem um papel moderador forte o suficiente para alterar a relação entre o tom negativo e o valor de mercado. Em complemento, é possível que a eficácia da governança, medida por essas variáveis, seja mais relevante em outros contextos ou em combinação com diferentes fatores que não foram capturados pela hipótese H1.

A hipótese H2 deste estudo propõe que o nível de governança corporativa tem um impacto positivo no valor de mercado futuro das empresas (VM_{it+2}). No entanto, os resultados das regressões não forneceram suporte significativo para essa hipótese. Pelos dados da pesquisa, e dentro do contexto das variáveis analisadas, nenhuma das quatro proxies de governança (GPS, MANAG_SCORE, SHARE_RIGHTS e CSR_SCORE) apresentou coeficientes significativos no modelo, sugerindo que o impacto isolado da governança sobre o valor de mercado não é forte o suficiente para se destacar.

Para as três proxies de governança (GPS, MANAG_SCORE e SHARE_RIGHTS) que, isoladamente, já não mostraram significância na matriz de correlações, essa falta de significância se manteve no modelo de regressão com as demais variáveis. Isso sugere que, mesmo quando consideradas em um contexto mais amplo e com interações entre variáveis, essas dimensões da governança não possuem um efeito direto e robusto sobre o valor de mercado futuro das empresas. A ausência de significância pode ser indicativa de que esses aspectos da governança,

enquanto importantes para a estrutura organizacional, podem não exercer uma influência direta ou suficiente no desempenho de mercado a curto ou médio prazo.

Por outro lado, a proxy *CSR_SCORE*, que inicialmente demonstrou uma correlação significativa com o valor de mercado na matriz de correlações, também não se mostrou significativa no modelo de regressão. Ao incluir outras variáveis no modelo, a influência de *CSR_SCORE* sobre o valor de mercado pode ter sido diluída ou mediada por outros fatores que capturam melhor o efeito sobre o desempenho de mercado. Em outras palavras, embora *CSR_SCORE* seja um aspecto relevante da governança, seu impacto isolado pode não ser suficientemente forte para se manifestar como significativo quando outras variáveis de controle são consideradas simultaneamente.

A hipótese H3 sugere que a governança mitiga o efeito negativo do tom negativo no valor de mercado. Os resultados mostram que a interação $GOV_{it} * TOM_NEG_{it}$ apresenta coeficiente positivo e significativo apenas para a proxy *SHARE_RIGHTS* (0,0144, p-valor<10%). Isso sugere que a dimensão específica de direitos dos acionistas na governança pode atenuar os efeitos da negatividade no discurso dos gestores, sugerindo que quando os acionistas têm garantias mais fortes, o impacto negativo de uma comunicação negativa dos gestores sobre o valor de mercado é reduzido.

Com relação ao tamanho do efeito, o coeficiente β_3 de 0,0144 na interação de TOM_NEG_{it} e *SHARE_RIGHTS* sugere que a governança relacionada aos direitos dos acionistas pode moderar o impacto negativo do tom dos gestores sobre o valor de mercado. Especificamente, para cada unidade adicional de *SHARE_RIGHTS*, o efeito negativo de uma unidade de TOM_NEG_{it} sobre o valor de mercado futuro é reduzido

em 1,44%. Isso significa que, embora a negatividade dos gestores tenda a reduzir o valor de mercado, essa redução é atenuada em empresas onde os direitos dos acionistas são mais robustos.

No entanto, é importante destacar que essa mitigação foi observada apenas para a proxy SHARE_RIGHTS, enquanto as interações com as outras variáveis de governança (GPS, MANAG_SCORE, CSR_SCORE) não foram significativas. A falta de significância nas interações com essas outras variáveis pode sugerir que nem todas as dimensões da governança têm a mesma capacidade de contrabalançar os efeitos negativos do tom pessimista durante conferências de resultados. Especificamente, aspectos gerais de governança, eficácia gerencial ou responsabilidade social podem não ser suficientes, por si só, para influenciar como o mercado responde ao tom negativo dos gestores.

As variáveis de controle também desempenham um papel significativo na análise. Observa-se que variáveis como ATIVO, MUD_RV, CURRENT_RATIO, DEBT_TOTAL, DEBIT_TO_EQUITY e REVENUE_GROWTH_RATE possuem coeficientes significativos em três dos quatro modelos testados, influenciando diretamente o valor de mercado futuro das empresas. A inclusão dessas variáveis reforça a robustez do modelo, proporcionando uma compreensão mais abrangente dos determinantes do valor de mercado das empresas.

Em resumo, os resultados das regressões confirmam a hipótese H1 quando o tom negativo interage com as proxies SHARE_RIGHTS e CSR_SCORE, e a hipótese H3 quando há interação entre TOM_NEG e SHARE_RIGHTS, indicando que a negatividade no tom dos gestores afeta negativamente o valor de mercado e que certos aspectos da governança, especialmente os direitos dos acionistas, podem

mitigar esse efeito. No entanto, a hipótese H2 não é confirmada de forma robusta com os dados da pesquisa, sugerindo a necessidade de uma análise mais aprofundada sobre como diferentes aspectos da governança influenciam o valor de mercado das empresas brasileiras.

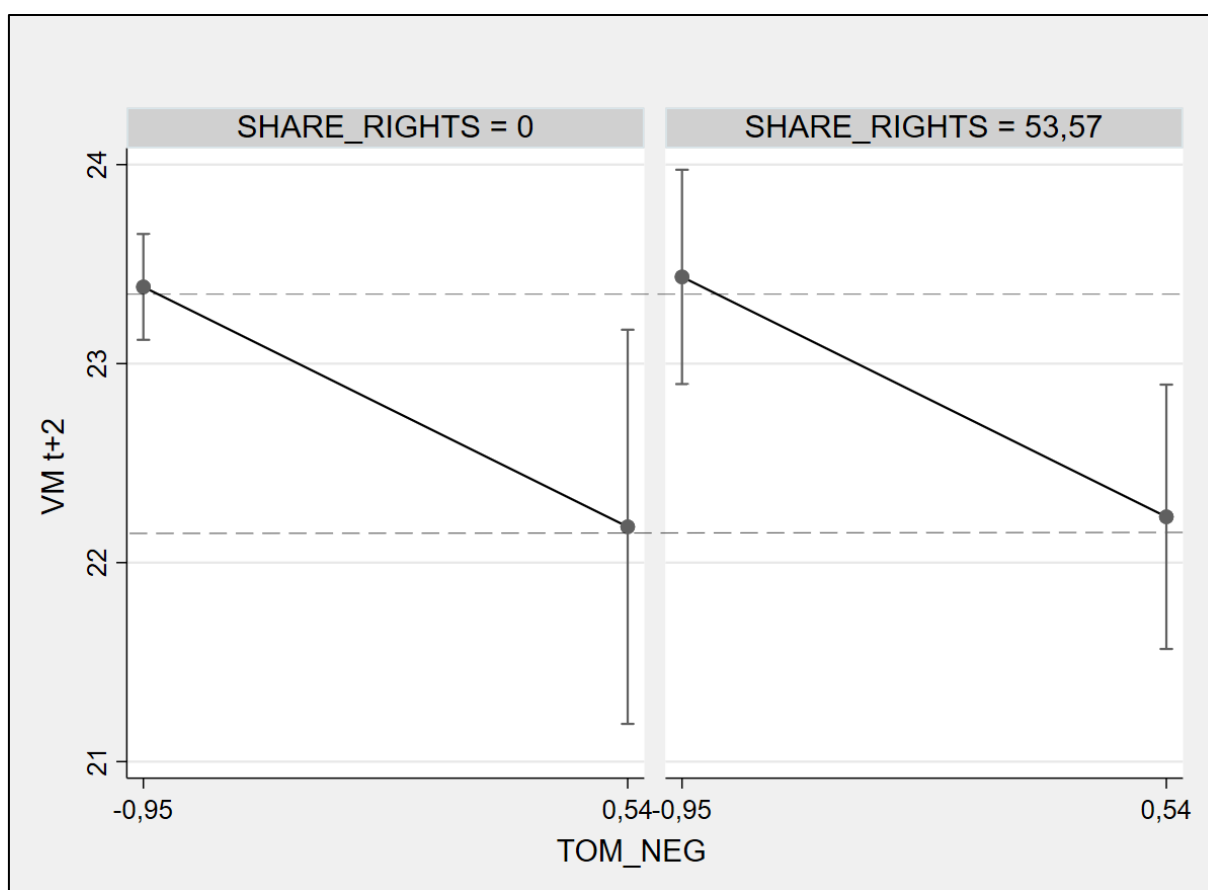
Os resultados que confirmam a hipótese H1 corroboram estudos anteriores (Tetlock, 2007; Tetlock et al., 2008; Henry, 2008; Beyer et al., 2010; Price et al., 2012; Davis et al., 2012; Bassyouny et al., 2022), que também identificaram que a negatividade no tom dos gestores impacta negativamente o valor de mercado. Em contraste, a hipótese H2 não foi sustentada pelos dados da pesquisa, não sendo possível comparar ou corroborar com estudos anteriores que encontraram uma relação positiva entre o aumento da governança e o valor de mercado das firmas, como observado em autores como Gompers et al. (2003), Ashbaugh-Skaife et al. (2006), Johnson et al. (2009), Ammann et al. (2011), Giroud & Mueller (2011), e Brandão et al. (2024).

As diferenças observadas em relação às outras pesquisas podem ser atribuídas às proxies utilizadas para medir governança, que podem não capturar adequadamente as nuances do contexto brasileiro. Além disso, a combinação das variáveis no modelo, incluindo a variável de tom dos gestores durante conferências, algo não utilizado nos demais estudos, pode ter diluído ou mediado o impacto das proxies. Diferenças metodológicas, como o período analisado e a composição da amostra, também podem ter influenciado os resultados, assim como fatores externos específicos do Brasil, como condições macroeconômicas e regulatórias.

Para complementar a análise apresentada na Tabela 5, o gráfico exibido na Figura 5 ilustra as margens preditivas para a interação, entre a negatividade no tom

dos gestores e o fator de governança $SHARE_RIGHTS$ na mitigação do efeito da negatividade TOM_NEG_{it} , em relação ao valor futuro de mercado VM_{it+2} , apresentada significativamente no modelo da equação (1). No eixo horizontal, os valores da negatividade variam entre seu mínimo e máximo observados, enquanto o eixo vertical apresenta a predição linear do valor de mercado. O gráfico destaca duas condições da variável mensurada por $SHARE_RIGHTS$ (mínimo e máximo respectivamente), evidenciando como diferentes níveis de direitos dos acionistas interagem com a negatividade para influenciar o valor de mercado.

Figura 5 - Gráfico de interação entre as variáveis de negatividade dos gestores e governança medida pela proxy de direitos dos acionistas



Fonte: Dados da pesquisa

Nota: Em que VM_{it+2} é o valor de mercado, calculado como o logaritmo natural da multiplicação do preço da ação pelo número de ações em circulação; TOM_NEG_{it} é a negatividade no tom dos gestores durante as conferências de resultados; $SHARE_RIGHTS$ representa a proxy para medir a governança corporativa *Shareholder Rights Score*.

Observa-se que, com valores mais elevados de direitos dos acionistas, a negatividade no tom dos gestores tem um impacto menos pronunciado na redução do valor de mercado. Isso sugere que uma governança robusta, medida pela interação entre *SHARE_RIGHTS* e *TOM_NEG_{it}*, pode atenuar os efeitos negativos da comunicação negativa dos gestores, proporcionando uma perspectiva mais positiva para o valor de mercado da empresa. Este resultado sugere consistência para a hipótese H3, que postula que a governança eficaz pode mitigar os efeitos adversos da negatividade no tom dos gestores sobre o valor de mercado.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo central examinar como a negatividade no tom dos gestores durante as conferências de resultados influencia o valor de mercado futuro das empresas e explorar a capacidade da governança corporativa de mitigar esse impacto.

A pesquisa revelou que, em contextos em que os direitos dos acionistas são mais robustos, a negatividade no tom dos gestores pode ter um impacto reduzido no valor de mercado, sugerindo que práticas de governança que garantem a proteção dos interesses dos acionistas contribuem para mitigar os efeitos negativos de uma comunicação pessimista. Isso implica que uma estrutura de governança robusta pode proporcionar maior transparência e controle, reduzindo a incerteza e aumentando a confiança dos investidores.

Esse resultado evidencia que a governança corporativa, particularmente em termos de proteção dos direitos dos acionistas, pode atuar como um mecanismo de defesa contra a perda de valor de mercado em cenários de comunicação adversa.

Por outro lado, a governança corporativa, considerada isoladamente, não demonstrou uma influência clara sobre o valor de mercado das empresas. Logo, sugere-se que, embora seja um fator relevante, a governança corporativa talvez não tenha exercido um impacto direto e uniforme sobre o desempenho de mercado nas condições estabelecidas pelo modelo da pesquisa. Embora a governança corporativa seja um elemento importante, seu efeito sobre o desempenho de mercado pode depender da interação com outras variáveis.

Além do exposto, também não foram observados efeitos diretos da governança corporativa no valor de mercado das empresas quando esta é mensurada exclusivamente por indicadores de responsabilidade social corporativa ou por critérios de eficácia da gestão. A depender de sua forma de mensuração, a governança corporativa pode apresentar limitações em sua capacidade de impactar o valor de mercado, destacando a importância dos métodos de mensuração adotados para sua avaliação.

Este estudo contribui para a literatura ao avaliar relação entre o tom gerencial e o valor de mercado das empresas no contexto brasileiro, destacando a relevância das estruturas de governança corporativa ao minimizar os impactos negativos potenciais de uma comunicação desfavorável.

Contudo, é importante reconhecer as limitações, como a utilização de variáveis binárias para capturar a negatividade e a necessidade de futuras pesquisas explorarem uma gama mais ampla de emoções e indicadores linguísticos para um entendimento mais profundo das comunicações dos gestores (Bassyouny., 2020; Bassyouny et al., 2022). Essa limitação aponta para a necessidade de incorporar uma gama mais ampla de emoções e indicadores linguísticos, possivelmente inspirados

por pesquisas em psicologia e comunicação (Henry, 2008), que podem oferecer informações mais detalhadas sobre o comportamento e as intenções dos gestores.

Olhando para o futuro, pesquisas subsequentes poderiam beneficiar-se da aplicação de técnicas de *machine learning* para explorar dimensões menos objetivas de comunicação, como a detecção de humor, mentira ou hesitação. Além disso, a integração de análises comportamentais por meio de imagens e vídeos das conferências poderia oferecer uma compreensão mais holística (Mayew & Venkatachalam, 2012) sobre a performance e da estratégia gerencial durante momentos de comunicação corporativa abrindo caminhos para uma avaliação mais rica e contextualizada das comunicações corporativas.

REFERÊNCIAS

- Akerlof, G. (1970). The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Allee, K. D., & DeAngelis, M. D. (2015). The structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from tone dispersion. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 241–274. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12072>
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36–55. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>
- Arayssi, M., & Jizi, M. I. (2019). Does corporate governance spillover firm performance? A study of valuation of MENA companies. *Social Responsibility Journal*, 15(5), 597–620. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2018-0157>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 203–243. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>

- Baginski, S. P., Demers, E., Kausar, A., & Yu, Y. J. (2018). Linguistic tone and the small trader. *Accounting, Organizations and Society*, 68-69, 21–37. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2018.03.005>
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (2000). Determinants of corporate dividend policy: A survey of NYSE firms. *Financial Practice and Education*, 29–40. <http://hdl.handle.net/1961/auislandora:73242>
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97, 71–86. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>
- Bassyouny, H., Abdelfattah, T., & Tao, L. (2020). Beyond narrative disclosure tone: The upper echelons theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 70, 101499. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101499>
- Bassyouny, H., Abdelfattah, T., & Tao, L. (2022). Narrative disclosure tone: A review and areas for future research. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 46, 100511. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2022.100511>
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 296–343. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Brandão, I. de F., Crisóstomo, V., & López-Iturriaga, F. J. (2024). A multidimensional analysis of corporate governance and firm value. *Journal of Management and Governance*, 1-32. <https://doi.org/10.1007/s10997-024-09699-8>
- Brown, S., Hillegeist, S. A., & Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 343–366. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.02.001>
- Call, A. C., Flam, R. W., Lee, J. A., & Sharp, N. Y. (2023). Managers' use of humor on public earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 29, 2650-2687. <https://doi.org/10.1007/s11142-023-09764-x>
- Chatjuthamard, P., & Jiraporn, P. (2023). Corporate culture, innovation and board size: Recent evidence from machine learning and earnings conference calls. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(6), 1361–1378. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2022-0371>
- Chen, J., Demers, E., & Lev, B. (2018). Oh what a beautiful morning! Diurnal influences on executives and analysts: Evidence from conference calls. *Management Science*, 64(12), 5461–5959. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2017.2888>
- Claessens, S. (1997). Corporate governance and equity prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics. *The Journal of Finance*, 52(4), 1641–1658. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01124.x>

- Cooper, M. J., Gulen, H., & Schill, M. J. (2008). Asset growth and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 63(4), 1609–1651. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01370.x>
- Davis, A. K., Ge, W., Matsumoto, D., & Zhang, J. L. (2015). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 20(2), 639–673. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9309-4>
- Davis, A. K., Piger, J. M., & Sedor, L. M. (2012). Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845–868. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x>
- Demers, E., & Vega, C. (2008). Soft information in earnings announcements: News or noise? *International Finance Discussion Papers*, 951. <https://doi.org/10.17016/IFDP.2008.951>
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value. *The Review of Economics and Statistics*, 91(3), 537–546. <https://doi.org/10.1162/rest.91.3.537>
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review*, 87(3), 723–759. <https://doi.org/10.2308/accr-10218>
- Doran, J. S., Peterson, D. R., & Price, S. M. (2012). Earnings conference call content and stock price: The case of REITs. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45, 402–434. <https://doi.org/10.1007/s11146-010-9266-z>
- Doyle, J., Ge, W., & McVay, S. (2007). Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2), 193–223. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.10.003>
- Druz, M., Petzev, I., Wagner, A. F., & Zeckhauser, R. J. (2020). When managers change their tone, analysts and investors change their tune. *Financial Analysts Journal*, 76(2), 47–69. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2019.1707592>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>

- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 181–235. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Fairfield, P. M., Whisenant, J. S., & Yohn, T. L. (2003). Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing. *The Accounting Review*, 78(1), 353–371. <https://doi.org/10.2308/accr.2003.78.1.353>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 131–155. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05169.x>
- Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., & Segal, B. (2010). Management’s tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies*, 15, 915–953. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9111-x>
- Ferreira, F. R., Fiorot, D. C., Motoki, F. Y. S., & Moreira, N. C. (2019). Evidenciação voluntária: Análise empírica sobre o tom usado em audioconferências. *Revista de Administração de Empresas*, 59(4), 271–283. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020190405>
- Foster, G., Olsen, C., & Shevlin, T. (1984). Earnings releases, anomalies, and the behavior of security returns. *Accounting Review*, 574–603.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Frankel, R., Johnson, M., & Skinner, D. J. (1999). An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 133–150. <https://doi.org/10.2307/2491400>
- Frankel, R., Mayew, W. J., & Sun, Y. (2010). Do pennies matter? Investor relations consequences of small negative earnings surprises. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 220–242. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9089-4>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

- Fuadah, L. L., Mukhtaruddin, M., Andriana, I., & Arisman, A. (2022). The ownership structure, and the environmental, social, and governance (ESG) disclosure, firm value and firm performance: *The audit committee as moderating variable. Economies*, 10(12), 314. <https://doi.org/10.3390/economies10120314>
- Ge, W., & McVay, S. (2005). The disclosure of material weaknesses in internal control after the Sarbanes-Oxley Act. *Accounting Horizons*, 19(3), 137–158. <https://doi.org/10.2308/acch.2005.19.3.137>
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *The Journal of Finance*, 66(2), 563–600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01642.x>
- Glosten, L. R., & Milgrom, P. R. (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 71–100. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90044-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90044-3)
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Gow, I. D., Larcker, D. F., & Zakolyukina, A. A. (2021). Non-answers during conference calls. *Journal of Accounting Research*, 59(4), 1349–1384. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12371>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Graham, J. R., Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2015). A century of capital structure: The leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*, 118(3), 658–683. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.08.005>
- Guluma, T. F. (2021). The impact of corporate governance measures on firm performance: The influences of managerial overconfidence. *Future Business Journal*, 7(1), 50. <https://doi.org/10.1186/s43093-021-00093-6>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *The Journal of Business Communication*, 45(4), 363–407. <https://doi.org/10.1177/0021943608319388>

- Henry, E., & Leone, A. J. (2016). Measuring qualitative information in capital markets research: Comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone. *The Accounting Review*, 91(1), 153–178. <https://doi.org/10.2308/accr-51161>
- Hollander, S., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2010). Does silence speak? An empirical analysis of disclosure choices during conference calls. *Journal of Accounting Research*, 48(3), 531–563. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00365.x>
- Huang, A. H., Zang, A. Y., & Zheng, R. (2014). Evidence on the information content of text in analyst reports. *The Accounting Review*, 89(6), 2151–2180. <https://doi.org/10.2308/accr-50833>
- Huang, S. X., Pereira, R., & Wang, C. (2022). Corporate transparency and externally financed firm growth. *Journal of International Accounting Research*, 21(2), 57–81. <https://doi.org/10.2308/JIAR-2021-070>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnson, S. A., Moorman, T. C., & Sorescu, S. (2009). A reexamination of corporate governance and equity prices. *The Review of Financial Studies*, 22(11), 4753–4786. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp018>
- Kasbar, M. S. H., Tsitsianis, N., Triantafylli, A., & Haslam, C. (2022). An empirical evaluation of the impact of agency conflicts on the association between corporate governance and firm financial performance. *Journal of Applied Accounting Research*, 24(2), 235–259. <https://doi.org/10.1108/JAAR-09-2021-0247>
- Kimbrough, M. D. (2005). The effect of conference calls on analyst and market underreaction to earnings announcements. *The Accounting Review*, 80(1), 189–219. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.1.189>
- Kinney Jr., W. R., & McDaniel, L. S. (1989). Characteristics of firms correcting previously reported quarterly earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 11(1), 71–93. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(89\)90014-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(89)90014-1)
- Kothari, S. P., Li, X., & Short, J. E. (2009). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: A study using content analysis. *The Accounting Review*, 84(5), 1639–1670. <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.5.1639>
- Kwon, K., Zhou, M., Wang, T., Cheng, X., & Qiao, Z. (2023). Tone complexity and analyst forecast behaviors: Evidence from earnings conference calls. *Asian Review of Accounting*, 32(3), 491–520. <https://doi.org/10.1108/ARA-01-2023-0009>

- Leary, M. R., & Kowalski, R. M. (1990). Impression management: A literature review and two-component model. *Psychological Bulletin*, 107(1), 34–47. <https://doi.org/10.1037/0033-2909.107.1.34>
- Lee, J. (2016). Can investors detect managers' lack of spontaneity? Adherence to predetermined scripts during earnings conference calls. *The Accounting Review*, 91(1), 229–250. <https://doi.org/10.2308/accr-51135>
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2–3), 221–247. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.02.003>
- Liu, X., & Zhang, C. (2017). Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. *Journal of Cleaner Production*, 142, 1075–1084. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.09.102>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, 66(1), 35–65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>
- Matsumoto, D., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2011). What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions. *The Accounting Review*, 86(4), 1383–1414. <https://doi.org/10.2308/accr-10034>
- Mayew, W. J., & Venkatachalam, M. (2012). The power of voice: Managerial affective states and future firm performance. *The Journal of Finance*, 67(1), 1–43. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01705.x>
- Monks, R. A., & Minow, N. (2011). Corporate Governance. John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.1002/9781119207238>
- Moreira, N. C., Ramos, F., Kozak-Rogo, J., & Rogo, R. (2016). Conference Calls: An empirical analysis of information content and the type of disclosed news. *BBR-Brazilian Business Review*, 13(6), 291–315. <https://doi.org/10.15728/bbr.2016.13.6.6>
- Price, S. M., Doran, J. S., Peterson, D. R., & Bliss, B. A. (2012). Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 992–1011. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.013>
- Rice, S. C., & Weber, D. P. (2012). How effective is internal control reporting under SOX 404? Determinants of the (non-) disclosure of existing material weaknesses. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 811–843. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00434.x>

- Sadique, S., In, F. H., & Veeraraghavan, M. (2008). The impact of spin and tone on stock returns and volatility: Evidence from firm-issued earnings announcements and the related press coverage. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1121231>
- Segal, B., & Segal, D. (2016). Are managers strategic in reporting non-earnings news? Evidence on timing and news bundling. *Review of Accounting Studies*, 21(4), 1203–1244. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9366-y>
- Shakil, M. H., Mahmood, N., Tasnia, M., & Munim, Z. H. (2019). Do environmental, social and governance performance affect the financial performance of banks? A cross-country study of emerging market banks. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(6), 1331–1344. <https://doi.org/10.1108/MEQ-08-2018-0155>
- Skillius, A., & Wennberg, U. (1998). Continuity, credibility and comparability: Key challenges for corporate environmental performance measurement and communication. The International Institute for Industrial Environmental Economics at Lund University. <https://www.eea.europa.eu/publications/ESS09>
- Subramanyam, K. R. (1996). Uncertain precision and price reactions to information. *Accounting Review*, 71(2) 207–219. <https://www.jstor.org/stable/248446>
- Tetlock, P. C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *The Journal of Finance*, 62(3), 1139–1168. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01232.x>
- Tetlock, P. C., Saar-Tsechansky, M., & Macskassy, S. (2008). More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals. *The Journal of Finance*, 63(3), 1437–1467. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01362.x>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Tonin, J. M. F., & Scherer, L. M. (2021). Reação do mercado acionário aos tons transcritos das teleconferências de resultados. *Revista de Administração de Empresas*, 62(1), 1–15. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020220107>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Villiers, C. de., & Dimes, R. (2021). Determinants, mechanisms and consequences of corporate governance reporting: A research framework. *Journal of Management and Governance*, 25(1), 7–26. <https://doi.org/10.1007/s10997-020-09530-0>
- Yakubu, I. N., Kapusuzoglu, A., & Ceylan, N. B. (2023). Revisiting the corporate governance and corporate performance nexus: evidence from value-based

metrics. *Journal of Economic and Administrative Sciences*.
<https://doi.org/10.1108/JEAS-02-2023-0043>

Capítulo 4

O TOM COMO PREDITOR DA DIFICULDADE FINANCEIRA

RESUMO

Este estudo busca investigar o tom negativo dos gestores em conferências de resultados como um preditor de dificuldade financeira nas empresas. O uso de um tom mais negativo na comunicação dos gestores pode indicar a presença de tensões financeiras internas, refletindo um possível sinal prévio de potenciais desafios para a firma e sugerindo um cenário de dificuldade financeira futuro. Ao incorporar uma análise tonal à previsão de dificuldades financeiras, esta pesquisa contribui ao expandir o escopo das ferramentas tradicionais, que se concentram exclusivamente em indicadores financeiros. Por meio de uma abordagem quantitativa e com o uso de logit ordenado, foram analisados dados de empresas de capital aberto na B3, ao longo de doze anos, para avaliar a relação entre o tom das conferências e os indicadores financeiros futuros. Os resultados sugerem que, embora o impacto da negatividade do tom dos gestores não se manifeste de imediato, ele se intensifica em períodos mais distantes, indicando a utilidade dessa variável como um sinal prévio de risco financeiro. Este estudo amplia a literatura ao explorar a relevância da comunicação corporativa como indicador de saúde financeira e oferece uma perspectiva complementar para analistas e gestores ao incorporar a análise do tom em avaliações de risco.

Palavras-chave: Conferências de resultados; Negatividade; Dificuldade financeira; Previsão de resultados; Comunicação corporativa.

1 INTRODUÇÃO

A dificuldade financeira, ou *financial distress*, refere-se a uma situação em que as empresas enfrentam restrições em sua capacidade de honrar obrigações financeiras, seja devido à falta de caixa ou à deterioração da estrutura de capital

(Altman, 1968; Wruck, 1990; Andrade & Kaplan, 1998; Campbell et al., 2008; Hillegeist et al., 2004; Keasey & Watson, 2019; Habib et al., 2020; Hotchkiss et al., 2021).

Embora a dificuldade financeira muitas vezes seja considerada um estágio anterior à falência (*bankruptcy*), ela não necessariamente implica nesse desfecho. A falência representa um estágio mais avançado, no qual a empresa é juridicamente declarada incapaz de continuar suas operações, enquanto a dificuldade financeira pode ser revertida por meio de intervenções gerenciais, como reestruturação de dívidas ou refinanciamento (Hillegeist et al., 2004; Araujo & Funchal, 2009; Jones et al., 2017).

As empresas podem passar por diferentes níveis de dificuldade financeira, que vão desde dificuldades leves, em que a empresa ainda consegue honrar compromissos com medidas corretivas mínimas, até dificuldades severas, em que a insolvência é iminente e as operações estão à beira de colapso (Altman, 1968, 1984; Beaver et al., 2005; Campbell et al., 2008; Altman et al., 2017; Alaka et al., 2018; Habib et al., 2020). A previsão desses níveis de dificuldade financeira é, portanto, altamente relevante para que gestores e investidores possam tomar decisões informadas e adotar medidas proativas para evitar consequências mais graves, como a falência.

A literatura acadêmica tem investigado amplamente os fatores que afetam a probabilidade de uma empresa entrar em dificuldade financeira (Ohlson, 1980; Beaver, 1966; Opler & Titman 1994; Andrade & Kaplan, 1998; Hillegeist et al., 2004; Martin et al., 2019; Habib et al., 2020; Wang et al., 2020; Farooq et al., 2021; Zhao et al., 2022).

Estudos indicam que fatores como alavancagem financeira (Andrade e Kaplan, 1998; Campbel et al., 2008), liquidez (Hillegeist et al., 2004; Jones et al., 2017), rentabilidade (Keasey & Watson, 2019; Opler & Titman, 1994) e o tamanho da empresa (Beaver, 1966; Titman & Wessels, 1988, Campbel et al., 2008, Sun et al., 2014) desempenham papéis críveis quanto a predição desse risco.

No entanto, um aspecto ainda pouco explorado é o impacto da comunicação dos gestores, especificamente a negatividade dos gestores em conferências de resultados, como um indicador preditivo de dificuldade financeira. A análise de nuances linguísticas nas comunicações corporativas tem o potencial de revelar sinais implícitos de tensões financeiras que ainda não se manifestaram nos dados financeiros tradicionais (Frankel et al., 1999; Kimbrough, 2005; Matsumoto et al., 2011; Davis et al., 2015; Ferreira et al., 2019; Druz et al., 2020; Gow et al., 2021; Tonin & Scherer, 2021; Call et al., 2023).

Esse é o ponto de lacuna que este estudo busca preencher, investigando se a negatividade no tom dos gestores durante essas conferências pode aumentar a probabilidade de a empresa entrar em dificuldade financeira.

A análise dessa relação é relevante por algumas razões. Primeiramente, ela oferece uma nova perspectiva sobre a predição de dificuldades financeiras, complementando os métodos tradicionais que se concentram exclusivamente em variáveis financeiras e de mercado. Em complemento, essa abordagem, se validada, pode fornecer uma ferramenta adicional para analistas e investidores ao avaliar o risco corporativo em sua alocação de recursos. Além disso, ao aprofundar o entendimento das comunicações empresariais, o estudo pode contribuir para o desenvolvimento de

modelos preditivos mais precisos e abrangentes, incluindo a combinação de variáveis textuais e sentimentais, para a previsão de dificuldade financeira das firmas.

O objetivo deste estudo é investigar se a negatividade no tom dos gestores em conferências de resultados pode ser um preditor da dificuldade financeira das empresas. Especificamente, busca-se analisar se um aumento no uso de um tom mais negativo nas falas dos gestores está associado a uma maior probabilidade de a empresa enfrentar dificuldades financeiras no futuro.

Com base nos achados da literatura, espera-se que o aumento da negatividade no tom dos gestores esteja relacionado com o grau de probabilidade das firmas entrarem em um cenário de dificuldade financeira. Trabalhos anteriores já indicam que uma comunicação mais pessimista dos gestores pode estar associada a resultados negativos de performance futura tanto financeira quanto de mercado (Henry, 2008; Feldman et al., 2010; Price et al., 2012; Davis et al., 2012; Mayew & Venkatachalam, 2012; Davis et al., 2015; Henry & Leone, 2016; Ferreira et al., 2019; Druz et al., 2020; Tonin & Scherer, 2021; Call et al., 2023), sugerindo que a negatividade tonal pode servir como um sinal de alerta antecipado para problemas financeiros.

A metodologia do estudo foi baseada na análise quantitativa das empresas brasileiras não financeiras listadas na B3, de 2010 a 2021. A negatividade no tom dos gestores foi mensurada utilizando ferramentas de análise de sentimento aplicada às transcrições das conferências de resultados. Para testar a hipótese do estudo, o modelo foi estimado por máxima verossimilhança, utilizando o logit ordenado, adequado para uma variável dependente categórica com mais de duas categorias. As variáveis de dificuldade financeira foram mensuradas com base nas metodologias propostas por Altman et al. (2017) e Farooq et al. (2018), permitindo uma análise da

relação entre o tom negativo e a probabilidade de dificuldade financeira, controlando por outras variáveis relevantes da literatura.

Em termos de contribuição teórica, este estudo pretende complementar a literatura existente sobre predição de dificuldades financeiras ao incorporar a análise de elementos discursivos nas conferências de resultados. Isso amplia o escopo dos modelos preditivos ao considerar não apenas variáveis financeiras, mas também as nuances linguísticas, oferecendo novas perspectivas para a pesquisa sobre dificuldades financeiras. Além disso, ao explorar a relação entre o tom comunicativo dos gestores e a ocorrência de dificuldade financeira, este trabalho busca enriquecer o corpo de conhecimento acadêmico existente e oferecer uma adição de ferramentas complementar a análise de detecção e prevenção de níveis mais severos de dificuldade financeira no ambiente empresarial.

De maneira prática, gestores, investidores, analistas e outros *stakeholders* podem ser beneficiados dos resultados desta pesquisa ao obter uma abordagem complementar para a análise de risco corporativo. O estudo pode oferecer reflexões sobre a importância de monitorar não apenas os números, mas também as comunicações empresariais, ajudando a antecipar dificuldades financeiras e tomar decisões mais informadas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DIFICULDADE FINANCEIRA

A dificuldade financeira, também conhecida na literatura como *financial distress*, é um conceito utilizado para descrever uma condição em que empresas

enfrentam restrições em sua capacidade de honrar obrigações financeiras, seja devido à insuficiência de caixa ou à deterioração da estrutura de capital (Campbell et al., 2008; Keasey & Watson, 2019; Hotchkiss et al., 2021). Conforme alguns autores (Altman, 1968; Wruck, 1990; Andrade & Kaplan, 1998; Habib et al., 2020), *financial distress* pode ser caracterizada pela incapacidade de uma empresa de cumprir com suas dívidas de curto prazo sem precisar recorrer a medidas extraordinárias, como a venda de ativos ou a renegociação de passivos.

Não necessariamente a dificuldade financeira implica falência — ou *bankruptcy*, mas representa um estado prévio que pode evoluir para esse cenário caso as condições desfavoráveis não sejam readequadas. A principal diferença entres termos está no caráter reversível do primeiro estado (Hillegeist et al., 2004; Habib et al., 2020). Enquanto a dificuldade financeira pode ser superada por meio de intervenções gerenciais, refinanciamentos ou reestruturação de dívidas (Hotchkiss et al., 2008), a falência reflete um estágio mais avançado, no qual a empresa é formalmente declarada incapaz de continuar suas operações e precisa de adequação e amparo judicial (Araujo & Funchal, 2009; Jones et al., 2017). Ou seja, a falência é um processo jurídico, geralmente formalizado em resposta à incapacidade de uma empresa de reestruturar suas dívidas ou obter novos financiamentos (Hillegeist et al., 2004; Chava & Jarrow, 2004; Beaver et al., 2005; Alaka et al., 2018; Hosaka, 2019; Mai et al., 2019; Nguyen & Huynh, 2022).

Segundo Sun et al. (2014), Charalambakis e Garrett (2019) e Keasey e Watson (2019) a dificuldade financeira pode refletir algumas condições e indicadores, como a redução dos lucros, margens de operação negativas, deterioração da liquidez e aumento dos custos de capital. A prévia e correta identificação desse estado é

importante para que gestores possam adotar estratégias de mitigação antes que a situação evolua para uma falência inevitável (Beaver, 1966; Hotchkiss et al., 2021).

A percepção precoce dos devidos sinais de que uma empresa pode enfrentar dificuldades financeiras permite, não somente, a adoção de medidas corretivas que podem evitar desfechos mais graves, como a falência ou a liquidação, mas também protege o valor da firma e contribui para mitigar impactos econômicos e sociais, como a perda de empregos, a interrupção de atividades produtivas e a redução da confiança dos investidores (Wruck, 1990; Andrade & Kaplan, 1998; Campbell et al., 2008; Habib et al., 2020).

Não obstante, a discussão sobre como prever a dificuldade financeira é um assunto relevante e frequentemente debatido na literatura de gestão corporativa, tendo sido objeto de pesquisas acadêmicas voltadas a modelos de previsão como o z-score de Altman (1968, 1984), Altman et al. (2017), o-score de Ohlson (1980) e outros autores como Beaver (1966), Zavgren (1985), Geng et al. (2015), Sun et al. (2017), Huang e Yen (2019), Tang et al. (2020), Shen et al. (2020) e Du et al. (2020).

Além da sua relevância no nível gerencial, a previsão da dificuldade financeira tem implicações importantes para o mercado financeiro, influenciando as decisões de investidores e analistas, que utilizam essas previsões para ajustar suas avaliações de risco (Campbell et al., 2008; Jones et al., 2017; Habib et al., 2020). Segundo Hillegeist et al. (2004) e Osinubi (2020), a capacidade de prever adequadamente a probabilidade de ocorrência de cenários de dificuldade financeira e falência das firmas também carrega relevância em relação ao processo de concessão de crédito, permitindo que bancos e outras instituições financeiras ajustem seus critérios de

concessão de empréstimos e protejam-se suas operações em relação ao risco de inadimplência.

Níveis também têm sido utilizados para classificar a dificuldade financeira, utilizando, por exemplo, modelos preditivos como o z-score de Altman (1968, 1984) e Altman et al. (2017), ao mensurar o risco de dificuldade financeira e falência das firmas. Essa classificação permite que os gestores tomem medidas corretivas precoces e que os credores ajustem suas expectativas de recuperação, de acordo com o nível de risco identificado.

Andrade e Kaplan (1998) e Charalambakis e Garrett (2019) destacam a importância da previsão precoce de sinais de dificuldade financeira, enfatizando que a identificação desses sinais é crucial para mitigar perdas econômicas e sociais. A antecipação de problemas financeiros permite que intervenções corretivas sejam realizadas antes que a empresa atinja um estágio crítico de insolvência, salvaguardando empregos e a confiança do mercado.

De maneira geral, as ações corretivas necessárias podem ser diretamente influenciadas pelo grau de severidade qual a dificuldade financeira possa variar (Jones et al., 2017; Habib et al., 2020; Hotchkiss et al., 2021).

Em estágios mais leves, intervenções gerenciais focadas na melhoria operacional podem ser suficientes para reverter a situação. A identificação precoce da dificuldade financeira aumenta a probabilidade de recuperação, evitando a necessidade de medidas extremas, como reestruturações judiciais ou venda de ativos. Nos estágios moderados, ações mais drásticas, como renegociação de dívidas e venda de ativos não essenciais, tornam-se necessárias. Em casos mais severos, a

empresa pode estar à beira da insolvência, com dificuldades críticas de financiamento, resultando em uma crise de capital. Nessa fase, geralmente já se iniciam procedimentos formais de reestruturação ou falência, dependendo da jurisdição (Altman, 1968, 1984; Gentry et al., 1985; Andrade & Kaplan, 1998; Whitaker, 1999; Keasey & Watson, 2019; Hotchkiss et al., 2021).

Autores como Dichev (1998), Beaver (2005) e Sun et al. (2014) destacam que, sem uma intervenção drástica, como a liquidação de ativos ou venda da empresa, a continuidade das operações torna-se improvável. Logo, releva-se a correta identificação do nível de dificuldade financeira para determinar as ações corretivas apropriadas em cada estágio.

A literatura financeira tem investigado, nas últimas décadas, fatores internos e externos que influenciam a probabilidade de uma empresa entrar em dificuldade financeira, tais como indicadores de liquidez, rentabilidade, alavancagem, condições de mercado e políticas econômicas (Ohlson, 1980; Beaver, 1966; Opler & Titman 1994; Andrade & Kaplan, 1998; Hillegeist et al., 2004; Marin et al., 2019; Habib et al., 2020; Wang et al., 2020; Zhao et al., 2022). A identificação e compreensão desses fatores carrega relevância quanto ao desenvolvimento e aprimoramento de modelos preditivos de dificuldade financeira, que podem servir tanto para gestores quanto para investidores e credores.

De maneira mais específica, Andrade e Kaplan (1998) e Campbel et al. (2008) argumentam que a estrutura de capital, ou alavancagem financeira, definida pela proporção de dívida em relação ao patrimônio líquido, é um dos fatores associados ao aumento da probabilidade de dificuldade financeira. Empresas com altos níveis de alavancagem enfrentam maior pressão para honrar pagamentos de juros e

amortizações, o que aumenta o risco de entrarem em crise, especialmente em períodos de queda no fluxo de caixa. Conforme Andrade e Kaplan (1998), empresas excessivamente alavancadas têm menos flexibilidade para responder a choques econômicos e mudanças nas condições de mercado, aumentando sua vulnerabilidade à dificuldade financeira.

Segundo Hillegeist et al. (2004) e Jones et al. (2017), a liquidez, ou a capacidade de uma empresa converter seus ativos em caixa rapidamente para cumprir obrigações de curto prazo, é outro fator plausível. Empresas com baixos níveis de liquidez têm maior dificuldade em enfrentar crises de caixa, o que pode levar rapidamente à inadimplência de suas obrigações. Beaver (1966), Wruck (1990) e Campbel et al. (2008) argumentam a importância da liquidez como um dos principais indicadores preditivos de dificuldade financeira, destacando que empresas com menor capacidade de gerar caixa enfrentam maior risco de insolvência.

A rentabilidade também é considerada como fator relevante na probabilidade de uma empresa entrar em dificuldade financeira. Empresas com baixa rentabilidade, que operam com margens operacionais mais estreitas, são mais suscetíveis a choques econômicos e flutuações no mercado (Campbel 2008, Keasey & Watson, 2019). Em consonância com Opler e Titman (1994), empresas menos lucrativas têm menor capacidade de absorver choques adversos e financiar suas operações com recursos próprios, o que as expõe a um maior risco de dificuldade financeira.

O tamanho da empresa é outro fator estudado na literatura (Beaver, 1966; Titman & Wessels, 1988, Campbel et al., 2008, Sun et al., 2014). Grandes empresas, de acordo com Hillegeist et al. (2004), tendem a ter mais acesso a fontes diversificadas de financiamento e podem dispor de mais recursos para enfrentar períodos de

difficuldade financeira. Por outro lado, empresas de menor porte, pequenas e médias por exemplo, são geralmente mais vulneráveis a crises financeiras devido à limitação de recursos e ao acesso restrito a crédito em condições favoráveis (Beaver, 1966; Altman, 1968). Além disso, empresas de maior porte podem se beneficiar de uma diversificação maior de produtos e mercados, o que pode reduzir o impacto de crises econômicas em setores específicos (Titman & Wessels, 1988).

A literatura também identifica fatores externos que afetam a probabilidade de uma empresa entrar em dificuldade financeira. O ciclo econômico, por exemplo, desempenha um papel relevante, ao passo em que recessões e crises econômicas globais aumentam o risco sistêmico de dificuldade financeira em diversos setores (Gertner, 1994; Campbel et al., 2008; Habib et al 2020). Durante períodos de desaceleração econômica, a demanda por produtos e serviços diminui, afetando as receitas das empresas e sua capacidade de cumprir obrigações financeiras (Dichev, 1998). Além disso, variações em políticas econômicas, como taxas de juros e inflação, afetam diretamente o custo do capital das empresas — tornando mais onerosa a obtenção de financiamentos, e o poder de compra dos consumidores — ampliando o risco para empresas endividadas ou com fluxos de caixa mais sensíveis a essas variáveis (Gentry et al., 1985).

A qualidade da governança corporativa também é um fator relevante (Claessens, 1997; Gompers et al., 2003; Giroud & Mueller, 2011; Villiers & Dimes, 2021; Brandão et al., 2024). Empresas com estruturas de governança robustas tendem a ser mais resilientes a choques financeiros, uma vez que dispõem de melhores mecanismos de controle e supervisão (Johnson et al., 2009; Ammann et al., 2011; Shakil et al., 2019; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

Estudos como o de Gompers et al. (2003), Giroud e Mueller (2011), Liang et al. (2020) e Brandão et al. (2024) indicam que uma boa governança reduz a probabilidade de decisões gerenciais ineficazes e protege as empresas contra riscos excessivos, contribuindo para a prevenção de dificuldades financeiras. Empresas com falhas em seus mecanismos de governança, por outro lado, podem estar mais expostas a comportamentos oportunistas, como o endividamento excessivo e a má alocação de recursos (Yakubu et al., 2023).

Outro fator está relacionado ao setor em que a empresa atua. Indústrias que enfrentam mercados pulverizados — mais competitivos, baixa diferenciação de produtos ou forte dependência de ciclos econômicos estão mais propensas a enfrentar dificuldades financeiras (Altman 1968; Porter & Kramer, 1979; Campbel et al., 2008). Conforme Khanna e Palepu (2000), a volatilidade de certos setores, como o de tecnologia ou o de bens de consumo, aumenta a probabilidade de choques inesperados, o que pode levar à dificuldade financeira. Além disso, a pressão de concorrentes pode reduzir as margens de lucro e, em última instância, comprometer a viabilidade financeira da empresa (Opler & Titman, 1994; Scharfstein & Stein, 2000).

2.2 NUANCES LINGUÍSTICAS E CONFERÊNCIAS DE RESULTADOS

As conferências de resultados emergem como ferramentas úteis na transmissão de informações corporativas, atuando como incentivos na mitigação de incertezas informacionais (Frankel et al., 1999; Healy & Palepu, 2001; Brown et al., 2005). A divulgação de informações pelas empresas nesses eventos desempenha um papel primordial na redução da assimetria informacional, possibilitando um campo

mais nivelado para investidores, analistas e demais *stakeholders* (Healy & Palepu, 2001; Brown et al., 2004; Beyer et al., 2010).

A teoria da divulgação (Dye, 1985; Diamond & Verrecchia, 1991; Healy & Palepu, 2001; Verrecchia, 2001) preconiza que, ao se expressar de maneira voluntária, as corporações podem moldar percepções e gerir expectativas. Pesquisas de Skillius e Wennberg (1998) e Dye (2001) enfatizam que a natureza das informações compartilhadas voluntariamente afeta a interpretação do público sobre a credibilidade e a integridade da empresa. Os estudos de Frankel et al. (1999), Brown et al. (2004), Li (2008) e Moreira et al. (2016) fornecem elementos úteis para esta análise.

Conferências de resultados não são apenas uma formalidade, processo ou ritual de divulgação de números, mas uma performance estratégica de comunicação. Como identificado nos trabalhos de Frankel et al. (1999), Kimbroug (2005), Matsumoto et al. (2011), Davis et al. (2015), Ferreira et al. (2019), Druz et al. (2020), Tonin e Scherer (2021), Gow et al. (2021) e Call et al. (2023), a estrutura e o conteúdo desses eventos são meticulosamente projetados para construir narrativas em torno do desempenho passado e das projeções futuras da empresa.

Sobre sua natureza, é válida a compreensão da estrutura das conferências, que se bifurcam em apresentações formais (momentos meticulosamente planejados) e períodos de perguntas e respostas, conforme destacado por Healy e Palepu (2001), Price et al. (2012) e Doran et al. (2012). Este formato facilita a disseminação ordenada de informação e submete os executivos a um exame direto sendo questionados em tempo real por analistas e investidores, promovendo transparência e equilibrando o campo informacional.

Com relação aos elementos linguísticos, como o tom e o vocabulário utilizado pelos executivos durante estas conferências, Henry (2008), Price et al. (2012), Davis et al. (2012), Davis et al. (2015) e Ferreira et al. (2019) afirmaram que os mesmos transcendem a mera apresentação de dados e fatos. Estes elementos são indicativos de sentimentos implícitos, confiança na gestão e perspectivas futuras. Estudos nesta esfera, como os desenvolvidos por Tetlock (2007), Tetlock et al. (2008), Henry (2008), Price et al. (2012), Davis et al. (2012), Doran et al. (2012), Mayew e Venkatachalam (2012), Davis et al. (2015), Henry (2016), Ferreira et al. (2019), Tonin e Scherer (2021) e Call et al. (2023) destacam a relevância da análise tonal que, ao ser aplicada aos discursos corporativos, revela camadas adicionais de significado que os dados quantitativos por si só não podem oferecer. Em suma, os gestores podem, não deliberadamente, usar um tom mais negativo para sinalizar implicitamente informações não tão favoráveis sobre o desempenho futuro da empresa que podem não estar explicitamente detalhadas nos relatórios financeiros.

Estudos como os de Price et al. (2012), Davis et al. (2012) e Ferreira et al. (2019) aprofundaram-se nesta análise e exploraram como as nuances tonais podem prever tendências futuras. Os resultados dessas investigações revelam associações significativas entre as características tonais dos discursos em meio as conferências de resultados e relações com o resultado subsequente das firmas, assim como a reação comportamental dos investidores. Em suas descobertas os autores sugerem que, além dos relatórios financeiros, a análise tonal dos comunicados executivos é um potencial indicador preditivo, fornecendo percepções que vão além dos números e influenciam as expectativas do mercado.

Dentre possíveis focos para análise do sentimento, entre as diversas divulgações corporativas disponíveis na literatura atual (relatórios anuais, *press releases*, conferências de resultados, etc), a mensuração da negatividade das conferências se destaca como um indicador significativo da perspectiva corporativa, sinalizando cenários potencialmente positivos ou negativos (Loughran & McDonald, 2011; Price et al., 2012; Davis et al., 2012; Mayew & Venkatachalam, 2012; Huang et al., 2014; Druz et al., 2020).

A abordagem do tom verbal, mensurando-se especificamente a negatividade, permite uma análise do sentimento dos gestores sobre efeitos relacionados as condições das firmas, o que pode propiciar em previsões oportunas (Feldman et al., 2010; Loughran & McDonald, 2016; Druz et al., 2020). Em sua compreensão, argumenta-se que, quando os gestores adotam um tom mais negativo, isso pode ser um indicativo de que eles estão comunicando, de forma implícita, informações adversas sobre a empresa que ainda não são completamente conhecidas pelo mercado, além disso, os gestores podem escolher comunicar más notícias gradualmente, o que aumenta a incerteza e pode afetar negativamente a percepção de desempenho da empresa.

Uma inclinação para um tom mais negativo nas comunicações dos gestores não apenas sinaliza uma forte possibilidade de redução nos ganhos subsequentes, mas também um aumento na incerteza percebida. Os autores Feldman et al. (2010), Loughran e McDonald (2016) e Druz et al. (2020) corroboram com essa visão e ainda ilustram, em seus estudos, que uma mudança para um tom mais negativo, pode ser um prenúncio de notícias adversas ou de uma gestão que enfrenta desafios crescentes.

Observando-se o cenário de pesquisa de forma mais holística, embora avanços substanciais tenham sido alcançados na previsão de dificuldades financeiras por meio da análise de indicadores financeiros e matemáticos derivados de demonstrações financeiras internas e de fatores externos como o ambiente econômico (Beaver, 1966; Ohlson, 1980; Opler & Titman, 1994; Andrade & Kaplan, 1998; Hillegeist et al., 2004; Campbell et al., 2008; Jones et al., 2017; Matin et al., 2019; Habib et al., 2020; Wang et al., 2020; Zhao et al., 2022), verifica-se como oportuno e relevante a exploração de forma conjunta às nuances de sentimento manifestadas em conferências de resultados. Essas manifestações, expressas através do tom e da linguagem utilizados pelos gestores, podem oferecer informações adicionais sobre a saúde financeira da empresa que não são capturados pelos métodos tradicionais (Beyer et al., 2010; Bassyouny et al., 2020, 2022).

Ao investigar como o tom negativo dos gestores (Feldman et al., 2010; Loughran & McDonald, 2016; Druz et al., 2020) se relaciona com a dificuldade financeira, permite-se agregar as abordagens existentes e desenvolver modelos preditivos complementares. Avaliando-se além dos relatórios numéricos e financeiros tradicionais e incorporando uma análise do sentimento e do tom nas comunicações corporativas, espera-se o que tom negativo dos gestores apresente uma relação direta com a probabilidade das firmas entrarem em um cenário de dificuldade financeira.

Argumenta-se em favor da análise da negatividade no tom dos gestores como um campo oportuno de pesquisa, pois um aumento na negatividade pode ser interpretado como uma luta contra a tendência natural de apresentar a empresa sob uma luz positiva (Tetlock, 2007; Tetlock et al., 2008; Hollander et al., 2010; Huang et al., 2014). Gestores são frequentemente incentivados a focar em notícias positivas ou

a mascarar notícias negativas para manter a confiança dos investidores. Portanto, um tom mais negativo pode indicar uma ruptura com a tendência de otimismo e servir como um sinal precoce de problemas subjacentes, incluindo possíveis dificuldades financeiras. Logo, diante de um cenário menos favorável, a comunicação gerencial pode tornar-se incongruentemente negativa à medida que os gestores lutam para manter uma narrativa otimista e controlada.

Essa perspectiva encontra alinhamento com a Teoria da *Impression Management* (Felson, 1982; Leary & Kowalski, 1990), que postula que os gestores frequentemente moldam suas comunicações para gerar uma imagem favorável da empresa. No entanto, à luz de informações adversas, que possivelmente incluem constrição econômica, a narrativa pode começar a mostrar sinais de tensão. Em complemento, a Teoria da Atenção Situacional (Endsley, 1995) corrobora essa análise, sugerindo que, sob circunstâncias de pressão, a comunicação dos gestores pode mudar, refletindo uma resposta ao estresse ou a tentativas de ocultar realidades negativas.

A justificativa para a hipótese deste trabalho encontra fundamento na suposição de que o aumento da negatividade pode refletir um comportamento dos gestores em comunicar, ainda que de maneira velada, aspectos negativos que possam não ser ainda evidentes nos relatórios financeiros, mas que são conhecidos pela gestão. Esses aspectos negativos podem incluir indicadores prévios de um cenário de dificuldade financeira que os gestores tentam minimizar ou ocultar.

Portanto, parte-se da hipótese de que um aumento na negatividade do discurso dos gestores está diretamente relacionado a uma maior probabilidade de a empresa

entrar em dificuldade financeira no período subsequente, conforme delineado na hipótese H1:

H1: O tom mais negativo aumenta a probabilidade da empresa entrar em dificuldade financeira no período subsequente.

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA

Este estudo utiliza uma amostra composta por empresas listadas na B3, a bolsa de valores brasileira, abrangendo o período de 2010 a 2021 e excluindo-se o setor financeiro. A exclusão do setor financeiro deve-se às suas características específicas de regulação, estrutura de capital e gestão de risco, que diferem das demais indústrias, o que poderia distorcer as análises comparativas no modelo proposto. Os dados foram coletados da base LSEG, no que tange, tanto as transcrições das conferências de resultados, quanto informações financeiras necessárias para a análise. Obteve-se inicialmente uma amostra inicial de 4.414 transcrições. Após um processo de limpeza, que incluiu a eliminação de observações com dados faltantes e a aplicação de uma winsorização de 1,5%, chegamos a um total final de 2.213 observações. A composição detalhada da amostra está apresentada na Tabela 6:

Tabela 6 – Construção da amostra

	Nº de Observações Eliminadas	Nº de Observações Restantes
Total de Observações 2010-2022 de empresas não financeiras listadas na B3 com transcrições de conferências de resultados		4.414
Exclusão de observações sem informação de performance/indicadores de mercado	608	3.806
Exclusão de observações sem informação de dificuldade financeira	51	3.755

Exclusão de observações com valores faltantes	1.542	2.213
---	-------	-------

AMOSTRA FINAL**2.213**

Fonte: Dados da pesquisa.
Elaborado pelo autor

A Tabela 7 Painel A apresenta a distribuição da amostra por setor. Os setores com maior número de observações são Bens de Consumo Não Cíclicos (16,81%), Industrial (13,74%) e Bens de Consumo Cíclicos (13,19%). O Painel B exibe a distribuição ao longo dos anos. Os anos que se destacam com o maior número de observações são 2021 (13,10%), 2020 (12,43%) e 2019 (11,97%).

Tabela 7 - Distribuição da amostra

PAINEL A: DISTRIBUIÇÃO POR SETOR		
Setor	Observações	%
Bens de Consumo Não Cíclicos	372	16,81
Industrial	304	13,74
Bens de Consumo Cíclicos	292	13,19
Utilidades Públicas	290	13,10
Materiais Básicos	247	11,16
Imobiliário	204	9,22
Tecnologia	161	7,28
Energia	142	6,42
Saúde	104	4,70
Serviços Acadêmicos e Educacionais	97	4,38
TOTAL	2.213	100,00
PAINEL B: DISTRIBUIÇÃO POR ANO		
Ano	Observações	%
2010	33	1,49
2011	42	1,90
2012	149	6,73
2013	177	8,00
2014	183	8,27
2015	180	8,13
2016	187	8,45
2017	184	8,31
2018	248	11,21
2019	265	11,97
2020	275	12,43

2021	290	13,10
TOTAL	2.213	100,00

Fonte: Dados da pesquisa.
Elaborado pelo autor.

3.2 MODELO ECONOMÉTRICO

Para verificação da hipótese H1 deste trabalho, é proposto o modelo econométrico demonstrado na equação (3) onde explora a relação entre o nível de dificuldade financeira das firmas no futuro e a negatividade no tom dos gestores durante as conferências de resultados.

$$DF_{i,t+n} = \beta_0 + \beta_1 TOM_NEG_{it} + \sum \beta_k Controles_k + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

A variável dependente deste estudo, denominada $DF_{i,t+n}$, é utilizada para identificar a dimensão da dificuldade financeira da empresa i durante o trimestre $t + n$, considerando-se n como a avaliação entre 0 a até 4 trimestres no futuro. A escolha do período de até quatro trimestres após o fim do período fiscal t foi feita com o intuito de verificar os impactos nos trimestres subsequentes à realização da conferência relacionada aos resultados do período fiscal t . Exemplificando, os dados contábeis do 4º trimestre, mensurados entre 01 outubro a 31 de dezembro, são geralmente emitidos e divulgados entre janeiro e março do ano seguinte, juntamente com a conferência de resultados.

A variável DF é mensurada utilizando modelos de avaliação de dificuldade financeira baseados no z-score de Altman et al. (2017), que estima a probabilidade de insolvência empresarial por meio de indicadores financeiros, e na categorização de níveis proposta por Farooq et al. (2018), que classifica as empresas segundo seu grau de dificuldade financeira. Esta variável captura o risco financeiro da empresa,

refletindo sua capacidade de cumprir obrigações futuras e resistir a potenciais dificuldades econômicas no curto prazo. O modelo foi estimado por máxima verossimilhança utilizando o logit ordenado, dado que a variável dependente é categórica com mais duas categorias.

O termo TOM_NEG_{it} refere-se à negatividade no tom dos gestores durante as conferências de resultados da empresa i no ano t . Essa variável é empregada para estimar o coeficiente que testa a primeira hipótese (H1), que sugere que um aumento na proporção do tom negativo está relacionado a um crescimento na dificuldade financeira das empresas.

De acordo com o apresentado, para a hipótese H1 espera-se que o coeficiente β_1 seja negativo, indicando que o tom pessimista dos gestores tem um impacto adverso na saúde financeira subsequente das empresas. Ou seja, espera-se que um aumento na negatividade do tom verbal reflita em um incremento na probabilidade da empresa ter dificuldade financeira nos períodos subsequentes, sugerindo potenciais problemas financeiros futuros.

Por último, o modelo incorpora variáveis de controle utilizadas para isolar os efeitos das principais variáveis de interesse, assegurando que os resultados sejam robustos e não sejam influenciados por outros fatores que possam afetar o nível de dificuldade financeira das empresas.

3.2.1 Dificuldade Financeira

Para mensurar a dimensão da dificuldade financeira das empresas, variável dependente deste estudo, denominada $DF_{i,t+n}$, foram utilizados os modelos baseados

no Z-score de Altman et al. (2017) e na categorização de níveis proposta por Farooq et al. (2018).

O modelo Z-score de Altman (1964, 1984) e Altman et al. (2017), reconhecido na literatura como uma ferramenta eficaz para a detecção precoce de dificuldade financeira (Hillegeist et al., 2004; Jones & Hensher, 2004; Agarwal & Taffler, 2008; Alaka et al., 2018; Hosaka, 2019), categoriza as empresas em três zonas: segura, cinzenta e de dificuldade financeira — ou risco de insolvência, com base em uma combinação de indicadores financeiros, como capital de giro, lucros retidos, ativos totais e dívidas. Empresas com Z-score inferior a 1,80 são classificadas na zona de dificuldade financeira, indicando alto risco de insolvência, enquanto Z-scores entre 1,80 e 2,99 indicam um estado intermediário de dificuldade financeira. Z-scores acima de 3 denotam empresas saudáveis, com baixa probabilidade de falência.

A proposição matemática do modelo Z-score segundo Altman et al. (2017) é demonstrada pela equação (4) abaixo:

$$Z - score = 1,2 \times \frac{WC}{TA} + 1,4 \times \frac{RE}{TA} + 3,3 \times \frac{NI}{TA} + 0,6 \times \frac{E}{TL} + 1,0 \times \frac{TS}{TA} \quad (4)$$

Em que TA representa o ativo total (*total assets*), WC é o capital de giro (*working capital*), RE refere-se aos lucros retidos (*retained earnings*), NI é o lucro líquido (*net income*), E representa o patrimônio líquido (*equity*), TL denota o passivo total (*total liabilities*) e TS corresponde às vendas totais (*total sales*).

Para fins de mensuração ordinal e utilização em um modelo de logit ordenado, a variável *DF* é adaptada conforme a categorização do Z-score apresentada na equação (5), seguindo os critérios de Altman et al. (2017). Empresas com Z-score inferior a 1,80 são alocadas na zona de dificuldade financeira (*DF* = 1), indicando alto

risco de insolvência. Z-scores entre 1,80 e 2,99 representam um estado intermediário de dificuldade ($DF = 2$), enquanto valores acima de 3 correspondem a empresas em condições financeiras saudáveis ($DF = 3$).

$$DF_{it} = \begin{cases} 1, \text{ se a empresa } i \text{ está em nível alto de dificuldade financeira no trimestre } t; \\ 2, \text{ se a empresa } i \text{ está em nível intermediário de dificuldade financeira no trimestre } t; \\ 3, \text{ se a empresa } i \text{ não está em dificuldade financeira no trimestre } t; \end{cases} \quad (5)$$

Complementarmente, este trabalho adota como *proxy* $DF2_{it}$ a classificação de Farooq et al. (2018), que propõe uma abordagem dinâmica de três estágios da dificuldade financeira. Esse modelo diferencia as empresas por níveis de dificuldade financeira, onde o estágio inicial envolve redução de lucros, seguido por problemas de liquidez moderada (quando a empresa não consegue pagar suas obrigações financeiras com os lucros anuais, mas ainda mantém patrimônio líquido positivo), e, finalmente, problemas de liquidez severa, quando o patrimônio líquido se torna negativo. Segundo o autor, a mensuração dos estágios permite visualizar a trajetória de uma empresa em direção à insolvência, permitindo a identificação precoce de sinais de crise e a implementação de medidas corretivas mais precisas (Farooq et al., 2018).

Para estruturar a classificação da dificuldade financeira de forma precisa, este estudo adota a categorização de níveis (Farooq et al., 2018; Barcelos et al., 2023), onde as empresas são categorizadas numericamente de acordo com a gravidade de sua condição financeira conforme demonstrado na Equação (6).

$$DF2_{it} = \begin{cases} 0, \text{ se a empresa } i \text{ está em nível profundo de dificuldade financeira no trimestre } t; \end{cases} \quad (6)$$

- $$\left\{ \begin{array}{l} 1, \text{ se a empresa } i \text{ está em nível intermediário de dificuldade financeira no trimestre } t; \\ 2, \text{ se a empresa } i \text{ está em nível brando de dificuldade financeira no trimestre } t; \\ 3, \text{ se a empresa } i \text{ não está em dificuldade financeira no trimestre } t; \end{array} \right.$$

Os níveis de dificuldade financeira apresentados na equação (6) foram calculados utilizando indicadores como o Índice de Cobertura de Juros (ICJ), EBIT e patrimônio líquido (Farooq et al., 2018; Barcellos et al., 2023).

No nível 0, a empresa enfrenta um quadro profundo de dificuldade financeira, caracterizado por problemas severos de liquidez e patrimônio líquido negativo. Esse estágio ocorre quando os passivos da empresa excedem o total de ativos, indicando que seu patrimônio líquido se encontra negativo.

No nível 1, a empresa se encontra em um estágio intermediário de dificuldade financeira, enfrentando problemas moderados de liquidez, mas ainda mantendo um patrimônio líquido positivo. Nesse nível, o Índice de Cobertura de Juros (ICJ) é utilizado como parâmetro, sendo calculado pela razão entre o EBIT (lucro antes de juros e tributos) e as despesas financeiras. Uma empresa é classificada neste estágio quando apresenta um ICJ inferior a 1 por dois anos consecutivos ou abaixo de 0,8 no ano corrente.

No nível 2, a empresa está em um estágio inicial de dificuldade financeira, com redução de lucros, mas sem grandes problemas de liquidez. Esse nível, também conhecido como nível brando de dificuldade financeira, ocorre quando a empresa documenta prejuízo ou registra lucros decrescentes por dois anos consecutivos, sinalizando o início de potenciais dificuldades financeiras.

Por fim, no nível 3, a empresa é considerada financeiramente saudável, sem sinais significativos de dificuldade financeira durante o período em questão.

Logo, apresentadas as mensurações propostas para dificuldade financeira $DF_{i,t+n}$ segundo Altman et al. (2017) e Farooq et al. (2018), compreende-se que quanto menor o indicador, em ambas as proxies, maior a chance de dificuldade financeira e menor a saúde financeira da firma.

3.2.2 Tom dos Gestores

Para a medição da negatividade do discurso dos gestores, as transcrições das conferências de resultados foram coletadas através da plataforma LSEG e examinadas por meio da análise de sentimentos utilizando técnicas de *Natural Language Processing* (Li, 2008; Henry, 2008; Price et al., 2012; Ferreira et al., 2019; Bassyouny et al., 2022). Como base de palavras, foi utilizado o dicionário financeiro especializado de Loughran e McDonald (2011). A análise da negatividade foi conduzida para a seção de apresentação dos resultados das conferências, excluindo-se as seções de discussão dos resultados.

Quanto a operacionalização da coleta de dados, foi utilizado o software *Python* para a extração e processamento dos dados linguísticos – diretamente do idioma inglês, e o software *Stata* para o tratamento da base de dados, cálculo das variáveis e execução dos testes estatísticos.

A variável TOM_NEG_{it} reflete a mensuração da negatividade dos gestores de companhias brasileiras de capital aberto, na seção de apresentação das conferências de resultados para as empresas i no trimestre t . A metodologia proposta para a

mensuração da negatividade é estruturada pela equação (7), que considera a frequência de palavras negativas ($Q_{negativo}$) e positivas ($Q_{positivo}$) conforme os trabalhos de Sadique (2008), Henry (2008), Frankel et al. (2010), Price et al. (2012), Davis et al. (2012) e Henry e Leone (2016) e Druz et al. (2020).

$$TOM_NEG_{it} = \left(\frac{Q_{negativo_{it}} - Q_{positivo_{it}}}{(Q_{negativo_{it}} + Q_{positivo_{it}}) + 1} \right) \quad (7)$$

3.2.3 Variáveis de Controle

Com o objetivo de aumentar a consistência dos resultados no modelo econométrico, foram incluídas variáveis de controle reconhecidas na literatura (Altman, 1968 1984; Frankel et al., 2010; Graham et al., 2015; Altman et al., 2017; Ferreira et al., 2019; Huang et al., 2023). Essas variáveis desempenham um papel importante ao permitir que os efeitos específicos das variáveis independentes principais sejam isolados, garantindo que fatores relevantes adicionais, que podem influenciar a probabilidade de dificuldade financeira, sejam considerados no modelo.

A primeira variável é o logaritmo do ativo total (ATIVO), utilizado para controlar o impacto do tamanho das empresas. Empresas maiores, com maior acesso a fontes diversificadas de capital, tendem a ter menor risco de dificuldade financeira. O uso do logaritmo ajusta possíveis distorções associadas a grandes diferenças no tamanho das empresas e facilita a interpretação dos resultados (Beaver, 1966; Titman & Wessels, 1988; Frank & Goyal., 2009; Frankel et al., 2010; Davis et al., 2012; Price et al., 2012; Moreira et al., 2016; Ferreira et al., 2019).

O Índice de Liquidez Corrente (CURRENT_RATIO), medido pela razão entre o ativo circulante e o passivo circulante, foi incorporado como um indicador da capacidade da empresa de cobrir suas obrigações de curto prazo. Um alto índice de liquidez corrente sugere maior capacidade de a empresa enfrentar compromissos de curto prazo, o que pode reduzir o risco de dificuldade financeira. Portanto, espera-se que essa variável tenha um efeito positivo sobre a saúde financeira das empresas (Altman, 1968; Graham et al., 2005).

Adicionalmente, o percentual de trimestres com prejuízo (%PREJ) ao longo dos últimos quatro anos foi utilizado para controlar a performance da empresa. Empresas que apresentam um histórico de prejuízos recorrentes têm maior probabilidade de enfrentar dificuldades financeiras, sendo esperado que essa variável tenha um efeito negativo sobre a saúde financeira (Frankel et al., 2010; Ferreira et al., 2019).

Os lucros retidos (RETAINED_EARNINGS), medidos pelo montante de lucros que a empresa reinveste em vez de distribuir como dividendos, também foram incluídos como variável de controle. Empresas que retêm mais lucros podem estar acumulando capital para investimentos futuros, o que pode impactar positivamente sua capacidade de lidar com dificuldades financeiras, ao aumentar sua base de capital próprio (Frank & Goyal, 2009).

A alavancagem financeira (LEVERAGE), medida pela razão entre o percentual da dívida de longo prazo em relação ao total de capital da empresa, foi incorporada para capturar os efeitos do endividamento. Altos níveis de alavancagem indicam maior dependência de capital de terceiros, o que pode aumentar o risco de dificuldade financeira, especialmente em períodos de queda nos lucros ou aumento das taxas de

juros (Titman & Wessels, 1988; Frank & Goyal, 2009; Graham et al., 2015; Huang et al., 2023).

O logaritmo do valor de mercado (LNVM) foi incluído para controlar o impacto do tamanho da empresa no mercado. Empresas com maior valor de mercado tendem a ter maior estabilidade financeira e, portanto, devem apresentar menor risco de dificuldade financeira, sendo esperado um efeito positivo desta variável (Doyle et al., 2007; Frankel et al., 2010; Davis et al., 2012; Price et al., 2012; Graham et al., 2015).

A razão entre dívida total e o patrimônio líquido (DEBT_TO_EQUITY) foi utilizada para avaliar a solvência da empresa. Um nível elevado desta variável sugere maior risco financeiro, pois indica que a empresa possui uma alta proporção de dívidas em relação aos seus recursos próprios, o que pode afetar negativamente sua capacidade de enfrentar dificuldades financeiras (Frank & Goyal, 2009; Huang et al., 2023).

A taxa de crescimento das vendas (REVENUE_GROWTH_RATE) foi incluída para capturar o crescimento operacional da empresa. Um crescimento elevado das receitas é um indicativo de boa performance, sendo esperado que essa variável tenha um efeito positivo na saúde financeira da empresa, ao aumentar sua capacidade de geração de lucros e liquidez (Fairfield et al., 2003; Cooper et al., 2008; Huang et al., 2023).

Em complemento foram adicionadas variáveis dummy para controlar os efeitos fixos de trimestre, indústria e empresa. O objetivo é controlar influências temporais e setoriais que possam afetar os resultados. A integração dessas variáveis de controle no modelo econométrico visa fornecer uma avaliação mais precisa, mitigando

potenciais vieses e buscando assegurar resultados mais sólidos. Na Figura 6 são apresentadas as variáveis do modelo econométrico utilizado para analisar a relação entre a tonalidade dos gestores durante as conferências de resultados e a dificuldade financeira das firmas.

Figura 6: Quadro de variáveis do modelo

Variável	Definição	Instrumentalização	Sinal Esperado	Fonte
Variável Dependente				
DF_{it+n} $DF2_{it+n}$	Dificuldade Financeira	Indicador da dificuldade financeira das empresas, calculado com base no Z-score de Altman et al. (2017) e na classificação de Farooq et al. (2018).		Altman et al. (2017); Farooq et al. (2018); Barcellos et al. (2023)
Variáveis Independentes de Interesse				
TOM_NEG_{it}	Negatividade no tom dos gestores	Índice que mede a negatividade do tom verbal dos gestores durante as conferências de resultados.	(-)	Tetlock (2007); Price et al. (2012); Davis et al. (2015); Druz et al. (2020)
Variáveis Independentes de Controle				
LEVERAGE	Grau de Alavancagem	Percentual da dívida de longo prazo em relação ao total de capital da empresa.	(-)	Titman e Wessels (1988); Frank e Goyal (2009); Graham et al. (2015); Huang et al. (2023)
CURRENT_RATIO	Índice de Liquidez Corrente	Ativo circulante dividido pelo passivo circulante.	(+)	Altman (1968); Graham et al. (2005)
%PREJ	Percentual de Prejuízo	Percentual de trimestres com prejuízo ao longo dos últimos quatro anos.	(-)	Frankel et al. (2010); Ferreira et al. (2019)
RETAINED_EARNINGS	Lucros Retidos	Montante de lucros acumulados pela empresa para reinvestimento, em vez de distribuir como dividendos.	(+)	Frank e Goyal (2009)
ATIVO	Log do Ativo Total	Logaritmo natural do total de ativos da empresa.	(+)	Beaver (1966); Titman e Wessels (1988); Ferreira et al. (2019)

LNVM	Log do Valor de Mercado	Logaritmo natural da multiplicação do preço da ação pelo número de ações em circulação.	(+)	Doyle et al. (2007); Graham et al. (2015)
DEBT_TO_EQUITY	Solvência	Percentual da dívida total em relação ao patrimônio líquido.	(-)	Frank & Goyal (2009); Huang et al. (2023)
REVENUE_GROWTH_RATE	Taxa de Crescimento de Vendas	Taxa de crescimento das receitas em um ano para o outro.	(+)	Fairfield et al. (2003); Cooper et al. (2008); Huang et al. (2023)
Efeitos Fixos				
Ano	Ano da Observação	Variável <i>dummy</i> para capturar efeitos fixos de ano.		
Setor	Identificação do Setor	Variável <i>dummy</i> para capturar efeitos fixos de setor.		

Fonte: Dados da pesquisa

Nota: Elaborada pelo autor.

4 RESULTADOS

4.1 AMOSTRA

Na Tabela 8 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas neste trabalho. Estão incluídos: mínimo, média, máximo, desvio padrão, e o número de observações para cada variável.

Tabela 8 – Estatísticas descritivas

Variáveis	Min.	Média	Max.	Desvio Padrão	Obs.
DF_{it}	1,00	1,05	2,00	0,23	2213
DF_{it+1}	1,00	1,06	2,00	0,23	2213
DF_{it+2}	1,00	1,06	2,00	0,23	2213
DF_{it+3}	1,00	1,05	2,00	0,23	2213
DF_{it+4}	1,00	1,05	2,00	0,23	2213
$DF2_{it}$	1,00	2,47	3,00	0,76	2213
$DF2_{it+1}$	1,00	2,45	3,00	0,77	2213
$DF2_{it+2}$	1,00	2,45	3,00	0,78	2213
$DF2_{it+3}$	1,00	2,44	3,00	0,79	2213
$DF2_{it+4}$	1,00	2,43	3,00	0,80	2213

TOM_NEG_{it}	-0,81	-0,29	0,38	0,28	2213
LEVERAGE	2,57	34,90	77,47	18,25	2213
CURRENT_RATIO	0,61	1,80	4,46	0,78	2213
DEBT_TO_EQUITY	4,91	143,84	1252,02	203,84	2213
REVENUE_GROWTH	-58,93	4,79	103,71	25,17	2213
%PREJ	0,00	8,00e-04	3,30e-03	8,00e-04	2213
LNVM	13,96	22,31	25,94	2,03	2213
RETAINED_EARNINGS	-4,00e+09	4,56e+09	8,64e+10	1,37e+10	2213
ATIVO	20,77	23,39	27,20	1,35	2213

Em que DF é uma medida que avalia o risco de insolvência empresarial com base no modelo de Altman et al. (2017) no trimestre $t + n$; $DF2$ é um indicador de dificuldade financeira da empresa no trimestre $t + n$ baseada no modelo de Farooq et al (2018); TOM_NEG_{it} : é a negatividade no tom verbal dos gestores durante as conferências de resultados; LEVERAGE é o grau de alavancagem da empresa, medido pelo percentual da dívida de longo prazo em relação ao total de capital; CURRENT_RATIO é o índice de liquidez corrente, calculado pela razão entre o ativo circulante e o passivo circulante da empresa; DEBT_TO_EQUITY é relação entre a dívida total e o patrimônio líquido da empresa; REVENUE_GROWTH_RATE é a taxa de crescimento das receitas da empresa, medida pela variação percentual das receitas de um ano para o outro; %PREJ: Percentual de trimestres nos últimos quatro anos em que a empresa registrou prejuízo; LNVM é o logaritmo natural do valor de mercado da empresa, calculado como o produto do preço da ação pelo número de ações em circulação; RETAINED_EARNINGS é o montante de lucros que a empresa reteve para reinvestimento, em vez de distribuir como dividendos; ATIVO: Logaritmo natural do ativo total da empresa, utilizado como controle para o tamanho da empresa.

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: Dados da pesquisa.

Pelos dados da Tabela 8, o DF_{it+n} , que é utilizado para medir o risco de dificuldade financeira das empresas, mostra uma média de 1,05 a 1,06, com valores que variam de 1,00 a 3,00 ao longo dos quatro trimestres analisados. Sugere-se pelos dados que uma parte considerável das empresas da amostra se encontra em uma zona de risco ou zona cinzenta de dificuldade financeira, conforme variável categorizada DF — advinda da classificação tradicional do Z — score de Altman et al. (2017), já que a média está próxima de 1,00. O desvio padrão relativamente baixo, de 0,23, indica que os dados são moderadamente dispersos, com as empresas tendendo a estar próximas da média. Isso sugere uma consistência no nível de risco entre as empresas analisadas.

A variável $DF2_{it+n}$, que classifica as empresas de acordo com os diferentes níveis de dificuldade financeira, apresenta uma média de 2,47 a 2,43. De acordo com a classificação de Farooq et al. (2018), sugere-se que a maioria das empresas da amostra se encontra em uma condição de dificuldade financeira branda, não podendo ser consideradas estáveis já que a média é inferior a 3. O desvio padrão, variando entre 0,76 e 0,80 nos trimestres analisados, aponta para uma variabilidade nas condições financeiras dessas empresas, refletindo uma distribuição que inclui tanto empresas com baixa dificuldade quanto outras em níveis intermediários e mais brandos de dificuldade financeira.

O TOM_NEG_{it} , que mede a negatividade no tom dos gestores durante as conferências, tem uma média de -0,29, com uma variação de -0,81 até 0,38. Pelos dados, sugere-se que, em geral, o tom dos gestores tende a ser ligeiramente positivo, o que pode refletir otimismo sobre o desempenho futuro. No entanto, a variação nos valores indica que algumas empresas utilizam um tom mais negativo, enquanto outras adotam um tom claramente mais otimista.

A variável LEVERAGE, que mede o grau de alavancagem das empresas, tem uma média de 34,90%. Isso significa que, em média, as empresas possuem uma quantidade considerável de dívida em relação ao seu capital total. O desvio padrão de 18,25% reflete a variação considerável no endividamento entre as empresas, sugerindo que algumas têm um risco de alavancagem muito maior que outras.

No caso do índice de liquidez corrente, representado pela variável CURRENT_RATIO, apresenta uma média de 1,80, o que sugere que as empresas, em média, possuem maior proporção de ativos circulantes do que passivos

circulantes, refletindo uma boa capacidade de honrar obrigações de curto prazo. No entanto, o desvio padrão de 0,78 revela que algumas empresas têm menor liquidez.

A variável `DEBT_TO_EQUITY`, que mede a relação entre dívida e patrimônio líquido, apresenta uma média de 143,84%, o que mostra que, em geral, as empresas têm uma proporção significativa de passivos em relação ao capital próprio. No entanto, os valores mínimo e máximo de, respectivamente, 4,91% e 1252,02% sugerem que, embora algumas empresas sejam financeiramente mais conservadoras, outras estão altamente endividadas em relação ao seu patrimônio líquido, o que aumenta o risco de dificuldade financeira. O desvio padrão de 203,84% reflete essa variação expressiva, indicando que o nível de endividamento varia muito entre as empresas da amostra.

O crescimento das receitas, medido pela variável `REVENUE_GROWTH_RATE`, apresenta uma média positiva de 4,79%, o que é um sinal positivo, onde, considerando a média dos dados, as empresas da amostra experimentaram crescimento de suas receitas ao longo dos períodos analisados. Entretanto, a variação é expressiva, com valores mínimos de -58,93% e máximos de 103,71%, sugerindo que algumas empresas enfrentaram quedas em suas receitas, enquanto outras tiveram crescimento mais sólido. O desvio padrão de 25,17% complementa a variabilidade no crescimento das receitas.

A variável `%PREJ`, que representa o percentual de trimestres em que as empresas registraram prejuízos ao longo dos últimos quatro anos, apresenta uma média de aproximadamente $8,00e-04$, indicando que a maioria das empresas na amostra apresentaram poucos trimestres consecutivos com prejuízo significativo. No entanto, observando o valor máximo de $3,30e-03$, percebe-se que algumas empresas

enfrentaram uma frequência maior de períodos de prejuízo, o que pode influenciar seu risco financeiro. O desvio padrão de $8,00e-04$ reflete uma variação relativamente pequena na amostra, sugerindo que as empresas tendem a apresentar certa consistência nesse aspecto.

Por fim, a variável `RETAINED_EARNINGS`, também apresentam dados relevantes. Os lucros retidos apresentaram uma média de $4,56e+09$, refletindo a retenção notável de lucros pelas empresas, o que pode indicar uma possível estratégia de reinvestimento.

Em sequência, a Tabela 9 apresenta a correlação entre as variáveis utilizadas na pesquisa.

Tabela 9 – Correlação das variáveis

	DF_{it}	DF_{it+1}	DF_{it+2}	DF_{it+3}	DF_{it+4}	$DF2_{it}$	$DF2_{it+1}$	$DF2_{it+2}$	$DF2_{it+3}$	$DF2_{it+4}$	TOM_NEG_{it}
DF_{it}	1										
DF_{it+1}	0,8041*	1									
DF_{it+2}	0,7885*	0,8035*	1								
DF_{it+3}	0,7445*	0,7780*	0,7971*	1							
DF_{it+4}	0,7235*	0,7485*	0,7763*	0,7938*	1						
$DF2_{it}$	0,0674*	0,0448*	0,0446*	0,0438*	0,0528*	1					
$DF2_{it+1}$	0,0417*	0,0685*	0,0606*	0,0521*	0,0507*	0,4296*	1				
$DF2_{it+2}$	0,0439*	0,0476*	0,0776*	0,0720*	0,0579*	0,3510*	0,4588*	1			
$DF2_{it+3}$	0,0595*	0,0430*	0,0405	0,0798*	0,0658*	0,3580*	0,3541*	0,4600*	1		
$DF2_{it+4}$	0,0448*	0,0709*	0,0461*	0,0524*	0,0836*	0,4065*	0,3691*	0,3774*	0,4662*	1	
TOM_NEG_{it}	-0,0259	-0,0223	-0,0147	-0,0201	-0,0134	-0,0621*	-0,0215	-0,0121	0,0029	-0,0368	1
LEVERAGE	-0,3396*	-0,3138*	-0,3156*	-0,3097*	-0,3073*	-0,0698*	-0,0811*	-0,0870*	-0,0933*	-0,1043*	0,0712*
CURRENT_RATIO	0,2933*	0,2733*	0,2525*	0,2396*	0,2272*	0,0109	-0,0107	-0,0027	0,0011	-0,0031	-0,0258
DEBT_TO_EQUITY	-0,1476*	-0,1387*	-0,1407*	-0,1376*	-0,1378*	-0,0917*	-0,0959*	-0,0981*	-0,0990*	-0,1113*	0,0537*
REVENUE_GROWTH	-0,0098	0,0240	-0,0026	-0,0353	-0,0177	0,1166*	0,0475*	-0,0158	-0,0780*	0,0497*	-0,0500*
%PREJ	-0,1138*	-0,1018*	-0,1043*	-0,1091*	-0,1059*	-0,4377*	-0,4452*	-0,4487*	-0,4484*	-0,4619*	-0,0015
LNVM	0,0118	-0,0145	-0,0199	-0,0100	-0,0118	0,2900*	0,2828*	0,2780*	0,2791*	0,2789*	-0,0020
RETAINED_EARNING	-0,0363	-0,0386	-0,0406	-0,0394	-0,0395	0,0630*	0,0538*	0,0502*	0,0588*	0,0595*	0,1017*
ATIVO	-0,1995*	-0,1843*	-0,1867*	-0,1780*	-0,1755*	0,0934*	0,0927*	0,0803*	0,0805*	0,0857*	-0,0067
Continuação:											
	LEVERAGE	CURRENT_RATIO	DEBT_TO_EQUITY	REVENUE_GROWTH	%PREJ	LNVM	LUCROS_RETIDOS	ATIVO			
LEVERAGE	1										
CURRENT_RATIO	-0,0991*	1									
DEBT_TO_EQUITY	0,6511*	-0,1899*	1								
REVENUE_GROWTH	0,0087	0,0159	0,0048	1							
%PREJ	0,2106*	-0,0423*	0,2804*	0,0423	1						
LNVM	0,0580*	-0,0287	-0,0626*	0,0049	-0,4327*	1					
RETAINED_EARNING	0,0051	-0,0297	-0,1067*	-0,0240	-0,0863*	0,3425*	1				
ATIVO	0,2901*	-0,2110*	0,0914*	-0,0249	-0,0894*	0,5006*	0,5923*	1			

Em que DF é uma medida que avalia o risco de insolvência empresarial com base no modelo de Altman et al. (2017) no trimestre $t + n$; $DF2$ é um indicador de dificuldade financeira da empresa no trimestre $t + n$ baseada no modelo de Farooq et al (2018); TOM_NEG_{it} : é a negatividade no tom verbal dos gestores durante as conferências de resultados; $LEVERAGE$ é o grau de alavancagem da empresa, medido pelo percentual da dívida de longo prazo em relação ao total de capital; $CURRENT_RATIO$ é o índice de liquidez corrente, calculado pela razão entre o ativo circulante e o passivo circulante da empresa; $DEBT_TO_EQUITY$ é relação entre a dívida total e o patrimônio líquido da empresa; $REVENUE_GROWTH_RATE$ é a taxa de crescimento das receitas da empresa, medida pela variação percentual das receitas de um ano para o outro; $\%PREJ$: Percentual de trimestres nos últimos quatro anos em que a empresa registrou prejuízo; $LNVM$ é o logaritmo natural do valor de mercado da empresa, calculado como o produto do preço da ação pelo número de ações em circulação; $RETAINED_EARNINGS$ é o montante de lucros que a empresa reteve para reinvestimento, em vez de distribuir como dividendos; $ATIVO$: Logaritmo natural do ativo total da empresa, utilizado como controle para o tamanho da empresa.

* Correlações com grau de significância de 5%.

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: Dados da pesquisa.

A Tabela 9 apresenta os coeficientes de correlação entre as variáveis utilizadas no modelo da pesquisa. Entre os destaques, DF_{it+n} apresenta associação positiva significativa com suas variações futuras, variando entre 0,72 e 0,80, o que sugere que empresas com melhores escores de solvência tendem a manter essa característica nos trimestres subsequentes. A DF_{it+n} também apresenta associação negativa significativa com a variável $LEVERAGE$ (-0,30 a -0,33), sugerindo que empresas com maior alavancagem financeira tendem a ter piores escores de solvência, conforme esperado pela literatura, que associa altos níveis de endividamento a maiores riscos de insolvência (Titman & Wessels, 1988; Hillegeist et al., 2004; Frank & Goyal, 2009; Altman et al., 2017). Além disso, a variável DF_{it+n} demonstra uma associação positiva com a variável $CURRENT_RATIO$ (0,22 a 0,29), indicando que empresas com maior capacidade de cumprir suas obrigações de curto prazo apresentam menores níveis de dificuldade financeira.

No que diz respeito à variável $DF2_{it+n}$ (Farooq et al., 2018) em suas variações futuras, observa-se uma associação significativa positiva com o DF_{it+n} nos diferentes períodos. Isso sugere que empresas com melhores indicadores de solvência tendem a apresentar níveis mais baixos de dificuldade financeira, conforme previsto pelo

modelo de Altman et al. (2017). Por outro lado, $DF2_{it+n}$ mostra correlação negativa com LEVERAGE (-0,06 a -0,10), sugerindo que empresas com maior alavancagem financeira estão mais propensas a enfrentar dificuldades financeiras.

A variável TOM_NEG_{it} apresenta uma associação negativa significativa com a variável $DF2_{it}$ (-0,06), o que pode ser um indicador de associação entre o tom mais negativo nas conferências de resultados com maiores níveis de dificuldade financeira e menor solvência. Esse resultado sugere que o discurso dos gestores possa se refletir como um termômetro das condições financeiras da empresa, especialmente no período t . Isso remete ao fato de que o período contábil, cujos resultados são discutidos nas conferências, ocorre antes do momento da própria conferência, reforçando essa correlação imediata. No entanto, embora esta correlação tenha sido significativa no período t , essa relação não se manteve, nas duas variáveis, nos trimestres futuros ($t + 1, t + 2, t + 3$ e $t + 4$). É imperativo destacar que essa relação é avaliada de forma mais robusta por meio do modelo de regressão — previsto na equação (3), qual permite verificar essa associação em conjunto com as variáveis de controle e demais fatores do modelo, proporcionando uma análise mais completa e ajustada.

No que se refere às variáveis de controle, a variável $DEBT_TO_EQUITY$ apresenta associação negativa significativa com o DF_{it+n} (-0,13 a -0,14) e $DF2_{it+n}$ (-0,09 a -0,11), sugerindo que uma maior proporção de dívida em relação ao patrimônio líquido está associada a piores indicadores de solvência. A variável $REVENUE_GROWTH_RATE$ apresenta associações mais fracas com as variáveis de solvência e dificuldade financeira, embora apresente uma associação positiva com $DF2_{it+n}$ (0,04 a 0,11). Já o $LNVM$, que captura o valor de mercado das empresas,

mostra uma correlação positiva com $DF2_{it+n}$ (0,27 a 0,29), o que sugere que empresas com maior valor de mercado tendem a apresentar melhores escores de solvência e menores níveis de dificuldades financeiras. A variável %PREJ tem correlação negativa significativa com o DF_{it+n} (-0,10 a -0,11) e com $DF2_{it+n}$ (-0,43 a -0,46), indicando que empresas com mais trimestres de prejuízo tendem a ter maior dificuldade financeira e menor solvência.

Em complemento, a variável RETAINED_EARNINGS apresenta associação positiva e significativa com $DF2_{it+n}$ (0,05 a 0,06), sugerindo que empresas que retêm mais lucros têm maior probabilidade de manter uma boa solvência.

4.2 RESULTADOS DO MODELO ECONOMETRICO

Para testar o modelo previsto na Equação (3) e verificar a hipótese H1 deste trabalho, são apresentados abaixo os resultados na Tabela 10.

A Tabela 10 Painel A apresenta os resultados da regressão utilizando o DF_{it+n} como variável dependente — que mede o risco de insolvência empresarial adaptada do modelo de Altman et al. (2017). Em relação à hipótese H1, que sugere que o tom negativo dos gestores aumenta a probabilidade de as empresas entrarem em dificuldade financeira no futuro, os resultados das regressões não forneceram suporte significativo para essa hipótese quando se utiliza o DF_{it+n} como proxy de dificuldade financeira.

A variável TOM_NEG_{it} não apresentou correlação significativa com a solvência financeira da empresa, medida por DF em nenhum dos períodos analisados, incluindo o trimestre t e os trimestres subsequentes ($t + 1$, $t + 2$, $t + 3$ e $t + 4$). Estes resultados sugerem que, neste modelo específico, o tom mais negativo dos gestores durante as

conferências de resultados não está estatisticamente associado a um aumento na probabilidade de a empresa entrar em nível maior de dificuldade financeira, seja no curto ou no médio prazo.

Tabela 10 – Regressão do modelo

PAINEL A: REGRESSÃO DO MODELO COM DF (Altman et al., 2017)					
	DF_{it}	DF_{it+1}	DF_{it+2}	DF_{it+3}	DF_{it+4}
TOM_NEG_{it}	0,2063	0,3707	1,1767	0,5034	1,6863
LEVERAGE	-0,2064**	-0,1529***	-0,1374***	-0,1323***	-0,1079***
CURRENT_RATIO	2,4882***	1,8646***	1,2125***	0,7117**	0,2755
DEBT_TO_EQUITY	-0,0860**	-0,0132**	-0,0169***	-0,0134	-0,0161**
REVENUE_GROWTH	-0,0040	0,0168**	0,0009	-0,0135**	-0,0051
%PREJ	-5192,66**	-2872,65*	-2845,01**	-2874,24**	-2492,67**
LNVM	-0,7177	-1,1672***	-1,0859***	-0,9302**	-0,8313**
RETAINED_EARNINGS	1,14E-10	1,14E-11	1,19E-11	-1,40E-11	-2,98E-11
ATIVO	-0,177	0,6266	0,3788	0,0261	-0,2363
Observações	2213	2213	2213	2213	2213
Log likelihood	-93,88	-143,20	-157,60	-154,81	-162,43
Sigma ²	14,05	12,21	9,59	13,13	12,27
PAINEL B: REGRESSÃO DO MODELO COM $DF2$ (Farooq et al., 2018)					
	$DF2_{it}$	$DF2_{it+1}$	$DF2_{it+2}$	$DF2_{it+3}$	$DF2_{it+4}$
TOM_NEG_{it}	-0,6635***	-0,1418	-0,1439	0,0096	-0,5781***
LEVERAGE	-0,0059	-0,0093*	-0,0098*	-0,0070*	-0,0188**
CURRENT_RATIO	0,1310	0,0020	0,0378	0,0517	0,0374
DEBT_TO_EQUITY	0,0002	0,0005	0,0006	0,0006	0,0007
REVENUE_GROWTH	0,0131***	0,0061***	0,0008	-0,0065***	0,0069***
%PREJ	-844,27***	-916,31***	-960,65***	-931,09***	-1033,64***
LNVM	0,2182***	1,9369***	1,8588***	1,9086***	1,4466***
RETAINED_EARNINGS	-2,47E-12	-1,42E-11*	-1,46E-11	-9,35E-12	-9,02E-12
ATIVO	-0,0257	0,0495	-0,0035	-0,0397	-0,0092
Observações	2213	2213	2213	2213	2213
Log likelihood	-1722,31	-1774,46	-1743,13	-1751,91	-1748,46
Sigma ²	0,34	0,28	0,32	0,32	0,30

Em que DF é uma medida que avalia o risco de insolvência empresarial com base no modelo de Altman et al. (2017) no trimestre $t + n$; $DF2$ é um indicador de dificuldade financeira da empresa no trimestre $t + n$ baseada no modelo de Farooq et al (2018); TOM_NEG_{it} : é a negatividade no tom verbal dos gestores durante as conferências de resultados; LEVERAGE é o grau de alavancagem da empresa, medido pelo percentual da dívida de longo prazo em relação ao total de capital; CURRENT_RATIO é o índice de liquidez corrente, calculado pela razão entre o ativo circulante e o passivo circulante da empresa; DEBT_TO_EQUITY é relação entre a dívida total e o patrimônio líquido da empresa; REVENUE_GROWTH_RATE é a taxa de crescimento das receitas da empresa, medida pela variação

percentual das receitas de um ano para o outro; %PREJ: Percentual de trimestres nos últimos quatro anos em que a empresa registrou prejuízo; LNVM é o logaritmo natural do valor de mercado da empresa, calculado como o produto do preço da ação pelo número de ações em circulação; RETAINED_EARNINGS é o montante de lucros que a empresa reteve para reinvestimento, em vez de distribuir como dividendos; ATIVO: Logaritmo natural do ativo total da empresa, utilizado como controle para o tamanho da empresa.

*, **, *** significante a 10%, 5% e 1%, respectivamente

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: Dados da pesquisa.

Uma possível causa para a falta de significância dos resultados pode se amparar no fato em que DF_{it+n} mede uma visão consolidada da solvência financeira, focando em uma perspectiva mais abrangente e de longo prazo da saúde da empresa. Essa proxy agrega múltiplos fatores e variáveis, o que pode torná-la menos sensível a oscilações pontuais, como a negatividade no discurso dos gestores durante conferências de resultados. Diferente de outras proxies que capturam sinais mais imediatos de dificuldade financeira, a DF_{it+n} pode não refletir variações sutis no curto prazo, estabilizando-se em função de um panorama financeiro mais geral.

Não por acaso, algumas variáveis de controle demonstraram associações significativas com o DF_{it+n} nos períodos futuros, mesmo após a inclusão de todas as variáveis do modelo. A variável LEVERAGE apresentou uma associação negativa com o DF_{it+n} em todos os trimestres analisados, sendo estatisticamente significativa ao nível de 1% nos trimestres $t + 1$, $t + 2$, $t + 3$ e $t + 4$. Esses resultados sugerem que níveis mais elevados de alavancagem estão consistentemente ligados a um risco maior de insolvência financeira. Da mesma forma, o índice de liquidez corrente (CURRENT_RATIO) mostrou uma relação positiva e significativa com o DF_{it+n} nos trimestres t até $t + 3$, sugerindo que empresas com maior capacidade de honrar suas obrigações de curto prazo tendem a ter menor risco de dificuldades financeiras. Esses resultados corroboram a importância da gestão de liquidez e controle de alavancagem

como elementos relevantes para a estabilidade financeira corporativa no curto e médio prazo (Altman, 1968; Hillegeist et al., 2004; Graham et al., 2015).

Em complemento ao Painel A, a variável DEBT_TO_EQUITY apresentou um coeficiente negativo e estatisticamente significativo com DF_{it+n} em quase todos os trimestres analisados, com exceção ao $t + 3$. Esses resultados sugerem que empresas com maiores proporções de dívida em relação ao capital próprio tendem a enfrentar riscos mais elevados de insolvência, reforçando o entendimento sobre a estrutura de capital como fator relevante para a saúde financeira da firma (Graham et al., 2015).

Por outro lado, a variável %PREJ, demonstrou uma relação negativa e significativa com o DF_{it+n} em todos os trimestres analisados, reforçando que empresas com histórico de perdas recorrentes possuem maior probabilidade de enfrentar dificuldades financeiras. Esses resultados corroboram com a perspectiva de que a trajetória de resultados da empresa é um indicador importante de solvência futura, uma vez que recorrentes períodos de prejuízo podem sinalizar fraquezas financeiras estruturais (Graham et al., 2005; Frankel et al., 2010).

A falta de significância de outras variáveis, como ATIVO E RETAINED_EARNINGS, quando consideradas em conjunto no modelo com DF_{it+n} , sugere que seu impacto não é suficientemente robusto para se destacar na presença de outras variáveis explicativas do modelo. Esse resultado pode indicar que, no contexto de previsão de dificuldade financeira para períodos futuros, elementos como lucros retidos e tamanho da empresa (ATIVO) são menos determinantes do que fatores mais diretamente relacionados à capacidade de gerar caixa e ao endividamento de curto prazo.

Na Tabela 10 Painel B, é apresentada a regressão do modelo previsto na equação (3) utilizando a proxy $DF2_{it+n}$ baseada no trabalho de Farooq et al. (2018) para mensurar a dificuldade financeira. Neste cenário, avaliando-se a hipótese H1, que sugere que o tom negativo dos gestores aumenta a probabilidade de as empresas entrarem em maiores níveis dificuldade financeira no futuro.

Os resultados indicam que o coeficiente da variável TOM_NEG_{it} é negativo e significativo no trimestre t (coeficiente significativo ao nível de 1%). Resultado este observado tanto na tabela de correlações quanto na regressão do modelo. A significância no período t sugere que a negatividade no tom dos gestores esteja refletindo elementos da condição financeira atual da empresa, uma vez que no trimestre t , a consolidação no período contábil — período de mensuração dos resultados financeiros, ocorre antes da realização da conferência.

Em relação ao impacto da variável TOM_NEG_{it} sobre $DF2_{it+4}$ o coeficiente β_1 de -0,5781 (coeficiente significativo ao nível de 1%) sugere que a negatividade no tom verbal dos gestores durante as conferências de resultados está associada a um aumento na probabilidade de a empresa entrar em um nível de dificuldade financeira maior quatro trimestres subsequentes.

Esse resultado corrobora com a visão de que a percepção negativa transmitida pelos gestores pode ser um sinal antecipado de problemas financeiros, refletindo a importância de monitorar atentamente o discurso durante as conferências como um indicador de risco para os períodos subsequentes (Tetlock, 2007; Henry, 2008; Price et al., 2012; Davis et al., 2015; Druz et al., 2020; Gow et al., 2021; Bassyouny et al., 2022).

No entanto, é importante destacar que o impacto significativo de TOM_NEG_{it} foi observado apenas para $DF2_{it}$ e $DF2_{it+4}$, enquanto os efeitos sobre $DF2_{it+1}$, $DF2_{it+2}$ e $DF2_{it+3}$ não apresentaram significância estatística. A ausência de significância nesses períodos intermediários sugere que o impacto da negatividade no tom dos gestores pode não ter uma influência consistente sobre a probabilidade de entrar em um maior nível de dificuldade financeira a médio prazo — podendo a relação analisada depender do horizonte temporal considerado. Especificamente, essa falta de efeito pode indicar que outros fatores, como ajustes estratégicos ou mudanças no ambiente econômico, podem diluir o impacto inicial de um tom negativo durante as conferências de resultados, tornando-o menos relevante para prever dificuldades financeiras nos períodos subsequentes mais próximos.

Embora o efeito observado da negatividade dos gestores não seja imediato, sugere-se que ele emerge no horizonte temporal mais distante, possivelmente devido à materialização de problemas que os gestores previam ou já estavam presentes, mas que não eram ainda claramente visíveis no curto e médio prazo.

Em resumo, os resultados das regressões confirmam a hipótese H1 para a variável TOM_NEG_{it} no período futuro $DF2_{it+4}$, sugerindo que a negatividade no tom dos gestores está associada a uma maior probabilidade de um cenário de maior dificuldade financeira pelas empresas.

Observa-se que a variável $DF2$, ao contrário de DF , apresentou significância robusta no modelo, sugerindo que esta possa capturar com maior precisão aspectos específicos e imediatos da dificuldade financeira, que se mostram mais suscetíveis ao impacto do tom dos gestores. Esse resultado sugere que $DF2$ possa refletir condições financeiras mais sensíveis, enquanto DF parece indicar um quadro mais amplo e

menos influenciado por variações no discurso gerencial. Essa distinção destaca a importância de uma escolha adequada quanto a *proxy*. Especificamente, quanto aos dados observados neste trabalho, ao selecionar uma variável mais sensível, como $DF2$, é possível observar efeitos do tom negativo dos gestores que podem estar associados dificuldades financeiras futuras.

Em complemento, observa-se que algumas variáveis de controle mantiveram sua significância tanto na tabela de correlações quanto nos resultados do modelo com $DF2$, indicando uma robustez em suas relações com a dificuldade financeira medida por essa *proxy*. A variável LEVERAGE, por exemplo, apresentou significância consistente em todas as análises, reforçando a relação negativa entre altos níveis de alavancagem e a saúde financeira das empresas, sugerindo que empresas mais endividadas tendem a enfrentar maior risco de insolvência futura.

Outras variáveis, como REVENUE_GROWTH_RATE e RETAINED_EARNINGS, que não demonstraram significância na Tabela 10 Painel A — regressão com a *proxy* DF_{it+n} , destacaram-se no modelo do Painel B com a *proxy* $DF2_{it+n}$, indicando que, para essa medida de dificuldade financeira, os lucros retidos e o crescimento das vendas demonstram associação relevante na previsão de níveis futuros de dificuldade financeira.

Em contraste, a variável CURRENT_RATIO e DEBT_TO_EQUITY, que apresentaram relevância na regressão com a *proxy* DF_{it+n} , não mantiveram a significância no modelo da Tabela 10 Painel B com a *proxy* $DF2_{it+n}$, sugerindo que o liquidez da empresa e a relação entre dívida e patrimônio, podem ter um papel menos determinante para dificuldade financeira medida por $DF2_{it+n}$. Por fim, a variável ATIVO não demonstrou significância em nenhuma das tabelas de regressão dos

modelos, indicando que o tamanho absoluto da empresa não se refletiu um preditor relevante de dificuldade financeira para nenhum dos modelos analisados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou compreender se a negatividade no tom dos gestores durante conferências de resultados pode ser um indicativo de dificuldades financeiras futuras para as empresas. A pesquisa revelou que o tom negativo dos gestores pode estar associado a uma maior probabilidade de empresas entrarem em maiores níveis de dificuldades financeiras no longo prazo. Sugere-se, contudo, que a negatividade no discurso dos gestores possa servir como um indicador das condições financeiras da empresa, ajudando a antecipar eventuais cenários adversos.

Os resultados apontam que, embora o impacto do tom negativo dos gestores não se manifeste de imediato, sua relevância se intensifica ao longo do tempo. Esse efeito mais tardio argumenta em prol da importância da análise das comunicações corporativas como complemento às métricas financeiras tradicionais. Dessa forma, a negatividade no discurso dos gestores se apresenta como uma ferramenta complementar para detectar sinais prévios de dificuldades financeiras, oferecendo aos analistas e investidores um indicador adicional para a avaliação de risco corporativo.

Esta pesquisa contribui ao apresentar a análise do tom dos gestores como um elemento adicional na previsão de dificuldades financeiras, avançando na compreensão sobre como a comunicação dos gestores pode impactar a percepção de risco e a tomada de decisão no mercado.

Entre as limitações, destaca-se o enfoque restrito à negatividade no tom. Estudos futuros poderiam expandir essa abordagem, explorando outras dimensões

emocionais e linguísticas que capturam aspectos mais sutis das comunicações gerenciais. Além disso, a integração de novas tecnologias, como *machine learning* e análise multimodal, poderia oferecer uma visão mais rica e contextualizada, incluindo sinais comportamentais, sobre as condições financeiras das empresas. Essas investigações ampliariam a capacidade de prever riscos financeiros, criando um panorama mais robusto e confiável para gestores e investidores.

REFERÊNCIAS

- Agarwal, V., & Taffler, R. (2008). Comparing the performance of market-based and accounting-based bankruptcy prediction models. *Journal of Banking & Finance*, 32(8), 1541–1551. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.07.014>
- Alaka, H. A., Oyedele, L. O., Owolabi, H. A., Kumar, V., Ajayi, S. O., Akinade, O. O., & Bilal, M. (2018). Systematic review of bankruptcy prediction models: Towards a framework for tool selection. *Expert Systems with Applications*, 94, 164–184. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2017.10.040>
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- Altman, E. I. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *The Journal of Finance*, 39(4), 1067–1089. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03893.x>
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131–171. <https://doi.org/10.1111/jifm.12053>
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36–55. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>
- Andrade, G., & Kaplan, S. N. (1998). How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *The Journal of Finance*, 53(5), 1443–1493. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00062>

- Araujo, A., & Funchal, B. (2009). A nova lei de falências brasileira: primeiros impactos. *Revista de Economia Política*, 29(3), 191–212. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572009000300011>
- Bassyouny, H., Abdelfattah, T., & Tao, L. (2020). Beyond narrative disclosure tone: The upper echelons theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 70, 101499. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101499>
- Bassyouny, H., Abdelfattah, T., & Tao, L. (2022). Narrative disclosure tone: A review and areas for future research. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 49, 100511. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2022.100511>
- Barcellos, J. F. de., Moreira, N. C., & Nossa, S. N. (2023). Efeitos da intangibilidade e da gestão do capital de giro sobre a dificuldade financeira empresarial. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 17(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v17i3.3192>
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 71–111. <https://doi.org/10.2307/2490171>
- Beaver, W. H., McNichols, M. F., & Rhie, J. (2005). Have financial statements become less informative? Evidence from the ability of financial ratios to predict bankruptcy. *Review of Accounting Studies*, 10, 93–122. <https://doi.org/10.1007/s11142-004-6341-9>
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 296–343. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Brandão, I. de F., Crisóstomo, V., & López-Iturriaga, F. J. (2024). A multidimensional analysis of corporate governance and firm value. *Journal of Management and Governance*, 1-32. <https://doi.org/10.1007/s10997-024-09699-8>
- Brown, S., Hillegeist, S. A., & Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 343–366. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.02.001>
- Call, A. C., Flam, R. W., Lee, J. A., & Sharp, N. Y. (2023). Managers' use of humor on public earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 29(3), 2650–2687. <https://doi.org/10.1007/s11142-023-09764-x>
- Campbell, J. Y., Hilscher, J., & Szilagyi, J. (2008). In search of distress risk. *The Journal of Finance*, 63(6), 2899–2939. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01416.x>
- Charalambakis, E. C., & Garrett, I. (2019). On corporate financial distress prediction: What can we learn from private firms in a developing economy? *Evidence from Greece. Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(2), 467–491. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-0716-7>

- Chava, S., & Jarrow, R. A. (2004). Bankruptcy prediction with industry effects. *Review of Finance*, 8(4), 537–569. <https://doi.org/10.1093/rof/8.4.537>
- Claessens, S. (1997). Corporate governance and equity prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics. *The Journal of Finance*, 52(4), 1641–1658. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01124.x>
- Cooper, M. J., Gulen, H., & Schill, M. J. (2008). Asset growth and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 63(4), 1609–1651. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01370.x>
- Davis, A. K., Ge, W., Matsumoto, D., & Zhang, J. L. (2015). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 20(2), 639–673. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9309-4>
- Davis, A. K., Piger, J. M., & Sedor, L. M. (2012). Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845–868. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x>
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>
- Dichev, I. D. (1998). Is the risk of bankruptcy a systematic risk? *The Journal of Finance*, 53(3), 1131–1147. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00046>
- Doran, J. S., Peterson, D. R., & Price, S. M. (2012). Earnings conference call content and stock price: The case of REITs. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45, 402–434. <https://doi.org/10.1007/s11146-010-9266-z>
- Doyle, J., Ge, W., & McVay, S. (2007). Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2), 193–223. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.10.003>
- Druz, M., Petzev, I., Wagner, A. F., & Zeckhauser, R. J. (2020). When managers change their tone, analysts and investors change their tune. *Financial Analysts Journal*, 76(2), 47–69. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2019.1707592>
- Du, X., Li, W., Ruan, S., & Li, L. (2020). CUS-heterogeneous ensemble-based financial distress prediction for imbalanced dataset with ensemble feature selection. *Applied Soft Computing*, 97, 106758. <https://doi.org/10.1016/j.asoc.2020.106758>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of*

- Business Ethics*, 168(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 123–145. <https://doi.org/10.2307/2490910>
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 181–235. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)
- Endsley, M. R. (1995). Toward a theory of situation awareness in dynamic systems. *Human Factors*, 37(1), 32–64. <https://doi.org/10.1518/001872095779049543>
- Fairfield, P. M., Whisenant, J. S., & Yohn, T. L. (2003). Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing. *The Accounting Review*, 78(1), 353–371. <https://doi.org/10.2308/accr.2003.78.1.353>
- Farooq, M., Noor, A., Qureshi, S. F., & Bhutta, Z. M. (2021). Indirect financial distress costs in non-financial firms: Evidence from an emerging market. *Pacific Accounting Review*, 33(4), 417–434. <https://doi.org/10.1108/PAR-09-2020-0127>
- Farooq, U., Jibrán Qamar, M. A., & Haque, A. (2018). A three-stage dynamic model of financial distress. *Managerial Finance*, 44(9), 1101–1116. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2017-0244>
- Felson, R. B. (1982). Impression management and the escalation of aggression and violence. *Social Psychology Quarterly*, 45(4), 245–254. <https://doi.org/10.2307/3033920>
- Ferreira, F. R., Fiorot, D. C., Motoki, F. Y. S., & Moreira, N. C. (2019). Evidenciação voluntária: Análise empírica sobre o tom usado em audioconferências. *Revista de Administração de Empresas*, 59(4), 271–283. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020190405>
- Feng, M., Shaonan, T., Chihoon, L., & Ling, M. (2019). Deep learning models for bankruptcy prediction using textual disclosures. *European Journal of Operational Research*, 274(2), 743–758. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2018.10.024>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Frankel, R., Johnson, M., & Skinner, D. J. (1999). An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 133–150. <https://doi.org/10.2307/2491400>

- Frankel, R., Mayew, W. J., & Sun, Y. (2010). Do pennies matter? Investor relations consequences of small negative earnings surprises. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 220–242. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9089-4>
- Geng, R., Bose, I., & Chen, X. (2015). Prediction of financial distress: An empirical study of listed Chinese companies using data mining. *European Journal of Operational Research*, 241(1), 236–247. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2014.08.016>
- Gentry, J. A., Newbold, P., & Whitford, D. T. (1985). Classifying bankrupt firms with funds flow components. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 146–160. <https://doi.org/10.2307/2490911>
- Gertner, R. H., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1994). Internal versus external capital markets. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 1211–1230. <https://doi.org/10.2307/2118361>
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *The Journal of Finance*, 66(2), 563–600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01642.x>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Gow, I. D., Larcker, D. F., & Zakolyukina, A. A. (2021). Non-answers during conference calls. *Journal of Accounting Research*, 59(4), 1349–1384. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12371>
- Graham, J. R., Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2015). A century of capital structure: The leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*, 118(3), 658–683. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.08.005>
- Habib, A., D'Costa, M., Huang, H. J., Bhuiyan, M. B. U., & Sun, L. (2020). Determinants and consequences of financial distress: *Review of the empirical literature. Accounting & Finance*, 60(S1), 1023–1075. <https://doi.org/10.1111/acfi.12400>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *The Journal of Business Communication*, 45(4), 363–407. <https://doi.org/10.1177/0021943608319388>
- Henry, E., & Leone, A. J. (2016). Measuring qualitative information in capital markets research: Comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone. *The Accounting Review*, 91(1), 153–178. <https://doi.org/10.2308/accr-51161>

- Hillegeist, S. A., Keating, E. K., Cram, D. P., & Lundstedt, K. G. (2004). Assessing the probability of bankruptcy. *Review of Accounting Studies*, 9(1), 5–34. <https://doi.org/10.1023/B:RAST.0000013627.90884.b7>
- Hollander, S., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2010). Does silence speak? An empirical analysis of disclosure choices during conference calls. *Journal of Accounting Research*, 48(3), 531–563. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00365.x>
- Hosaka, T. (2019). Bankruptcy prediction using imaged financial ratios and convolutional neural networks. *Expert Systems with Applications*, 117, 287–299. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2018.09.039>
- Hotchkiss, E. S., John, K., Mooradian, R. M., & Thorburn, K. S. (2008). Bankruptcy and the resolution of financial distress. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, 2, 235–287. Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50006-8>
- Hotchkiss, E. S., Smith, D. C., & Strömberg, P. (2021). Private equity and the resolution of financial distress. *The Review of Corporate Finance Studies*, 10(4), 694–747. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfab015>
- Huang, A. H., Zang, A. Y., & Zheng, R. (2014). Evidence on the information content of text in analyst reports. *The Accounting Review*, 89(6), 2151–2180. <https://doi.org/10.2308/accr-50833>
- Huang, B., Yao, X., Luo, Y., & Li, J. (2023). Improving financial distress prediction using textual sentiment of annual reports. *Annals of Operations Research*, 330(1), 457–484. <https://doi.org/10.1007/s10479-022-04633-3>
- Huang, Y. P., & Yen, M. F. (2019). A new perspective of performance comparison among machine learning algorithms for financial distress prediction. *Applied Soft Computing*, 83, 105663. <https://doi.org/10.1016/j.asoc.2019.105663>
- Johnson, S. A., Moorman, T. C., & Sorescu, S. (2009). A reexamination of corporate governance and equity prices. *The Review of Financial Studies*, 22(11), 4753–4786. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp018>
- Jones, S., & Hensher, D. A. (2004). Predicting firm financial distress: A mixed logit model. *The Accounting Review*, 79(4), 1011–1038. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.1011>
- Jones, S., Johnstone, D., & Wilson, R. (2017). Predicting corporate bankruptcy: An evaluation of alternative statistical frameworks. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(1–2), 3–34. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12218>
- Keasey, K., & Watson, R. (2019). Financial distress prediction models: A review of their usefulness. *Risk Management*, 21(1), 35–48.

- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). The future of business groups in emerging markets: Long-run evidence from Chile. *Academy of Management Journal*, 43(3), 268–285. <https://www.jstor.org/stable/1556395>
- Kimbrough, M. D. (2005). The effect of conference calls on analyst and market underreaction to earnings announcements. *The Accounting Review*, 80(1), 189–219. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.1.189>
- Leary, M. R., & Kowalski, R. M. (1990). Impression management: A literature review and two-component model. *Psychological Bulletin*, 107(1), 34–47. <https://doi.org/10.1037/0033-2909.107.1.34>
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2–3), 221–247. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.02.003>
- Liang, D., Tsai, C. F., Lu, H. Y. R., & Chang, L. S. (2020). Combining corporate governance indicators with stacking ensembles for financial distress prediction. *Journal of Business Research*, 120, 137–146. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.07.052>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, 66(1), 35–65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>
- Matin, R., Hansen, C., Hansen, C., & Mølgaard, P. (2019). Predicting distresses using deep learning of text segments in annual reports. *Expert Systems with Applications*, 132, 199–208. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2019.04.071>
- Matsumoto, D., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2011). What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions. *The Accounting Review*, 86(4), 1383–1414. <https://doi.org/10.2308/accr-10034>
- Mayew, W. J., & Venkatachalam, M. (2012). The power of voice: Managerial affective states and future firm performance. *The Journal of Finance*, 67(1), 1–43. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01705.x>
- Moreira, N. C., Ramos, F., Kozak-Rogo, J., & Rogo, R. (2016). Conference Calls: An empirical analysis of information content and the type of disclosed news. *BBR-Brazilian Business Review*, 13(6), 291–315. <https://doi.org/10.15728/bbr.2016.13.6.6>
- Nguyen, B. H., & Huynh, V. N. (2022). Textual analysis and corporate bankruptcy: A financial dictionary-based sentiment approach. *Journal of the Operational Research Society*, 73(1), 102–121. <https://doi.org/10.1080/01605682.2020.1784049>

- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109–131. <https://doi.org/10.2307/2490395>
- Opler, T. C., & Titman, S. (1994). Financial distress and corporate performance. *The Journal of Finance*, 49(3), 1015–1040. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb00086.x>
- Osinubi, I. S. (2020). Effects of financial distress and financing constraints on trade credit provisions. *Asian Review of Accounting*, 28(4), 545–566. <https://doi.org/10.1108/ARA-04-2020-0058>
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (1979). How competitive forces shape strategy. *Harvard Business Review*, 57, 137–145.
- Price, S. M., Doran, J. S., Peterson, D. R., & Bliss, B. A. (2012). Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 992–1011. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.013>
- Sadique, S., In, F. H., & Veeraraghavan, M. (2008). The impact of spin and tone on stock returns and volatility: Evidence from firm-issued earnings announcements and the related press coverage. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1121231>
- Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (2000). The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment. *The Journal of Finance*, 55(6), 2537–2564. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00299>
- Shakil, M. H., Mahmood, N., Tasnia, M., & Munim, Z. H. (2019). Do environmental, social, and governance performance affect the financial performance of banks? A cross-country study of emerging market banks. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(6), 1331–1344. <https://doi.org/10.1108/MEQ-08-2018-0155>
- Shen, F., Liu, Y., Wang, R., & Zhou, W. (2020). A dynamic financial distress forecast model with multiple forecast results under unbalanced data environment. *Knowledge-Based Systems*, 192, 105365. <https://doi.org/10.1016/j.knosys.2019.105365>
- Skillius, A., & Wennberg, U. (1998). Continuity, credibility, and comparability: Key challenges for corporate environmental performance measurement and communication. The International Institute for Industrial Environmental Economics at Lund University. <https://www.eea.europa.eu/publications/ESS09>
- Sun, J., Fujita, H., Chen, P., & Li, H. (2017). Dynamic financial distress prediction with concept drift based on time weighting combined with Adaboost support vector machine ensemble. *Knowledge-Based Systems*, 120, 4–14. <https://doi.org/10.1016/j.knosys.2016.12.019>

- Sun, J., Li, H., Huang, Q. H., & He, K. Y. (2014). Predicting financial distress and corporate failure: A review from the state-of-the-art definitions, modeling, sampling, and featuring approaches. *Knowledge-Based Systems*, 57, 41–56. <https://doi.org/10.1016/j.knosys.2013.12.006>
- Tang, X., Li, S., Tan, M., & Shi, W. (2020). Incorporating textual and management factors into financial distress prediction: A comparative study of machine learning methods. *Journal of Forecasting*, 39(5), 769–787. <https://doi.org/10.1002/for.2661>
- Tetlock, P. C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *The Journal of Finance*, 62(3), 1139–1168. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01232.x>
- Tetlock, P. C., Saar-Tsechansky, M., & Macskassy, S. (2008). More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals. *The Journal of Finance*, 63(3), 1437–1467. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01362.x>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Tonin, J. M. F., & Scherer, L. M. (2021). Reação do mercado acionário aos tons transcritos das teleconferências de resultados. *Revista de Administração de Empresas*, 62(1), 1–15. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020220107>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Villiers, C. de., & Dimes, R. (2021). Determinants, mechanisms and consequences of corporate governance reporting: A research framework. *Journal of Management and Governance*, 25(1), 7–26. <https://doi.org/10.1007/s10997-020-09530-0>
- Wang, G., Ma, J., Chen, G., & Yang, Y. (2020). Financial distress prediction: Regularized sparse-based random subspace with ER aggregation rule incorporating textual disclosures. *Applied Soft Computing*, 90, 106152. <https://doi.org/10.1016/j.asoc.2020.106152>
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123–132. <https://doi.org/10.1007/BF02745946>
- Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 419–444. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90063-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90063-6)
- Yakubu, I. N., Kapusuzoglu, A., & Ceylan, N. B. (2023). Revisiting the corporate governance and corporate performance nexus: Evidence from value-based metrics. *Journal of Economic and Administrative Sciences*. <https://doi.org/10.1108/JEAS-02-2023-0043>

- Zavgren, C. V. (1985). Assessing the vulnerability to failure of American industrial firms: A logistic analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 12(1), 19–45. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1985.tb00077.x>
- Zhao, S., Xu, K., Wang, Z., Liang, C., Lu, W., & Chen, B. (2022). Financial distress prediction by combining sentiment tone features. *Economic Modelling*, 106, 105709. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105709>

Capítulo 5

CONCLUSÃO GERAL

O objetivo desta pesquisa foi investigar as práticas de divulgação voluntária em empresas de capital aberto e seu impacto na percepção do mercado financeiro. Para tanto, foram conduzidos três estudos com objetivos específicos: i) oferecer diretrizes práticas para a condução eficaz de conferências de resultados; ii) analisar o impacto do tom negativo na comunicação dos gestores sobre o valor de mercado das empresas, considerando o papel moderador da governança corporativa; e iii) examinar a associação entre o tom negativo dos gestores e a previsão de dificuldades financeiras, avaliando o tom como um possível indicador precoce de desafios financeiros.

Os resultados do primeiro estudo mostram que práticas bem fundamentadas de comunicação em conferências de resultados podem auxiliar na construção de uma imagem mais favorável e segura junto aos investidores. A adoção de um tom positivo, a simplicidade na linguagem, o uso controlado de humor e o cuidado com o timing da apresentação foram identificados como fatores que podem influenciar positivamente a percepção do mercado. Essa abordagem, baseada em recomendações práticas, busca não apenas otimizar a eficácia das conferências, mas também reduzir riscos associados à exposição de informações sensíveis.

No segundo estudo, verificou-se que o tom negativo nas comunicações dos gestores pode impactar negativamente o valor de mercado das empresas. Contudo, a governança corporativa demonstrou-se um fator moderador significativo, capaz de reduzir os efeitos adversos de uma comunicação pessimista. Esse resultado reforça

a relevância da governança como um mecanismo de proteção para os acionistas e como um elemento central na construção de um ambiente de confiança entre a empresa e o mercado.

Por fim, o terceiro estudo sugere que a negatividade no tom dos gestores durante conferências de resultados pode servir como indicador antecipado de dificuldades financeiras, proporcionando aos investidores e analistas uma ferramenta para identificar riscos potenciais. Ao explorar essa relação, o estudo contribui para o desenvolvimento de práticas preditivas que podem auxiliar no monitoramento da saúde financeira das empresas.

Conclui-se que a comunicação estratégica e a governança corporativa desempenham papéis essenciais na gestão da percepção do mercado e no fortalecimento dos vínculos entre empresas e stakeholders. O estudo destaca que, ao conduzirem conferências de resultados de maneira cuidadosa e transparente, os gestores podem mitigar os impactos negativos de suas comunicações, ao mesmo tempo em que maximizam a confiança dos investidores.

Esta pesquisa contribui para a literatura de divulgação voluntária ao oferecer uma análise abrangente sobre os efeitos do tom dos gestores e o papel moderador da governança em diferentes contextos de comunicação corporativa. Especificamente, fornece insights valiosos para gestores sobre como aprimorar suas práticas de divulgação em conferências de resultados, bem como para investidores e analistas que buscam interpretar os sinais presentes nas comunicações empresariais.

Entre as limitações do estudo, destaca-se o uso de uma amostra limitada de conferências de empresas brasileiras e a restrição do estudo ao impacto do tom e da governança, sem explorar variáveis contextuais adicionais que poderiam enriquecer a

análise. Ademais, a análise de dificuldades financeiras foi baseada em um conjunto específico de indicadores, o que sugere a possibilidade de expandir futuras pesquisas com outros proxies e abordagens metodológicas.

Para pesquisas futuras, recomenda-se ampliar o campo de estudo para incluir empresas de outros países, além de explorar novas proxies para práticas de divulgação voluntária e considerar metodologias alternativas para avaliar o impacto da comunicação estratégica. Expansões nessa linha de pesquisa podem oferecer uma visão ainda mais detalhada sobre o papel da comunicação e governança nas relações entre empresas e mercado, promovendo um entendimento mais profundo da dinâmica entre transparência, confiança e desempenho corporativo.

REFERÊNCIAS

- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 296–343. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Brown, S., Hillegeist, S. A., & Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 343–366. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.02.001>
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 181–235. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)
- Ferreira, F. R., Fiorot, D. C., Motoki, F. Y. S., & Moreira, N. C. (2019). Evidenciação voluntária: Análise empírica sobre o tom usado em audioconferências. *Revista de Administração de Empresas*, 59(4), 1–13. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020190405>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Price, S. M., Doran, J. S., Peterson, D. R., & Bliss, B. A. (2012). Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. *Journal*

of Banking & Finance, 36(4), 992–1011.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.013>

Tonin, J. M. F., & Scherer, L. M. (2021). Reação do mercado acionário aos tons transcritos das teleconferências de resultados. *Revista de Administração de Empresas*, 62(1), 1–15. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020220107>

Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)