

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS**

THAWLER ANDRADE DOS SANTOS

**ANÁLISE EMPÍRICA DO CONTEÚDO INFORMACIONAL
INCREMENTAL FORNECIDO PELA *CONFERENCE CALL* EM
RELAÇÃO AO *PRESS RELEASE***

VITÓRIA

2017

THAWLER ANDRADE DOS SANTOS

**ANÁLISE EMPÍRICA DO CONTEÚDO INFORMACIONAL
INCREMENTAL FORNECIDO PELA *CONFERENCE CALL* EM
RELAÇÃO AO *PRESS RELEASE***

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Acadêmico em Contabilidade e Finanças da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Felipe Ramos Ferreira.

Coorientador: Prof. Msc. Danilo Boechat

Seufitelli.

VITÓRIA

2017

THAWLER ANDRADE DOS SANTOS

**ANÁLISE EMPÍRICA DO CONTEÚDO INFORMACIONAL
INCREMENTAL FORNECIDO PELA CONFERENCE CALL EM
RELAÇÃO AO PRESS RELEASE**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Finanças, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Acadêmico.

Aprovado em 05 de Outubro de 2017

COMISSÃO EXAMINADORA

PROF. DR. FELIPE RAMOS FERREIRA

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
– FUCAPE

PROF. DR. FERNANDO CAIO GALDI

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
– FUCAPE

PROF. DR. FABIO YOSHIO SUGURI MOTOKI

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
– FUCAPE

À Deus e espíritos de luz, fonte inesgotável de paz e inspiração, a família e amigos, fonte de fé, incentivo e determinação.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer primeiramente à Deus, razão de toda nossa existência e quem proporcionou tudo o que foi realizado. Agradeço também ao professor e orientador Felipe Ramos Ferreira, por acreditar nessa pesquisa e me acrescentar muito conhecimento durante todo o desenvolvimento. Agradeço incansavelmente ao professor Danilo Soares Monte-Mor, que confiou em meu potencial e dedicação, e, esteve presente antes e durante toda essa jornada de desafios, estudos e pesquisas. Aos professores da FUCAPE que construíram uma sólida base de conhecimento e construíram uma grande amizade ao longo de toda esta etapa.

À minha mãe, ao meu pai, à minha irmã, à minha tia Cristina, ao amor de minha vida, Ana Kássia, e aos demais familiares que sempre me apoiaram e incentivaram para a construção e realização deste sonho.

Aos meus amigos e companheiros inseparáveis, em especial a Daiane Grugel e Edvan Soares, que sempre estiveram comigo nesta caminhada, nos momentos bons e ruins, me auxiliando sempre, dentro e fora do meio acadêmico, com toda a serenidade e apreço de uma amizade mais que verdadeira. Aos demais amigos agradeço muito pelo apoio e compreensão de minha ausência, sempre cientes da importância desta conquista para mim.

Finalmente, agradeço à FAPES por me auxiliar durante todo esse período e à equipe FUCAPE, que me proporcionou esta imensa oportunidade e sempre fez o melhor por mim, e também a todos amigos colaboradores da instituição que se tornaram uma família, e me proporcionaram desfrutar muitos momentos bons ao lado de cada um deles.

A medida do amor é amar sem medida.

(Santo Agostinho)

RESUMO

O presente estudo realiza uma análise do nível de conteúdo informacional incremental divulgado pelas empresas em seus relatórios de divulgação voluntária, e como este nível é influenciado por cenários positivos (boa notícia) e negativos (má notícia). Foi realizada a análise de conteúdo informacional incremental do texto e dos números entre a *press release* e transcrição da *conference call*, referente as empresas listadas na BM&F Bovespa, no período de 2002 a 2016. Os resultados mostram que a *conference call* incrementa conteúdo informacional ao *press release*, assim como suas seções de apresentação e de perguntas e respostas. Além disso, esse incremento na apresentação da *conference call* está associado a performance da empresa no trimestre, o que indica que as empresas entregam um maior volume de informação quando se encontra em cenários negativos.

Palavras-chaves: Conteúdo informacional. Divulgação voluntária. *Press release*. *Conference call*. Análise de informação incremental.

ABSTRACT

The present study performs an analysis of the level of incremental informational content disclosed by companies in their voluntary disclosure reports, and how this level is influenced by positive (good news) and negative (bad news) scenarios. An analysis of incremental informational content of the text and numbers between the press release and the conference call transcript referring to the companies listed on the BM&F Bovespa from 2002 to 2016. The results show that the conference call increases informational content to the press release, as well as its presentation and question-and-answer sections. In addition, this increase in the presentation of the conference call is associated with the performance of the company in the quarter, which indicates that the companies deliver a greater volume of information when it is in negative scenarios.

Keywords: Information content. *Voluntary disclosure. Press release. Conference call.* Incremental information Analysis.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Configuração de parâmetros do WCopyFind.

Figura 2: Número de documentos analisados por ano.

Figura 3: Conteúdo informacional incremental em relação ao *press release*.

Figura 4: Documentos analisados com conteúdo informacional incremental por setor.

Figura 5: Porcentagem do número de observações encontradas com conteúdo informacional incremental por setor.

Figura 6: Número de observações dos documentos detectados com similaridade por ano.

Figura 7: Porcentagem anual média de similaridade *press release X conference call*.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Seleção da amostra e descrição dos dados.

Tabela 2: Estatística descritiva das variáveis de conteúdo informacional incremental.

Tabela 3: Teste de diferença de média.

Tabela 4: Estatística descritiva das variáveis do modelo.

Tabela 5: Análise do conteúdo informacional incremental da *conference call*.

Tabela 6: Análise dos números incrementais da *conference call*.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	111
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	177
3. METODOLOGIA	288
3.1. SELEÇÃO DA AMOSTRA	28
3.2. DESENVOLVIMENTO	30
3.3. MEDIDA DE CONTEÚDO INFORMACIONAL E TIPO DE NOTÍCIA	37
3.4. MODELO E VARIÁVEIS DE CONTROLE	37
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	411
4.1. CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA.....	48
5. CONCLUSÃO	58
REFERÊNCIAS.....	610

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

Na literatura ainda não foi verificado textualmente o quanto a *conference call* representa de conteúdo informacional incremental em relação ao *press release*, e conseqüentemente, nem a relação desse conteúdo incremental em diferentes cenários, positivo e negativo. Desta forma, este é o primeiro estudo que traz uma abordagem de avaliação de conteúdo informacional por meio da verificação de similaridade textual entre os documentos de divulgação voluntária.

O presente trabalho tem por objetivo identificar qual das partes da *conference call* (seção de apresentação e perguntas e respostas) tem maior conteúdo informacional incremental em relação ao *press release*, assim como se o tipo de notícia influencia no conteúdo informacional incremental divulgado. Esses documentos são disponibilizados pelas empresas em seus relatórios de divulgação voluntária, de modo que a *conference call* se divide em duas etapas, onde em um primeiro momento a apresentação traz a situação atual de suas companhias, e no outro, a seção de perguntas e respostas discute questões de vários participantes do mercado de capitais.

Deste modo, foi verificado se o tipo de notícia (positiva ou negativa) é fator determinante para influenciar o nível de informação incremental divulgada. O tipo de notícia foi verificado por meio dos resultados de prejuízo ou lucro no trimestre, assim como, se houve lucro maior ou menor no trimestre atual do que em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.

Diante da importância da informação na economia, o mercado acionário pode ser considerado o mais sensível frente às informações, o que torna a redução da

assimetria de informação ainda mais relevante. Assim, quanto melhor for a informação, mais capital estará disponível para investimento, enquanto que, para informações negativas, o investidor estará disposto a investir menos ou até mesmo vender ações (DE MORAES e NUNES, 2010).

Por meio do *disclosure* a contabilidade consegue atingir seu maior objetivo, que é fornecer informações úteis e relevantes, diminuindo assim a assimetria informacional dos usuários externos (MURCIA, 2009). Os relatórios divulgados pelas empresas, que é uma forma de *disclosure*, contêm não só informação obrigatória, mas também informação voluntária, que podem ser úteis para os *stakeholders*. Neste sentido, as informações voluntárias podem proporcionar uma maior transparência das empresas (LIMA, 2007). No entanto, Goulart (2003) explica que para que tal transparência seja garantida, é necessário que as empresas divulguem tanto informações positivas como negativas, para que o mercado aceite tais informações.

A literatura mostra, de acordo com Brown, Finn E Hillegeist, (2001), que quanto maior a qualidade do *disclosure*, menor é a assimetria informacional produzida, e, essa abertura de informações (*disclosure*), tais como *press release* e *conference call*, é um fator crítico para o funcionamento de um mercado de capitais eficiente (LANZANA, 2004). Pelo mesmo motivo, Kimbrough (2005) afirma que existe uma grande necessidade de se entender de forma aprofundada o comportamento do *disclosure* voluntário, uma vez que este se mostra essencial para compreender o mercado.

Pesquisas anteriores indicam que as divulgações voluntárias (*press release* e *conference call*) são importantes fontes de informação para o mercado, documentando um volume de negociação anormal e volatilidade de retorno durante

o período, como formas de reação de mercado. Além disso, aumenta a precisão dos analistas (HOSKIN et al., 1986; FRANKEL, JOHNSON; SKINNER 1999; BOWEN; DAVIS; MATSUMOTO; 2002; MAHONEY; LEWIS, 2004; KIMBROUGH; 2005). Percebe-se com isso, que, a *conference call* afeta diretamente o mercado, sendo assim, sugere que contém informações incrementais às contidas no *press release*, o que se torna uma fonte de informação importante.

Estudo realizado por Li (2008), para documentos de *disclosure* obrigatório, aponta para uma complexidade maior de legibilidade dos relatórios em caso de cenário negativo, se comparados aos relatórios de cenários positivos. Em contrapartida, quando existe evidências de cenários favoráveis quando se trata do valor das ações das empresas, Skinner (1994) encontrou resultados que indicam uma maior propensão em aumentar o volume de informações de caráter voluntário que geram melhorias no *disclosure*.

Para análise proposta nessa pesquisa, considerou-se como medida de conteúdo informacional incremental a medida de complemento do conteúdo similar encontrado entre o *press release* e a *conference call* (apresentação e perguntas e respostas). Desse modo, foram analisados os resultados por meio de um teste de diferença de média, além de um modelo de regressão para verificar o comportamento das variáveis analisadas.

Na elaboração do modelo de regressão, foi considerada uma variável de cenário, de acordo com o resultado trimestral da empresa, de modo que, o lucro ao fim do trimestre representou cenário positivo, enquanto o prejuízo representou cenário negativo. A interpretação se mantém para a análise do lucro trimestral ao ser comparado com o lucro do mesmo trimestre do ano anterior, sendo que, se o lucro for maior que o do ano anterior, caracteriza um cenário positivo, caso contrário,

negativo. Espera-se que em cenários negativos, as empresas divulguem mais informações do que em relação aos cenários positivos, pois foi verificado alguns esforços para ocultar notícias negativas (HEINRICHS et al, 2015), sendo assim, este resultado gera uma expectativa de aumento na quantidade de conteúdo informacional incremental divulgado pelas empresas.

Na realização da pesquisa, foi utilizado um software gratuito capaz de verificar similaridades entre diferentes textos, o WCopyFind. Este programa é usado pela Elsevier, Springer, Massachusetts Institute of Technology, pela Bloomfield (universidade desenvolvedora) e muitas outras editoras de renome (ALZHRANI, SALIM e ABRAHAM, 2012). Este *software* fornece a porcentagem que o conteúdo similar encontrado representa no documento avaliado, e, desse modo, por meio do seu complemento foi obtido o valor do conteúdo informacional incremental do texto e dos números, ao comparar o *press release* e a *conference call*. Por meio desse tipo de análise, espera-se que exista um maior conteúdo informacional incremental na seção de perguntas e respostas ao ser comparado com a seção de apresentação da *conference call*. Com isso, acredita-se que este estudo se torne uma contribuição importante na literatura brasileira sobre o tema.

A amostra foi composta por 2.014 relatórios trimestrais, divulgados nos sites das empresas na seção de relação com o investidor, empresas estas listadas na BM&F Bovespa, excetuando-se as empresas que não disponibilizaram seus resultados. Essas empresas posteriormente foram agrupadas para permitir uma análise por setor. Os documentos coletados são de 2002 a 2016, sendo que os documentos os quais não foram encontrados o *press release* ou a *conference call* correspondentes ao mesmo trimestre e ano foram descartados, uma vez que não

seria possível efetuar a verificação do conteúdo informacional incremental entre eles.

Os resultados deste estudo mostram que o conteúdo informacional incremental da apresentação é menor do que o da seção de perguntas e respostas da *conference call*, que sugere desse modo, que os gestores realmente são questionados em busca de novas informações e não conseguem controlar a investigação por parte dos analistas na seção de perguntas e respostas. Mostra também que os gestores divulgam maior conteúdo informacional incremental na seção de apresentação da *conference call* quando os resultados são negativos, indicando um comportamento estratégico, o que evidencia que o tipo de notícia a ser comunicado influencia positivamente no conteúdo informacional incremental a ser divulgado pela empresa.

O conteúdo informacional incremental da quantidade de números encontrados na *conference call* e suas seções em relação ao *press release*, mostra que o tipo de notícia influencia positivamente quando a empresa reporta trimestres consecutivos de prejuízo, apresentando maior ocorrência na quantidade de números nesse cenário.

Além disso, este trabalho corrobora os resultados de medida de tempo encontrados por Moreira et. al (2016), quando afirma que quanto maior o tempo de duração, mais conteúdo informacional incremental é divulgado. Isso descarta então a hipótese de que esse aumento no tempo de duração forneça apenas repetição de conteúdo.

Este estudo traz contribuição para a literatura, pois acrescenta uma nova abordagem ao tema de divulgações voluntárias no Brasil, permitindo a melhor compreensão sobre como as divulgações voluntárias estão associadas aos

diferentes cenários e seus determinantes. Com isso, auxilia em uma discussão sobre o comportamento estratégico dos gestores em diferentes cenários, além de diminuir a assimetria de informação, colaborar com o mercado acionário e auxiliar analistas e investidores.

O restante do trabalho está organizado como descrito a seguir. No capítulo 2, está contida a argumentação teórica, onde foram discutidos estudos anteriores sobre o assunto para fundamentação do estudo. O capítulo 3, contém informações sobre a amostra e as variáveis utilizadas, e então discorre sobre a forma na qual se deu o desenvolvimento da pesquisa. O capítulo 4, traz os resultados encontrados, bem como suas interpretações. O capítulo 5, conclui o trabalho e também mostra sugestões de possíveis trabalhos futuros.

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Um dos objetivos principais da informação contábil divulgada é contribuir para a redução da assimetria de informação existente entre os usuários internos, como gestores e executivos, por exemplo, e os usuários externos da entidade, tais como acionistas, credores, entre outros (MURCIA, 2009). A informação assimétrica é uma característica em que um agente possui maior informação que o outro, causando assim ineficiência de mercado (HALL e TAYLOR, 2003).

Segundo o estudo de Brown, Finn e Hillegeist (2001), a assimetria de informação surge no momento em que a empresa possui algum tipo de informação relevante em termos de valor, que até então não foi divulgada ao público, no entanto, esta informação pode ser lograda por alguns investidores de forma privilegiada. Assim, a assimetria informacional deriva-se da diferença de informação e incentivos conflitantes entre empreendedores e investidores.

Healy e Palepu (2001), sugerem como exemplo um cenário no qual se tem metade das ideias do negócio consideradas como “boas”, e a outra metade como “ruins”, dada uma economia. Por serem racionais, empreendedores e investidores avaliam um determinado investimento de acordo com as informações que possuem sobre o negócio, mas, a partir do momento em que os investidores não possuem informações suficientes para avaliar os dois tipos de ideias (“boas” ou “ruins”), os empreendedores com ideias “ruins” poderão dizer que suas ideias são “boas”, e, conseqüentemente valem o mesmo que as ideias “boas”. Por causa disso, investidores tendem a analisar os dois tipos de ideias em um nível médio, para reduzir esse tipo de comportamento. Sendo assim, isso implica que, quando o

problema de assimetria de informação não é resolvido, faz com que o mercado de capitais passe a racionalmente subestimar o valor de ideias boas e superestimar o valor de algumas ideias ruins, isso ocorre devido à disponibilidade de informação que detêm.

O conceito de *disclosure* consiste no meio pelo qual os diversos usuários das demonstrações financeiras obtêm conhecimento sobre o momento atual de um determinado empreendimento econômico, tanto em termos de situação patrimonial e financeira, como de lucratividade e aplicações dos recursos disponíveis, tomando por base um período estabelecido (Falcão, 1993).

Bushman, Piotroski e Smith (2001), destacam que “a transparência pode ser definida como a abrangente disponibilidade de informação relevante e confiável sobre o desempenho periódico, situação financeira, oportunidades de investimento, governança, valor e risco das empresas de capital aberto”. Por essa questão ser relevante para o mercado de capitais, Schadewitz e Blevins (1998), afirmam que os “investidores racionais, percebendo os potenciais riscos, evitam assumir posição acionária em companhias cuja quantidade e qualidade de abertura de informações é consistentemente abaixo das expectativas”.

Segundo Choi e Mueller (1992), a divulgação de informações financeiras deve ser entendida como um processo que consiste na realização de quatro etapas:

1. Percepção – representa o entendimento de que as transações financeiras representam as atividades significantes;
2. Simbolismo – simbolizar as atividades de tal forma que se disponibilize uma base de dados das mesmas a fim de se analisar e compreender as inter-relações entre as atividades;

3. Análise – consiste em analisar o modelo de atividades a fim de sumarizar, organizar e esclarecer todas as inter-relações entre as atividades, além de apresentar um panorama da situação atual da organização. Este processo de análise, é tradicionalmente visto como o processo de desenvolvimento de relatórios financeiros sobre a situação atual das atividades da empresa;

4. Comunicação (transmissão) – consiste em comunicar a análise aos usuários do produto contábil no intuito de orientar na tomada de decisão, e, a direcionar as atividades futuras da empresa ou a alterar sua relação com a entidade.

Ainda de acordo com Choi e Mueller (1992), as etapas 1 e 2 representam o processo de medição contábil, e, as etapas 3 e 4 o *disclosure*, ou “a comunicação de medições e informações contábeis e financeiras ao usuário da informação, a fim de facilitar sua tomada de decisão”.

Brown, Finn e Hillegeist (2001) mostram em seu estudo sobre a associação entre a qualidade de *disclosure* das empresas e o grau de assimetria de informação, que quanto melhor a qualidade do *disclosure*, menor é a assimetria informacional produzida. Além disso, reforçam que a pontualidade quanto à divulgação de informações relevantes é fator fundamental no intuito de buscar a diminuição da assimetria informacional, pois inibe a busca por informações privadas, o que acontece por parte de alguns investidores. As formas de *disclosure* voluntário diminuíram a dispersão entre os analistas e, conseqüentemente, reduziram o nível de assimetria de informações (DELL'ACQUA et al, 2010).

Pode-se dizer que um fator crítico para que um mercado de capitais funcione de forma eficiente é a abertura de informações (*disclosure*). Por meio de seus relatórios financeiros as empresas fornecem informações, nestes se inclui notas de rodapé, análise e discussão por parte dos gestores e demonstrativos financeiros de

modo geral, assim como outros tipos de documentos exigidos pelos órgãos reguladores. As informações reveladas pelas empresas citadas até então são de caráter obrigatório. Segundo Lanzana (2004), além dessas, existem ainda informações de caráter voluntário que algumas empresas podem também divulgar, como por exemplo, *press releases* e *conference calls*.

A importância dos *press releases* (comunicados de imprensa) como parte da estratégia de divulgação de uma empresa é amplamente aceita (BOWEN et al., 2005, FRANCIS et al., 2002, LANG e LUNDHOLM, 2000). O anúncio trimestral de resultados financeiros, conhecido também como, "release de resultados" ou "comunicado de imprensa", é sem dúvida um dos mais importantes mecanismos de divulgação utilizados pelos gestores para comunicar o desempenho da sua empresa aos acionistas e outros grupos de partes interessadas (BOWEN, DAVIS e MATSUMOTO, 2002).

Segundo Davis, Piger e Sedor (2006), nos Estados Unidos, esses comunicados de imprensa são exigidos pela NYSE e NASDAQ, e compreendem em um elemento importante da estratégia global de divulgação de uma empresa, e, comunicam informações aos investidores em formas numéricas e narrativas. Poderia também contribuir para o desenvolvimento das empresas no Brasil, pois demonstrações contábeis levantadas segundo os melhores postulados da relevância e evidenciação, com o máximo possível de objetividade e consistência, podem contribuir para o fortalecimento e expansão das empresas nacionais (IUDÍCIBUS, MARTINS e GELBCKE, 2007).

Além disso, pesquisas anteriores demonstram que os participantes do mercado respondem ao assunto das divulgações narrativas. Por exemplo, o mercado responde ao assunto das citações de oficiais em comunicados de imprensa

de ganhos (HOSKIN et al., 1986). No entanto, independente se a informação a respeito da situação da empresa for favorável ou não, Goulart (2003) afirma que para que a transparência seja de fato percebida todas as informações devem ser divulgadas. Desse modo, segundo o que Lima (2007) argumenta, essa forma de divulgação traz a transparência necessária para que as inferências realizadas não contenham viés, o que garante melhor aceitação do mercado.

De acordo com Trautmann e Hamilton (2003), todas as *press releases* e anúncios públicos estão dentro do escopo dos requisitos antifraude das leis federais de valores mobiliários, que afirmam que as informações divulgadas devem ser "precisas e completas, para não enganar". Entretanto, segundo o estudo realizado por Li (2008), que verifica a legibilidade das informações em documentos de divulgação obrigatória, mostra que os relatórios anuais das empresas com mau desempenho são mais difíceis de ler, e, além disso, os lucros das empresas com relatórios anuais que são mais fáceis de ler são mais persistentes.

Com isso, segundo Lundholm, Rogo e Zhang (2012), se faz relevante a abordagem de "número de números", que representa uma comunicação universalmente compreendida e com uma precisão muitas vezes maior do que um equivalente textual. Além disso, os números são mais propensos a ser verificáveis e auditáveis. Assim, ao estudar leitura textual juntamente com a abordagem de números, permite uma associação de informações para melhorar a sua interpretação. Os números são declarações concretas e, portanto, podem servir para diminuir a distância psicológica entre investidores em relação a empresas estrangeiras (Elliot et al 2012).

Em complemento a Li, Heinrichs et al (2015), reforça que foi verificado alguns esforços para ocultar notícias negativas, divulgando-as de forma mais imprecisa,

dificultando a leitura, alterando o local de divulgação ou então em um período não habitual, e, assim, fazendo com que essas notícias sejam menos consumidas, e, conseqüentemente, menos divulgadas aos interessados.

Após o consumo das informações contidas no *press release* por parte dos investidores, as empresas têm usado as conferências de resultados, ou, teleconferências, para garantir uma melhor compreensão a respeito das informações divulgadas (KIMBROUGH, 2005).

Conference call é a realização de uma conferência telefônica com analistas, investidores, entre outros, no período em que a empresa divulga os seus resultados financeiros. As *conference calls* se dividem em duas partes: apresentação e discussão, também conhecida como seção de perguntas e respostas. Na parte de apresentação da teleconferência, os gerentes fornecem sua interpretação do desempenho da empresa durante o trimestre, e também quaisquer outras divulgações adicionais voluntárias que desejam comunicar aos participantes na conferência.

Em seguida, na etapa de perguntas e respostas, traz aos analistas a oportunidade de questionar a interpretação da administração e/ou obter informações adicionais que não foram discutidas durante a apresentação. Além disso, em geral, as apresentações em conferência incluem um resumo do desempenho financeiro da empresa durante o último trimestre, bem como divulgações de informações não financeiras, como novos produtos, clientes ou alianças estratégicas, podendo também discutir o desempenho passado, planos futuros e expectativas da empresa (ROELOFSEN, 2010).

Roelofsen (2010), afirma ainda que as *conference calls* podem ser incrementalmente informativas sobre um comunicado de imprensa por pelo menos

duas razões. Primeiro, os gerentes são capazes de fornecer informações de forma menos restritiva (em relação às demonstrações financeiras e aos comunicados de imprensa por escrito). Em segundo lugar, os analistas desempenham um papel direto na descoberta de informações durante a seção de perguntas e respostas.

Nas últimas décadas, as teleconferências tornaram-se uma prática cada vez mais comum de divulgação voluntária (BUSHEE, MATSUMOTO e MILLER, 2003), e, estudos anteriores sugerem que essas teleconferências são eventos de informação significativos (FRANKEL, JOHNSON e SKINNER 1999; BOWEN, DAVIS e MATSUMOTO, 2002; KIMBROUGH, 2005). As teleconferências desempenham um papel ativo na informação dos mercados de capitais, devido a sua flexibilidade, interatividade e natureza relativamente informal (ROELOFSEN, 2010).

Existe um volume de negociação anormal e volatilidade de retorno durante o período de chamada, onde o volume de negociação e a volatilidade de retorno são medidos em relação a um período após o lançamento do comunicado de imprensa, mas antes do período de teleconferência (FRANKEL, JOHNSON E SKINNER, 1999). A precisão das previsões dos analistas aumenta após anúncios de lucros que incluem chamadas em conferência versus aqueles que não o fazem (BOWEN, DAVIS e MATSUMOTO, 2002). O mercado sub-reage menos aos ganhos atuais quando chamadas de conferência são hospedadas em conjunto com um anúncio de ganhos relativo à quando uma chamada não está hospedada (KIMBROUGH, 2005).

No entanto, estudos realizados por Gray, Radebaugh e Roberts (1990) e Healy e Palepu (1995), mostram que os gestores das empresas possuem incentivos de mercado para apresentar *disclosure* de forma voluntária, mas a atitude dos gestores em relação ao tema é alterada de acordo com a percepção custo-benefício envolvida no processo.

Os gestores da empresa comparam o custo de prover a informação ou de torná-la pública com o efeito que a abertura desta informação causaria no valor de mercado da empresa. Desta forma, a abertura voluntária de informações acontece quando os gestores da empresa avaliam que o efeito da disponibilização da informação no valor de mercado da empresa será maior do que o custo da mesma. Do contrário, as empresas não abrem voluntariamente a informação quando o custo é maior que o efeito no valor da empresa (WATTS e ZIMMERMAN, 1986).

Dye (2001) cita como exemplo uma empresa que, em seu relatório destaca somente o seu sucesso, programa de redução de custos, e não faz qualquer tipo de citação às suas receitas. Segundo Dye, a utilização da premissa de que as empresas ou seus gestores irão divulgar o que acreditam ser favorável à empresa e omitir o que for desfavorável não tem necessariamente ligação com valorização ou desvalorização do preço da ação. No entanto, os gestores possuem incentivos em aumentar o nível de *disclosure* por meio das divulgações quando as ações da companhia estariam sobrevalorizadas, argumenta Skinner (1994).

Assim, mediante todas essas informações, pode-se concluir que, o gerente não pode revelar todas as informações relevantes no comunicado de imprensa ou na parte da apresentação da chamada, e, mais ainda, mostra que o tipo de notícia seria um dos fatores determinantes para explicar o conteúdo informacional incremental apresentado. Se os analistas desempenham um papel ativo na descoberta de informações importantes que os gerentes não divulgam na apresentação, e, se os gerentes atendem aos pedidos de informações adicionais dos analistas, cabe ao investidor obter as informações tais informações omitidas na seção de perguntas e respostas, pois a teleconferência, pelo menos em parte, compensa a divulgação insuficiente de ativos intangíveis em anúncios de lucros,

previsões de administração, *press releases* ou outras demonstrações financeiras (ROELOFSEN, 2010).

Baseado em toda a discussão literária apresentada, espera-se que na teleconferência, a seção de perguntas e respostas corresponda a um maior conteúdo informacional incremental do que em relação a parte de apresentação realizada pelo gestor da empresa, independente se a informação transmitida for positiva ou negativa.

Além de todos os argumentos já expostos como possíveis motivos para se omitir informações desfavoráveis da empresa, bem como a forma como isto é feito, algo que se mostra extremamente relevante segundo Bloomfield (2008), é a “hipótese de obfuscação”, que representa o excesso de informação irrelevante como meio de obfuscar os resultados que se mostram desfavoráveis para a empresa. Essa estratégia se observada (se espera que seja) pode ser questionada pelos analistas na *conference call*.

Desse modo, devido a existência de comportamento estratégico do gestor diante do tipo de notícia a ser divulgada, espera-se também que o conteúdo informacional entregue na *conference call* seja maior quando a empresa apresenta notícias desfavoráveis, pois o gestor tende a divulgar um maior conteúdo informacional no intuito de ocultar a propagação de informações negativas (MOREIRA et. al, 2016).

De acordo com o estudo de Moreira et. al (2016), que mostra a relação entre o conteúdo informacional da teleconferência (medido pelo tempo de duração da *conference call*) e o tipo de notícia, considerando notícias positivas e negativas (quando a empresa reporta lucro ou prejuízo) no trimestre, que, de acordo com o tempo duração da conferencia, sua seção de apresentação possui um conteúdo

informativa maior quando a empresa reporta uma má notícia. Assim, o gestor, de forma voluntária, divulga um maior número de informações em um cenário com informações negativas sobre a empresa.

Além disso, a seção de perguntas e respostas da teleconferência, nesse mesmo aspecto, também apresentou um tempo de conteúdo informativo maior em cenários negativos, sugerindo que o gestor é mais questionado pelos participantes da conferência quando a empresa tem prejuízo.

É importante salientar que nosso estudo se diferencia dos outros estudos apresentados e busca complementar a análise de Moreira et. al (2016), capturando a similaridade textual entre o conteúdo apresentado na conferência, e verificando se esse aumento na duração, representa de fato aumento de conteúdo informativo incremental a *press release*. Além disso, busca também verificar o conteúdo informativo incremental dos documentos de divulgação voluntária em relação a seu ano anterior, capturando assim o seu nível de informação incremental de um ano para o outro.

Analisando especificamente no contexto de mercados emergentes, como o mercado brasileiro, também existem pesquisas que reforçam as hipóteses propostas neste estudo, pois, segundo Lanzana (2004), o *disclosure* voluntário de informações é mais crítico, visto que a legislação em geral é menos rígida, além do fato de que certas características das empresas destes países, como alta concentração acionária e fortes traços culturais, causarem maior insegurança para os investidores.

Ademais, Leuz, Nanda e Wysocki (2003) questionam os efeitos do *disclosure* em mercados emergentes. Os autores mostram que em países com fraca proteção legal existe maior tendência de manipulação dos lucros, o que diminuiria a atratividade e veracidade das informações reportadas para o mercado. Os autores

argumentam que os gestores ou grandes acionistas controladores detêm benefícios privados de controle nestes países e, como consequência, possuem grande incentivo em manipular os lucros reportados a fim de não apresentar o real desempenho da companhia para o investidor externo.

Mediante a discussão apresentada, a presente dissertação evidencia as seguintes hipóteses:

H1: A seção de perguntas e respostas da *conference call* apresenta maior conteúdo informacional incremental do que a seção de apresentação;

H2: O conteúdo informacional incremental divulgado na *conference call* é influenciado pelo tipo de notícia a ser comunicado;

Capítulo 3

3. METODOLOGIA

3.1. SELEÇÃO DA AMOSTRA

Foram coletados os dados do *press release* e *conference call* disponíveis nos sites das empresas, na seção de relacionamento com o investidor (RI), dos anos de 2002 a 2016. A amostra foi limitada as empresas listadas na BM&F Bovespa. A coleta foi realizada com todos os documentos disponíveis no site, no entanto, quando o *press release*, ou a *conference call* não se encontrava disponível, o seu correspondente era imediatamente descartado, visto que somente um dos documentos impossibilita a verificação de conteúdo informacional incremental, como proposto.

Os dados coletados resultaram em um total de 2.014 *press releases* e consequentemente em 2.014 *conference calls*. Após a obtenção destes documentos, a partir da *conference call* foram obtidos outros 2.014 documentos referentes a somente a parte de apresentação e mais 2.014 referentes a seção de perguntas e respostas. Dados referentes aos resultados trimestrais das empresas foram coletados da base de dados do Economática.

Tabela 1 - Seleção da Amostra e Descrição dos Dados

Painel A: Distribuição da Amostra por Ano e Trimestre

Ano / Trimestre	1º	2º	3º	4º	Total Ano
2002	1	1	1	1	4
2003	2	2	2	2	8
2004	3	3	3	2	11

2005	7	7	8	9	31
2006	13	14	14	14	55
2007	21	30	33	35	119
2008	39	45	41	36	161
2009	43	45	41	43	172
2010	50	49	46	43	188
2011	50	52	47	49	198
2012	53	56	56	59	224
2013	64	65	61	62	252
2014	63	62	64	58	247
2015	64	65	61	50	240
2016	52	48	4	-	104
<hr/>					
Total Trimestre	525	544	482	463	2.014
<hr/>					

Painel B: Distribuição da Amostra por Setor

Setor	Nº de documentos
Agro e Pesca	13
Alimentos e Bebidas	33
Comércio	231
Construção	214
Eletroeletrônicos	34
Energia Elétrica	85
Finanças e Seguros	230
Fundos	0
Máquinas Industriais	54
Mineração	19
Minerais	0
Outros	515
Papel e Celulose	16

Petróleo e Gás	32
Química	106
Siderur & Metalur	23
Software e Dados	81
Telecomunicações	17
Textil	19
Transporte e Serviços	244
Veículos e Peças	48
<hr/>	
Total	2.014
<hr/>	

Tabela 1: Seleção dos dados e descrição da amostra. O painel A mostra a amostra por ano e trimestre. No painel B, as observações estão exibidas por setor.

Fonte: Elaborada pelo autor.

No painel A da Tabela 1, temos o número de *press releases*, *conference calls*, seção de apresentação das *conference calls* e seção de perguntas e respostas das *conference calls* coletadas por ano e trimestre. O ano com maior número de documentos foi o ano de 2013 (12,5%), seguido de perto por 2014 (12,2%) e 2015 (11,9%). Os trimestres com maior número de documentos foram o 2º (27%), seguido do 1º (26,1%). Pelo fato da coleta ter sido realizada no final de 2016, muitas empresas não tinham divulgado até o momento os documentos relativos ao 3º trimestre de 2016.

No Painel B, observa-se a distribuição realizada por indústria e seus respectivos setores de acordo com o Economática. Os setores com maior representatividade na amostra são: Outros, Transporte e Serviços e Comércio, com (25,6%), (12,1%), (11,5%), respectivamente.

3.2. DESENVOLVIMENTO

Para a realização deste estudo, que consiste na verificação do nível de conteúdo informacional incremental entre os documentos de divulgação voluntária, em especial o *press release* e a *conference call*, foi realizada a separação desta última em dois novos documentos: apresentação e perguntas e respostas. Isso se fez necessário para permitir a análise do conteúdo informacional incremental de forma mais direcionada, por meio das avaliações nas seguintes abordagens:

1. *Press release x Conference call*;
2. *Press release x Apresentação da Conference call*;
3. *Press release x Seção de perguntas e respostas da Conference call*;

Desse modo, busca-se compreender melhor em qual etapa o gestor transmite maior conteúdo informacional, e também verificar a existência de um possível comportamento estratégico mediante um cenário adverso, como em um caso de divulgação de informações negativas sobre a empresa, por exemplo.

Para mensurar o nível de conteúdo informacional incremental presente nos diferentes tipos de documentos supracitados, foi usado um programa de avaliação de similaridade entre documentos, o WCopyFind.

O WCopyfind compara os dois documentos, buscando encontrar características semelhantes entre eles, fornecendo como resultado o percentual de similaridade textual. Desse modo, extraímos a medida de conteúdo informacional incremental como o complemento do valor encontrado como similaridade pelo software, sendo matematicamente da seguinte forma: $1 - \% \text{ total de similaridade encontrada}$.

Para executar a verificação de similaridade entre os documentos, e consequentemente a obtenção do conteúdo informacional incremental, realizou-se a priori a configuração dos parâmetros do programa, como mostra a Figura 1.

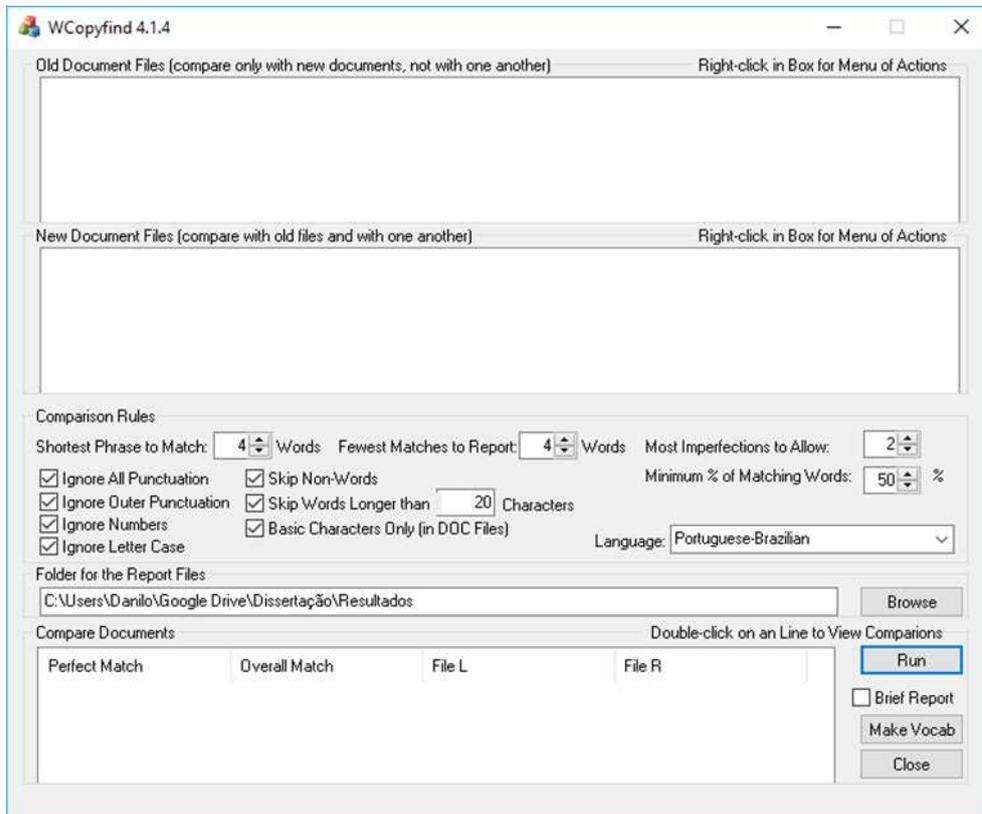


Figura 1: Configuração de parâmetros do WCopyFind.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Na Figura 1, pode-se observar os parâmetros de entrada, que representam as regras de comparação usadas pelo software durante a busca por similaridade. Os parâmetros foram configurados por meio de auxílio do manual do WCopyFind, de forma a atender a necessidade do estudo, que é verificar a similaridade e posteriormente a obter o seu complemento, que representará o conteúdo informacional incremental. Desse modo, a configuração de cada parâmetro se deu da seguinte forma:

- A frase mais curta para corresponder: 4 palavras. Quanto maior o número de palavras por frase, mais restrita fica a busca no texto, e a intenção não é encontrar conteúdos exatamente iguais, e sim parecidos, visto que a forma escrita do texto se diferencia da forma falada encontrada na transcrição da teleconferência.
- Menos correspondências a reportar: 4 palavras. Esse parâmetro estabelece o menor número de correspondência para poder reportar as informações. Como busca-se encontrar o resultado independente de ser alto ou baixo, foi colocado um número menor, para garantir que o programa execute normalmente e forneça os resultados solicitados.
- Maioria das imperfeições a permitir: 2 palavras. Refere ao número de combinações imperfeitas a serem permitidas, ou seja, o número de correspondências imperfeitas que o sistema deverá considerar. Neste caso as combinações imperfeitas devem ser consideradas, visto que os textos não apresentam mesma escrita, e sim mesmo conteúdo. Esse parâmetro varia de 0 a 9 e foi configurado como 2 devido a uma sugestão do manual fornecido pelo software.
- Porcentagem mínima de palavras correspondentes: 50. Este parâmetro vem de encontro com o anterior, porém, restringindo agora um número mínimo de palavras similares para ser considerado como correspondência. Sendo assim, foi escolhido um número intermediário para garantir a verificação de similaridade entre os documentos de forma consistente. Este parâmetro varia de 0 a 100.
- Ignorar todas as pontuações: Seleccionada. Este parâmetro ignora todas as pontuações contidas no texto durante as suas comparações, sem afetar a correspondência da frase. Foi seleccionada pois o intuito é encontrar a similaridade do conteúdo apresentado, logo a pontuação foi ignorada por não contribuir nessa análise.

- Ignorar a pontuação externa: Seleccionada. Como foi seleccionada a opção de ignorar todas as pontuações, essa opção também está incluída pelo mesmo motivo citado acima.

- Ignorar números: Seleccionada. Ignora os números contidos no documento. Foi seleccionada pelo fato de que o foco é no conteúdo, portanto, o conteúdo deve apresentar similaridade, além disso, os números podem causar divergências na avaliação, pois os documentos possuem número de páginas, datas no rodapé, entre outras informações que podem inserir informações divergentes durante a análise.

- Ignore letras maiúsculas e minúsculas: Seleccionada. Esta opção permite ignorar na avaliação o fato de serem letras maiúsculas ou minúsculas durante as comparações. Foi seleccionada pelo fato de não estar buscando uma similaridade exata nos documentos e pelo fato disso não alterar o conteúdo do documento.

- Pule não-palavras: Seleccionada. Faz com que durante a comparação o programa não considere qualquer caractere que não seja de texto. Foi seleccionada pelo mesmo fato de não buscar correspondências exatas, e sim de conteúdo para caracterização de conteúdo similar, que será encontrado apenas por meio do texto.

- Ignorar palavras mais longas do que: 20 letras. Este parâmetro ignora as palavras encontradas de tamanho maior do que o número de letras seleccionado. Foi escolhido um total de 20 pois é um número que contém a grande maioria das palavras da língua portuguesa, além disso, foi sugerido no manual do programa. É importante colocar um limite de letras para garantir que o programa não faça comparações absurdas e prejudicar a análise.

- Apenas caracteres básicos: Seleccionada. Examina apenas os caracteres básicos de texto, e, foi selecionada para examinar exatamente o conteúdo textual, e pelo fato de não buscar correspondências exatas.

Após realizada a configuração dos parâmetros, se faz necessária a inserção correta dos documentos para análise. O WCopyFind exige como entrada documentos dos tipos “*new*” e “*old*”, sendo que o “*new*” corresponde aos documentos os quais se quer identificar o nível de similaridade, e o “*old*” é o documento original, mais antigo, a ser comparado. Desse modo, então verifica-se o nível de similaridade desses documentos. Neste estudo foi considerado como tipo de entrada “*old*”, o *press release* em todas as abordagens, visto que este documento é divulgado antes da *conference call*, e conseqüentemente antes das suas seções.

Após a inserção desses documentos, foram configurados o idioma (português) e o endereço para salvar os relatórios gerados pelo WCopyFind, com as informações obtidas na análise de similaridade. Configurados todos os parâmetros, foi executada a análise de similaridade entre os documentos inseridos, por meio do botão “*run*”. Após isso o software mostra então o resultado da similaridade encontrada.

O Quadro 1 mostra um exemplo de como o WCopyFind caracteriza as correspondências encontradas com o percentual de conteúdo informacional incremental. As colunas *Press release* e *Conference call* representam trechos de texto para análise do conteúdo incremental. A coluna % de conteúdo informacional incremental informa o resultado do percentual de conteúdo informacional incremental da *conference call* em relação ao *press release* encontrado pelo software no trecho analisado.

Quadro 1: Percentuais de conteúdo informacional incremental identificados pelo software WCopyFind entre as seções de *press release* e *conference call*.

Texto no <i>Press release</i>	Texto na <i>Conference call</i>	% de conteúdo informacional incremental
<u>A qualidade da carteira continua elevada com das suas operações de crédito classificadas como AA a C, comparado com no 1T07 e no 4T07.</u>	<u>A qualidade da carteira de crédito permanece muito boa; da carteira se encontra classificada em rating entre AA até C, de acordo com resolução do Banco Central, comparando muito próximo dos índices que nós obtivemos durante o ano passado: no 1T07, da carteira era referente à totalidade, e no 4T07.</u>	84%
<u>A qualidade da carteira de crédito continua muito boa; da carteira se encontra classificada em rating entre AA até C, de acordo com a resolução do Banco Central.</u>	<u>A qualidade da carteira de crédito continua muito boa; da carteira se encontra classificada em rating entre AA até C, de acordo com resolução do Banco Central, comparando muito próximo dos índices que nós obtivemos durante o ano passado: no 1T07, da carteira era referente à totalidade, e no 4T07.</u>	52%
<u>Implementar a estratégia de transformação digital. A loja física está ficando cada vez mais digital, multicanal e próxima dos clientes, proporcionando uma experiência de compra mais agradável. Encerramos o primeiro trimestre com lojas capacitadas para o uso do Mobile Vendas e disponibilizamos para os clientes acesso grátis à rede wi-fi em lojas. Até o final de o projeto Mobile Vendas estará implementado em todas lojas físicas convencionais (ex-virtual), assim como o wi-fi para clientes.</u>	<u>O objetivo principal é implementar a estratégia de transformação digital. A loja física está se tornando mais digital, tendo multicanal e mais próxima dos clientes, proporcionando uma experiência de compra melhor e mais agradável. Encerramos o primeiro trimestre com exatas lojas capacitadas para o uso do Mobile Vendas e disponibilizamos para os clientes acesso grátis à rede wi-fi em lojas de diferentes regiões do país. Até o final, temos a certeza de que o projeto Mobile Vendas estará totalmente implementado nas lojas físicas convencionais, assim como o wi-fi para nossos clientes.</u>	8%

Fonte: Elaborada pelo autor.

O valor do percentual encontrado revela se o gestor forneceu mais ou menos conteúdo informacional incremental naquele resultado trimestral em relação ao que foi divulgado no *press release* correspondente.

Para complementar essa análise, foi desenvolvido um algoritmo para capturar separadamente a ocorrência de números que estão contidos na *conference call* (e suas seções) e não estão contidos no *press release*, de modo similar ao “número de números” que foi utilizado por Lundholm, Rogo e Zhang (2012). Essa abordagem

complementa a anterior e verifica se o gestor traz também em números informações incrementais na *conference call* por meio de uma medida de compreensão única, livre de interpretações ou concordâncias textuais.

Buscando entender melhor esses valores obtidos, os dados foram associados ao indicador de desempenho (lucro ou prejuízo) no respectivo trimestre do documento analisado com o indicador de desempenho ao mesmo trimestre do ano anterior. Assim, foi analisado o comportamento no intuito de encontrar possíveis comportamentos estratégicos dos gestores, bem como compreender melhor as variações na disponibilização de conteúdo informacional incremental por meio de divulgações voluntárias.

3.3. MEDIDA DE CONTEÚDO INFORMACIONAL E TIPO DE NOTÍCIA

De acordo com os estudos realizados na literatura, a proxy utilizada para avaliação do conteúdo informacional é o tempo de duração da *conference call*. (MATSUMOTO; PRONK; ROELOFSEN, 2011; MOREIRA et. al, 2016). No nosso estudo será utilizado como critério de avaliação o conteúdo informacional incremental da *conference call* em relação ao *press release*, encontrado após a verificação entre esses dois documentos.

Com o objetivo de estimar e verificar o conteúdo informacional incremental entre o *press release* e a *conference call*, foi necessária a separação de todas as *conference calls* em duas seções (apresentação e perguntas e respostas), e então verificar e registrar o nível de similaridade textual entre os documentos, e assim extrair a sua inversa para obter o resultado desejado.

3.4. MODELO E VARIÁVEIS DE CONTROLE

Para medir a relação entre o conteúdo informacional incremental fornecido pelo gestor durante a *conference call*, e posteriormente a relação com o tipo de cenário, foram criados 6 modelos, de acordo com Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011) e Frankel, Mayew e Sun (2010):

$$CALL_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LOSS_{it} + \alpha_1 META_{it} + \sum_{k=2}^n \alpha_k CONTROLE_{kit} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$APRE_{it} = \beta_0 + \beta_1 LOSS_{it} + \beta_1 META_{it} + \sum_{k=2}^n \beta_k CONTROLE_{kit} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$PERG_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 LOSS_{it} + \gamma_1 META_{it} + \sum_{k=2}^n \gamma_k CONTROLE_{kit} + \omega_{it} \quad (3)$$

$$NUMCALL_{it} = \theta_0 + \theta_1 LOSS_{it} + \theta_1 META_{it} + \sum_{k=2}^n \theta_k CONTROLE_{kit} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$NUMAPRE_{it} = \xi_0 + \xi_1 LOSS_{it} + \xi_1 META_{it} + \sum_{k=2}^n \xi_k CONTROLE_{kit} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

$$NUMPERG_{it} = \mu_0 + \mu_1 LOSS_{it} + \mu_1 META_{it} + \sum_{k=2}^n \mu_k CONTROLE_{kit} + \omega_{it} \quad (6)$$

Nos modelos 1, 2 e 3, as variáveis dependentes, $CALL_{it}$, $APRE_{it}$ e $PERG_{it}$ contêm o nível de conteúdo informacional incremental encontrado na *conference call*, apresentação e nas perguntas e respostas da empresa i no trimestre t , respectivamente, em relação ao *press release*. Os modelos 4, 5 e 6, tem como variáveis dependentes, $NUMCALL_{it}$, $NUMAPRE_{it}$ e $NUMPERG_{it}$ e contêm a quantidade de números que estão presentes na *conference call* e suas seções para empresa i no trimestre t , e não estão presentes no *press release*, ou seja, o conteúdo incremental exclusivamente de números.

A variável independente $PREJ_{it}$, verifica se a empresa i teve prejuízo no trimestre t , e a variável independente $META_{it}$ indica se a empresa bateu a meta de lucro no trimestre atual em comparação com o mesmo trimestre do ano anterior.

Os modelos 1, 2, 3, 4, 5 e 6 foram controlados por diversas variáveis, como é sugerido pela literatura. A técnica de winsorização foi executada nas variáveis, fazendo um corte de 1% nas caudas. Como variáveis de controle, a fim de evitar problemas de endogeneidade, assim como Moreira et. al (2016), foram utilizados os controles por desempenho da empresa calculando o retorno sobre vendas (RETORNO_VEN), o retorno anormal acumulado durante os 90 anteriores à teleconferência (RETORNO), e notadamente o percentual de trimestres com prejuízo nos últimos quatro anos (%LOSS).

Chen, DeFond e Park (2002) em seu estudo verificam a significância estatística de variáveis como a volatilidade das ações (VOLATILIDADE) bem como o valor absoluto da variação sazonal da métrica que representa o retorno sobre as vendas (VARIACAO_RV) para explicar a demanda dos investidores quando se trata de informações a respeito das empresas. Assim, se mostra relevante utilizar tais variáveis para se estimar o conteúdo informacional incremental da *conference call*.

Foram utilizadas variáveis para o valor de mercado da empresa (LNVM) e o *book-to-market* (BTM). Como complemento, foi utilizado também a variável de tempo de duração da *conference call* (DUR_CALL), tempo de duração da apresentação da *conference call* (DUR_APRE), tempo de duração da seção de perguntas e respostas da *conference call* (DUR_PERG), encontrado por Moreira et. al (2016).

Foram usadas também como controle as variáveis de conteúdo informacional incremental defasadas em $t-1$ (LAG_INC_CALL), (LAG_INC_APRE) e LAG_INC_PERG) e a variável total de palavras da release (TOT_PALAVRAS).

Além das variáveis de controles já descritas, serão utilizadas como controles dummies de setor e de ano, gerando assim o estimador de efeito fixo nos modelos propostos.

Foram eliminadas da amostra as observações em que:

- Não continham informação sobre o valor de similaridade em pelo menos uma das seguintes abordagens:
 - *press release X conference call*;
 - *press release X apresentação da conference call*;
 - *press release X perguntas e respostas da conference call*;
- Faltaram informações referentes a qualquer uma das variáveis de controle utilizadas no modelo.
- Faltaram quaisquer informações referente ao tempo de duração da *conference call*, ou de alguma de suas seções: apresentação ou seção de perguntas e respostas da *conference call*.

Capítulo 4

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

O presente trabalho tem como principais objetivos verificar se a seção de perguntas e respostas fornece maior conteúdo informacional incremental que a seção de apresentação da *conference call*, assim como se esse conteúdo informacional incremental é influenciado pelo tipo de notícia a ser divulgado.

Para tanto, inicialmente serão feitas pequenas análises de distribuição de informações ao longo do tempo. Em seguida, será analisada a estatística descritiva e teste de diferença de média com intuito de analisar se existe diferença estatisticamente significativa do conteúdo informacional incremental para a sessão de perguntas e respostas com a apresentação, e por fim, serão analisados os modelos econométricos expostos na seção anterior, estimados a partir de estimadores de efeito fixo utilizando o estimador robusto de White, corrigindo possíveis problemas de heterocedasticidade no modelo.

Ao realizar a análise de conteúdo informacional incremental, algumas comparações entre os documentos não apresentaram resultados viáveis pelo programa, apresentando nenhuma informação em relação a comparação dos documentos, sendo assim, esses documentos foram desconsiderados.

O número de documentos com resultado viável após a análise de conteúdo informacional incremental é apresentado de forma anual, na Figura 2, na qual mostra um crescimento ao passar dos anos na divulgação voluntária realizada pelas empresas. No ano de 2016 ocorre uma diminuição no número de documentos, e, como já mencionado anteriormente, isso ocorre devido a data de realização da

coleta dos dados, implicando na não divulgação desses relatórios, e conseqüentemente, indisponíveis para análise neste trabalho.

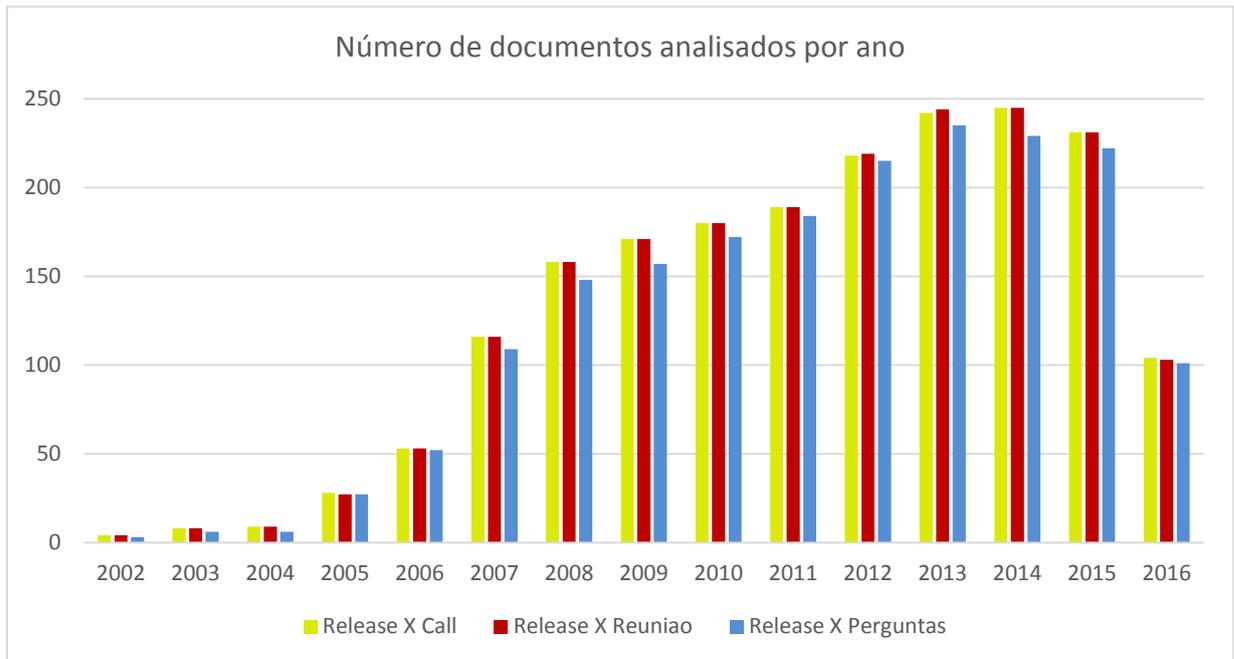


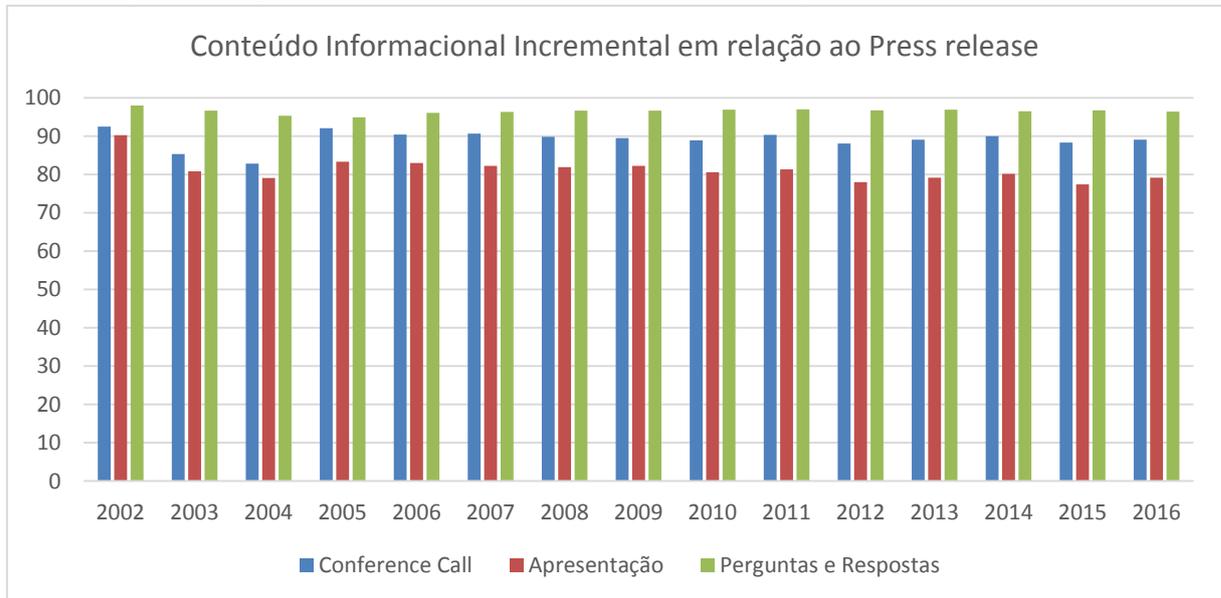
Figura 2: Número de observações dos documentos detectados com conteúdo informacional incremental por ano.

Fonte: Elaborada pelo autor.

A Figura 3 representa o percentual médio de conteúdo informacional incremental obtida pela *conference call*, apresentação e perguntas e respostas da *conference call* em relação ao *press release* de acordo com cada ano analisado. Observa-se para a *conference call* um conteúdo informacional incremental mínimo de (82,82%) em 2004 e máximo de (92,5%) em 2002. A porcentagem média de conteúdo informacional incremental obtido na apresentação da *conference call* em relação ao *press release*, de acordo com os anos tem seu valor mínimo em 2015 (77,38%) e seu máximo em 2002 (90,25%). Por fim, a porcentagem média de conteúdo informacional incremental obtida pela seção de perguntas e respostas da *conference call* teve seu valor mínimo em 2005 (94,9%) e seu máximo em 2002

(98,00%). Desse modo, percebe-se uma baixa variabilidade dos níveis de conteúdo informacional incremental ao longo do tempo.

Figura 3: Porcentagem anual média do conteúdo informacional incremental da *conference call*, apresentação de perguntas e respostas da *conference call* em relação ao *press release*.



Fonte: Elaborada pelo autor.

A Figura 4 mostra o número de documentos detectados com conteúdo informacional incremental por setor, obtidos no Economática. O nome do setor utilizado neste estudo é o mesmo do setor Economática. Pode se observar que Outros é o setor que representa a maior parte dos documentos analisados (506), representando mais que o dobro do segundo setor mais analisado, o de transportes e serviços (235), seguido de Comércio (225).

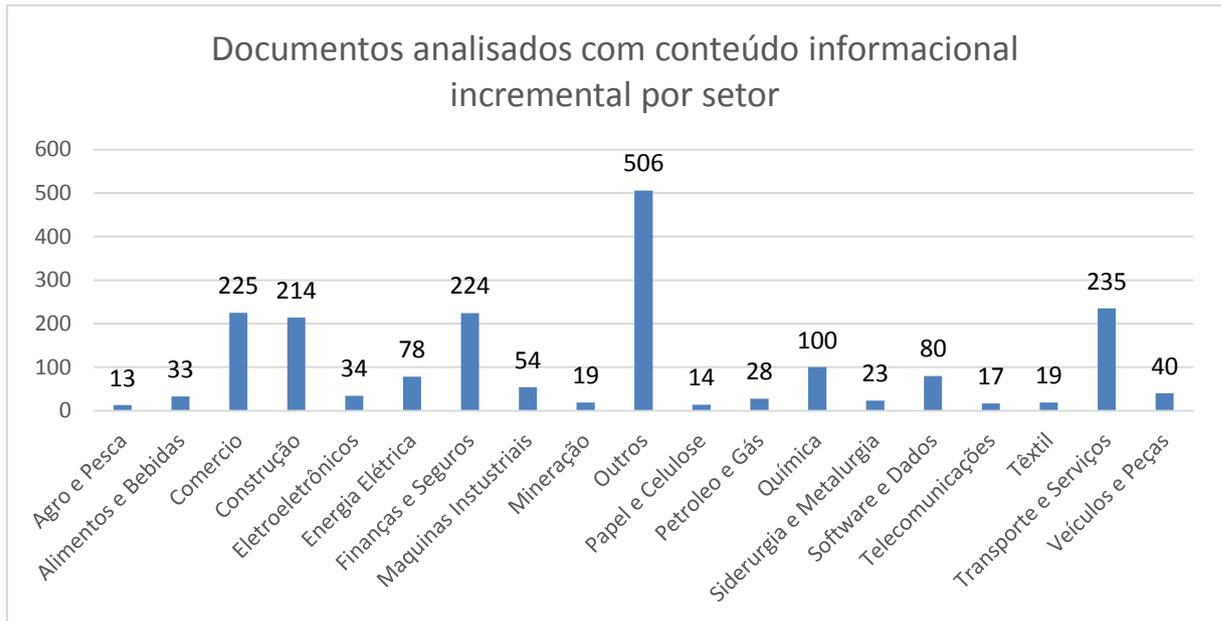


Figura 4: Número de observações dos documentos detectados com conteúdo informacional incremental por setor.

Fonte: Elaborada pelo autor.

A Figura 5 mostra o nível de conteúdo informacional incremental encontrado entre a *Conference call* em relação ao *Press release*, agrupados por setor. Observa-se que, o setor de Siderurgia e Metalurgia apresenta o menor nível de conteúdo informacional incremental em relação a *press release* (77,57%), seguido de Agro e Pesca (83,85%). O maior nível de conteúdo informacional incremental (96,85%) é do setor de Mineração, tendo Telecomunicações logo depois com (95,65%).

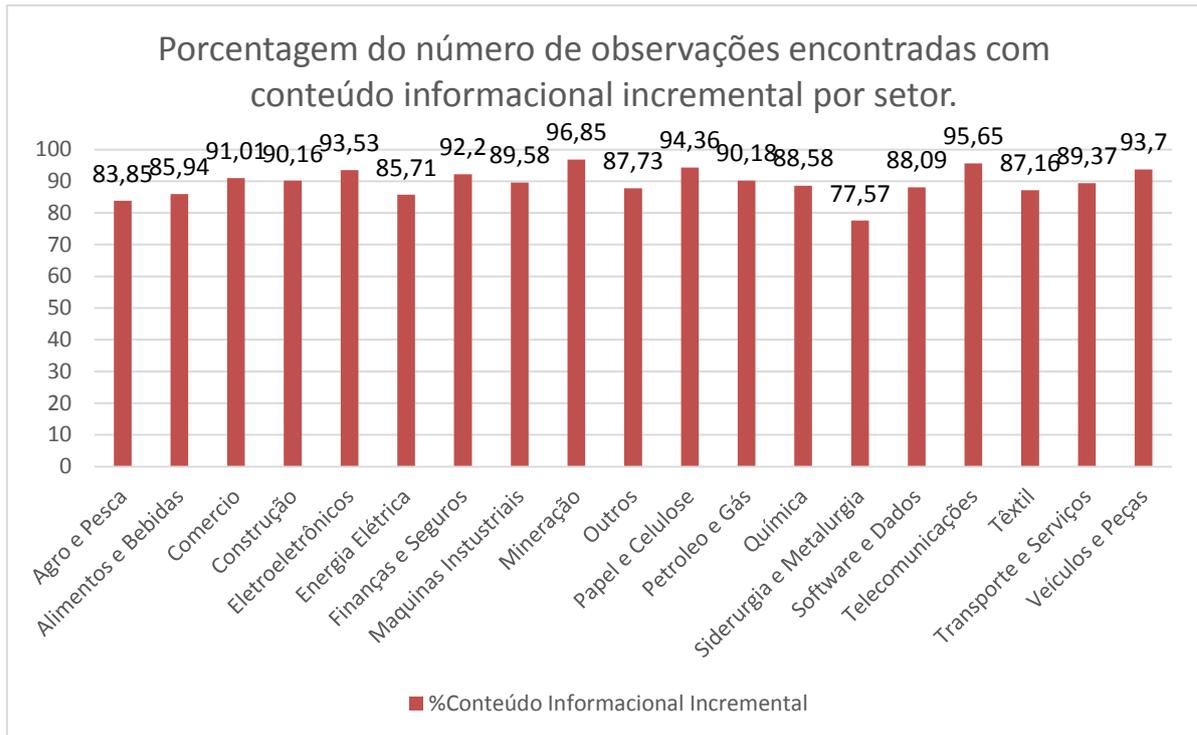


Figura 5: Porcentagem do número de observações encontradas com conteúdo informacional incremental por setor.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Na tabela 2 estão contidas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas, separadas pelos painéis A, B e C, que foram obtidas após a verificação de conteúdo informacional incremental nos documentos de divulgação voluntária.

No Painel A, encontram-se as estatísticas descritivas referente a análise de conteúdo informacional incremental entre *press release* e a *conference call*, a qual pode ser observada uma média de 89,94%, com desvio padrão de (8,67%), o que é alto em relação a média, indicando que a amostra fica dispersa em relação à média obtida, o que representa uma heterogeneidade da amostra.

Ao dividir a *conference call* em suas duas partes, apresentação e perguntas e respostas (painéis B e C), percebe-se que o percentual de conteúdo informacional incremental em relação ao *press release* está menos concentrado na parte da apresentação da *conference call*, com 81,50%. Por outro lado, na seção de

perguntas e respostas, representa um conteúdo informacional incremental de 96,96%. O desvio padrão corresponde a (15,04%), na apresentação, e deste modo, reflete uma heterogeneidade da amostra, assim como no Painel A.

Com esse resultado, observa-se uma grande diferença na quantidade de conteúdo informacional incremental que é apresentado em cada parte da *conference call*, indicando que na apresentação, o conteúdo novo de informação é em média menor, e com isso, os investidores buscam por novos conteúdos não divulgados pela empresa, que são explorados na seção de perguntas e respostas pela abordagem do investidor.

Estes resultados são semelhantes aos resultados encontrados por Moreira et. al (2016), devido ao fato de que são trabalhos que consideram a mesma base de empresas, mesmos tipos de documentos (*press release* e *conference call*) e em períodos similares, sendo assim, são trabalhos complementares.

Tabela 2 – Estatística Descritiva

Painel A: Estatística descritiva das variáveis: <i>Press release</i> X <i>Conference call</i>						
Variáveis	Média	1º Percentil	Mediana	99º Percentil	Desvio Padrão	Nº de Obs
% Informação Incremental	89,94	58	92	100	8,67	2.008

Painel B: Estatística descritiva das variáveis: <i>Press release</i> X Apresentação da <i>Conference call</i>						
Variáveis	Média	1º Percentil	Mediana	99º Percentil	Desvio Padrão	Nº de Obs
% Informação Incremental	81,50	39	85	100	15,04	2.008

Painel C: Estatística descritiva das variáveis: <i>Press release</i> X Seção de Perguntas e Respostas da <i>Conference call</i>						
Variáveis	Média	1º Percentil	Mediana	99º Percentil	Desvio Padrão	Nº de Obs
% Informação	96,96	86	97	100	2,77	2.008

Tabela 2: Estatísticas descritivas das variáveis de conteúdo informacional incremental.

Fonte: Elaborada pelo autor.

A Tabela 3 faz a realização do teste t de diferença de média em relação a perguntas e respostas e apresentação da *conference call*, que, para a amostra estudada existe diferença de conteúdo informacional incremental positiva entre a seção de perguntas e respostas e a seção de apresentação.

Analisando os testes de hipóteses, pode-se ver por meio do valor-p, que quando a hipótese alternativa é de que a diferença é negativa, não se rejeita H₀, porém, quando a hipótese alternativa se trata do fato de existir diferença entre as duas médias, H₀ é rejeitada, indicando que existe diferença significativa entre a seção de perguntas e respostas e a de apresentação. Os testes apontam ainda um pouco mais, pois quando analisado o teste que tem como hipótese alternativa a diferença positiva entre as duas médias, tem-se valor-p baixo o suficiente para se rejeitar H₀, indicando que existe diferença significativa e positiva entre as duas médias, ou seja, existe evidência de que em média, a média da seção de perguntas e respostas é superior à média da seção de apresentação.

Esse resultado mostra que a seção de perguntas e respostas apresenta maior conteúdo informacional incremental do que a seção de apresentação e responde a hipótese de pesquisa H₁, reforçando a ideia de que os gestores são questionados sobre informações não divulgadas, ou imprecisas, que são relevantes aos investidores independentes do tipo de cenário.

Tabela 3 – Teste de diferença de média

Teste de igualdade de variância		Teste t para diferença de médias						
Estatística F	p-valor	Estatística t	Graus de Liberdade	p-valor	Diferença de média (APRE – PERG)	Erro padrão da diferença	95% Intervalo de Confiança de Diferença da Média	
							Inferior	Superior
29,32	0,000	-47,60	2.116,32	0,000	-16,20	0,34	-16,87	-15,54

Tabela 3: Mostra o teste t de diferença de média em relação a apresentação e perguntas e respostas da *conference call*.

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.1. CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

A Tabela 4, contém as estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas nos modelos de regressão 1, 2, 3, 4, 5 e 6. É importante lembrar que houve um corte na amostra, como descrito na metodologia, na seção: Modelo e variáveis de controle.

É mostrado na Tabela 4 um conteúdo informacional incremental da *conference call* em relação ao *press release* de (89,94%), sendo que suas seções correspondem a (81,50%) na apresentação e (96,96%) nas perguntas e respostas. Entre a apresentação e a seção de perguntas e respostas pode-se notar uma diferença muito grande entre as duas dispersões, sendo o conteúdo incremental na apresentação muito mais instável do que na seção de perguntas e respostas.

Observa-se também que, dentre os trimestres avaliados que (57%) representam cenários negativos, ou seja, prejuízo. Destaca-se também que as empresas, em média, apresentaram prejuízos em 13% do tempo referente aos últimos 4 trimestres. De acordo com os percentis, pode-se notar que pelo menos

50% da amostra apresenta lucros nos últimos quatro trimestres, enquanto que pelo menos 1% da amostra possui lucro negativo em todos os trimestres.

Quando se analisa a variável META, pode-se dizer que 19% das empresas bateram a meta do período anterior e que pelo menos 50% da amostra não bateu a meta. O retorno das empresas, em média se apresenta negativo com resultado de -0,34, diferente do retorno sobre venda que se apresenta positivo em média e com valor de 19,28%, ambas se apresentam extremamente voláteis, mostrando alta dispersão sobre tais variáveis entre as empresas. Da mesma forma, a variável BTM apresenta-se extremamente volátil entre as empresas.

Em relação à duração de tempo da call, pode-se notar que o tempo médio gasto na seção de perguntas e respostas é um pouco maior do que o tempo gasto na apresentação. A dispersão também se mostra mais expressiva na seção de perguntas e respostas, indicando que em média, apesar da alta média de tempo gasto na seção, isto pode variar bastante para mais ou para menos, enquanto se tem baixa variabilidade em relação à apresentação.

O total de palavras, em média foi de 7.328 por *conference call*, o desvio padrão se mostrou quase três vezes maior do que esta média, indicando uma elevada dispersão, ou seja, existe as situações com elevados e as situações com baixo número de palavras.

Em relação ao total de números incrementais, pode-se notar que na apresentação a média é maior do que na seção de perguntas e respostas e na seção de perguntas e respostas a dispersão é ligeiramente maior do que na apresentação.

Painel A: Estatística descritiva das variáveis do modelo

Variáveis	Média	1º Percentil	Mediana	99º Percentil	Desvio Padrão	Nº de Obs
CALL	89,94	58	92	100	8,67	2.008
APRE	81,50	39	85	100	15,04	2.008
PERG	96,96	86	97	100	2,77	2.008
META	0,19	0	0	1	0,39	1.430
LOSS	0,57	0	1	1	0,49	1.380
%LOSS	0,13	0	0	1	0,25	1.869
RETORNO_VEN	19,28	-118,83	7,43	485,52	67,47	1.896
VARIACAO_RV	46,13	0,02	3,36	1.327,90	166,29	1.806
RETORNO	-0,34	-71,87	0	66,35	22,60	1.688
VOLATILIDADE	2,46	0,95	2,19	7,28	1,22	1.688
LNVM	14,82	11,53	14,85	18,49	1,32	1.883
BTM	0,73	0,04	0,54	4,61	0,72	1.883
DUR_CALL	44,51	13,67	41,75	99,08	18,66	1.711
DUR_APRE	20,47	6,84	18,88	50,93	8,76	1.672
DUR_PERG	24,43	0	22,28	68,97	15,32	1.777
TOT_PALAV_REL	7.328	1.573	6.561	20.828	3.744,1	2.006
TOT_NUM_CALL	24,82	1	19	103	21,46	2.006
TOT_NUM_APRE	15,06	0	11	66	15,72	2.006
TOT_NUM_PERG	9,76	0	6	63	13,08	2.006

Tabela 4: Esta tabela contém a estatística descritiva da amostra.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Notas:

* As variáveis do modelo se descrevem como a seguir:

%INC_CALL: representa o conteúdo informacional incremental da *conference call* em relação ao *press release*.

%INC_APRE: representa o conteúdo informacional incremental da apresentação *conference call* em relação ao *press release*.

%INC_PERG: representa o conteúdo informacional incremental da seção de perguntas e respostas da *conference call* em relação ao *press release*.

META: Variável indicadora igual a 1 quando o lucro por ação da empresa *i* no trimestre *t* é maior que o lucro por ação da mesma empresa *i* no trimestre *t-4*.

LOSS variável *dummy* igual a 0 para representar o lucro por ação positivo da empresa *i* no trimestre *t* e 1 para lucro por ação negativo.

%LOSS representa o valor percentual correspondente ao total de trimestres em que a empresa incorreu em lucro por ação negativo, considerando os últimos quatro trimestres, sendo que para isso foram necessários dados de três trimestres ou mais.

RETORNO_VEN representa a razão (receita/lucro líquido) que determina o retorno da empresa em relação à receita auferida pelas vendas.

VARIACAO_RV representa o valor absoluto da variação do retorno sobre vendas, referente a empresa *i* calculando em relação à 4 trimestres atrás.

RETORNO representa o excesso de retorno dado o nível de risco (retorno anormal) acumulado por 90 dias e ajustado de forma diária, referente à empresa *i*, em um período de no máximo dois dias anteriores do dia da *conference call* e dividida pelos resultados do período atual.

VOLATILIDADE representa o desvio padrão da variável RETORNO acumulado por 90 dias e ajustado de forma diária, referente à empresa *i*, em um período de no máximo dois dias anteriores do dia da *conference call* e dividida pelos resultados do período atual.

LNVM representa o ln (logaritmo natural) referente ao valor de mercado da empresa *i* no trimestre atual.

BTM representa o Book to Market, que é definido pela razão (patrimônio líquido/valor de mercado) da empresa *i* no trimestre atual.

DUR_CALL: duração da *conference call* medida em tempo.

DUR_APRE: duração da apresentação da *conference call* medida em tempo.

DUR_PERG: duração da seção de perguntas e respostas da *conference call* medida em tempo.

TOT_PALAV_REL: Representa o total de palavras contidas no *press release*.

%LAG_INC_CALL: representa o conteúdo informacional incremental da *conference call* em relação ao *press release* no trimestre t-4.

%INC_APRE: representa o conteúdo informacional incremental da apresentação *conference call* em relação ao *press release* no trimestre t-4.

%INC_PERG: representa o conteúdo informacional incremental da seção de perguntas e respostas da *conference call* em relação ao *press release* no trimestre t-4.

TOT_NUM_CALL representa o total de ocorrências de números contidos na *conference call* que não são mencionados no *press release*.

TOT_NUM_APRE representa o total de ocorrências de números contidos na apresentação da *conference call* que não são mencionados no *press release*.

TOT_NUM_PERG representa o total de ocorrências de números contidos na seção de perguntas e respostas da *conference call* que não são mencionados no *press release*.

Fonte: Elaborada pelo autor.

A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão estimada dos modelos 1, 2 e 3, sendo representados pelas colunas [a], [b] e [c], respectivamente. É importante salientar que os modelos contêm número de observações diferentes, pois ao verificar o conteúdo informacional incremental entre os documentos notou-se que alguns deles não obtiveram resultados viáveis para a pesquisa, e desse modo, foram eliminados da amostra.

De acordo com o objetivo do presente trabalho, as variáveis explicativas que são de maior interesse na análise destes modelos de regressão são LOSS, que representa uma *dummy* que assume valor 1 quando a empresa teve prejuízo, e 0 caso contrário, a variável %LOSS representa uma *dummy* que assume valor 1

quando a empresa teve lucro no trimestre atual maior que no trimestre do ano anterior, e 0 caso contrário, assim como a variável %META.

A variável LOSS se mostra estatisticamente significativa no segundo modelo de regressão, ou seja, o de apresentação da *conference call*, com um grau de significância de 10% e apresenta sinal positivo em seu coeficiente, isto indica que considerando este modelo, em média, quando a empresa apresenta prejuízo em seus resultados, esta tende a divulgar uma maior quantidade de informações incrementais na parte da apresentação da *conference call*. No entanto, nos modelos da *conference call* e da seção de perguntas e respostas, nada pode se afirmar a respeito da influência da variável LOSS nas variáveis dependentes.

Com esse resultado podemos afirmar que o conteúdo informacional incremental divulgado na apresentação da *conference call* é influenciado pelo tipo de notícia a ser comunicado, o que é uma das hipóteses de pesquisa (H2) deste estudo.

Em relação as outras duas variáveis principais, pode se notar que não existe relação estatisticamente significativa com as variáveis dependentes.

Nos modelos, as variáveis de controle que se apresentaram estatisticamente significativas, considerando um grau de significância de até 10%, foram, LNVM no segundo modelo, e considerando um grau de significância de 5%, BTM no primeiro modelo, RETORNO no primeiro modelo e LNVM no terceiro modelo. Considerando um nível de 1% de significância, temos que TOT_PALAVRAS se mostrou estatisticamente significativas nos três modelos.

Duração também se mostrou estatisticamente significativa para os três modelos, o que vai de acordo com o resultado encontrado por Moreira et. al (2016),

validando assim o fato de que as medidas de tempo estão diretamente relacionadas com o conteúdo informacional incremental, ou seja, quanto maior o tempo de duração, maior o conteúdo informacional incremental divulgado pela empresa, e vice versa.

Por fim, as variáveis defasadas se mostraram estatisticamente significativas com o mesmo nível de significância em seus respectivos modelos, de modo que todos apontam para um impacto positivo em relação às defasagens, indicando que em média quanto maior a divulgação de conteúdo informacional incremental em um certo período, menor a divulgação desse conteúdo no período subsequente.

No modelo, R^2 tem como valores de 0,5920, 0,6480 e 0,2993, para os modelos [a], [b] e [c], respectivamente. Esses valores mostram a porcentagem que a variável dependente consegue ser explicada pelos regressores presentes no modelo.

Tabela 5 – Análise do Conteúdo Informacional Incremental da *Conference call*

Variável Dependente	[a] CALL		[b] APRE		[c] PERG	
	Coef.	Estat-t	Coef.	Estat-t ^c	Coef.	Estat-t ^c
Constante	20,26	4,92 ***	20,31	3,78 ***	66,62	10,17 ***
META	-0,51	-1,05	-0,71	-0,84	-0,42	-0,19
LOSS	0,64	1,61	1,12	1,68 *	-0,03	-0,17
%LOSS	-0,41	-0,41	0,84	0,49	-0,21	-0,49
RETORNO_VEN	0	-1,48	0	-0,15	0	-0,28
VARIACAO_RV	0	1,58	0	0,05	0	0,92
RETORNO	-0,01	-1,22	-0,30	-1,97 **	0,01	1,45
VOLATILIDADE	-0,08	-0,40	-0,09	-0,24	-0,04	-0,36
LNVM	0,24	1,40	0,47	1,80 *	-0,17	-2,05 **
BTM	0,73	2,21 **	0,75	1,42	-0,17	-1,15
TOT_PALAVRAS	-0,0002	-3,3 ***	-0,0003	-3,24 ***	-0,0001	-4,54 ***

<i>DUR_CALL</i>	0,09	8,35 ***			
<i>DUR_APRE</i>			0,20	4,78 ***	
<i>DUR_PERG</i>					0,04 6,32 ***
<i>CONF(t-1)</i>	0,68	17,72 ***			
<i>APRE(t-1)</i>			0,72	25,47 ***	
<i>PERG(t-1)</i>					0,35 5,27 ***
Efeito Fixo de Ano	Sim		Sim		Sim
Efeito Fixo de Indústria	Sim		Sim		Sim
Nº de Obs	1025		998		996
R²	0.5920		0.6480		0.2993

Tabela 5: Contém os resultados das estimativas dos modelos 1, 2 e 3 a partir do estimador de mínimos quadrados ordinários corrigidos pelos efeitos fixos de setor e de ano.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Notas:

* As variáveis do modelo se descrevem como a seguir:

[a] *CALL* representa o percentual de similaridade do conteúdo informacional da *conference call* em relação ao *press release*.

[b] *APRE* representa o percentual de similaridade do conteúdo informacional similaridade da apresentação da *conference call* em relação a *press release* e na terceira coluna

[c] *PERG* representa o percentual de similaridade do conteúdo informacional de similaridade da seção de perguntas e respostas *conference call* em relação ao *press release*, referente a empresa *i* no trimestre *t*.

LOSS variável *dummy* igual a 0 para representar o lucro por ação positivo da empresa *i* no trimestre *t* e 1 para lucro por ação negativo.

META variável *dummy* igual a 0 para representar se a empresa superou os resultados do mesmo trimestre do ano anterior e 1 para representar se ela não superou.

%LOSS representa o valor percentual correspondente ao total de trimestres em que a empresa incorreu em lucro por ação negativo, considerando os últimos quatro trimestres, sendo que para isso foram necessários dados de três trimestres ou mais.

RETORNO_VEN representa a razão (receita/lucro líquido) que determina o retorno da empresa em relação à receita auferida pelas vendas.

VARIACAO_RV representa o valor absoluto da variação do retorno sobre vendas, referente a empresa *i* calculando em relação à 4 trimestres atrás.

RETORNO representa o excesso de retorno dado o nível de risco (retorno anormal) acumulado por 90 dias e ajustado de forma diária, referente à empresa *i*, em um período de no máximo dois dias anteriores do dia da *conference call* e dividida pelos resultados do período atual.

VOLATILIDADE representa o desvio padrão da variável *RETORNO* acumulado por 90 dias e ajustado de forma diária, referente à empresa *i*, em um período de no máximo dois dias anteriores do dia da *conference call* e dividida pelos resultados do período atual.

LNVM representa o ln (logaritmo natural) referente ao valor de mercado da empresa *i* no trimestre atual.

BTM representa o Book to Market, que é definido pela razão (patrimônio líquido/valor de mercado) da empresa *i* no trimestre atual.

TOT_PALAVRAS total de palavras contidas no *press release*.

DUR_CONF representa o tempo de duração da *conference call*.

DUR_APRE representa o tempo de duração da apresentação da *conference call*.

DUR_PERG representa o tempo de duração seção de perguntas e respostas da *conference call*.

CALL(t-1) porcentagem de similaridade da *conference call* em relação a *press release*.

APRE(t-1) porcentagem de similaridade da apresentação da *conference call* em relação a *press release*.

PERG(t-1) porcentagem de similaridade da seção de perguntas e respostas da *conference call* em relação a *press release*, referente a empresa *i* do trimestre anterior.

Os níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1% são representados por *, ** e ***, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor.

A Tabela 6 apresenta os resultados das estimativas dos modelos 4, 5 e 6, sendo representados pelas colunas [a], [b] e [c], respectivamente.

Quando analisadas como variáveis dependentes a quantidade de ocorrências de números encontrados na *conference call*, apresentação ou na seção de perguntas e respostas de modo que estas não foram encontradas no *press release*, os resultados indicam que uma das variáveis principais que se trata de %LOSS se mostrou estatisticamente significativa nos três modelos, considerando níveis de significâncias de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Em todos os modelos o sinal deste coeficiente foi positivo, significando que, em média, quanto maior o tempo em que a empresa passa por períodos de prejuízo em seus resultados, maior será a quantidade de ocorrências de números na *conference call* (e suas seções) que não estão presentes no *press release*.

Sendo assim, ocorre um aumento no nível de conteúdo informacional incremental. Este resultado também vai de encontro com segunda hipótese de pesquisa (H2), que afirma que o tipo de notícia influencia na informação incremental divulgada pela empresa. Os resultados se inclinam na direção de divulgação de uma maior quantidade de números quando existe a necessidade de se justificar grandes períodos de recessão, podendo também trazer novos conteúdos com intuito minimizar a notícia desfavorável, ou até mesmo para mudar o foco da discussão em relação à situação negativa da empresa.

As outras duas variáveis principais supracitadas não mostraram significância estatística considerando nenhum dos níveis adotados.

Quando se trata dos controles, os resultados são variados. A variável *RETORNO_VEN*, com significâncias de 10%, 1% e 10%, respectivamente se mostra relevante para explicar a variável dependente nos 3 modelos. *VARIACAO_RV* se mostra estatisticamente significativa apenas no segundo modelo, considerando 5% de significância. A variável *VOLATILIDADE* nos modelos 4 e 6 com significância de 5% e 1%, respectivamente, da mesma maneira, *LNVM* se mostra relevante apenas no primeiro e terceiro modelo considerando significância de 1% nos dois casos, assim como *TOT_PALAVRAS* nos três modelos. O percentual incremental apenas não foi significativo no modelo 5.

A duração por sua vez, se mostrou estatisticamente significativa nos três modelos com sinal positivo em todos os coeficientes, indicando que maior duração implica em maior quantidade de números incrementais, seguindo a mesma linha dos resultados encontrados na Tabela 5, assim como os de Moreira et. al (2016).

Por fim, a variável defasada de cada modelo só se mostrou significativa no terceiro modelo, com 5% de significância.

Tabela 6 – Análise do Conteúdo Informacional Incremental de números da *Conference call*

Variável Dependente	[a] <i>NUMCALL</i>		[b] <i>NUMAPRE</i>		[c] <i>NUMPERG</i>	
	Coef.	Estat-t	Coef.	Estat-t	Coef.	Estat-t
Constante	-8,68	-0,70	20,44	2,66 ***	26,31	1,23
<i>META</i>	0,56	0,41	-0,18	-0,18	0,71	0,79
<i>LOSS</i>	-0,89	-0,70	-0,35	-0,36	-0,55	-0,64
<i>%LOSS</i>	7,30	2,78 ***	3,71	1,74 *	3,45	2,17 **
<i>RETORNO_VEN</i>	0,003	1,87 *	0,002	2,92 ***	0,002	1,76 *
<i>VARIACAO_RV</i>	0	-0,54	-0,002	-2,51 **	0	-0,48
<i>RETORNO</i>	0,01	0,32	-0,01	-0,52	0,01	0,80
<i>VOLATILIDADE</i>	1,80	2,39 **	-0,47	-0,80	1,79	3,04 ***

<i>LNVM</i>	1,98	2,61 ***	-0,07	-0,19	2,57	4,92 ***
<i>BTM</i>	0,14	0,37	0,34	1,18	-0,15	-0,85
<i>TOT_PALAVRAS</i>	-0,001	-6,96 ***	-0,0006	-4,54 ***	-0,001	-6,32 ***
<i>PERC_INC_CALL</i>	0,21	2,28 **				
<i>PERC_INC_APRE</i>			0,06	1,37		
<i>PERC_INC_PERG</i>					-0,90	-4,30 ***
<i>DUR_CONF</i>	0,30	3,17 ***				
<i>DUR_APRE</i>			0,51	6,46 ***		
<i>DUR_PERG</i>					0,22	2,56 **
<i>CONF(t-1)</i>	-0,07	-0,80				
<i>APRE(t-1)</i>			-0,03	-0,62		
<i>PERG(t-1)</i>					0,34	2,42 **
Efeito Fixo de Ano	Sim		Sim		Sim	
Efeito Fixo de Indústria	Sim		Sim		Sim	
Nº de Obs	1025		998		996	
R²	0.3907		0.2919		0.3390	

Tabela 6: Resultados das estimativas dos modelos 4, 5 e 6 a partir do estimador de mínimos quadrados ordinários corrigidos pelos efeitos fixos de setor e de ano.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Notas:

* As variáveis do modelo se descrevem como a seguir:

[a] *NUMCALL* total de ocorrência de números contidos na *conference call* que não estão presentes no *press release*.

[b] *NUMAPRE* total de ocorrência de números contidos na seção de apresentação da *conference call* que não estão presentes no *press release*.

[c] *NUMPERG* total de ocorrência de números contidos na seção de perguntas e respostas da *conference call* que não estão presentes no *press release*, referente a empresa *i* no trimestre *t*.

LOSS variável *dummy* igual a 0 para representar o lucro por ação positivo da empresa *i* no trimestre *t* e 1 para lucro por ação negativo.

META variável *dummy* igual a 0 para representar se a empresa superou os resultados do mesmo trimestre do ano anterior e 1 para representar se ela não superou.

%LOSS representa o valor percentual correspondente ao total de trimestres em que a empresa incorreu em lucro por ação negativo, considerando os últimos quatro trimestres, sendo que para isso foram necessários dados de três trimestres ou mais.

RETORNO_VEN representa a razão (receita/lucro líquido) que determina o retorno da empresa em relação à receita auferida pelas vendas.

VARIACAO_RV representa o valor absoluto da variação do retorno sobre vendas, referente a empresa *i* calculando em relação à 4 trimestres atrás.

RETORNO representa o excesso de retorno dado o nível de risco (retorno anormal) acumulado por 90 dias e ajustado de forma diária, referente à empresa *i*, em um período de no máximo dois dias anteriores do dia da *conference call* e dividida pelos resultados do período atual.

VOLATILIDADE representa o desvio padrão da variável *RETORNO* acumulado por 90 dias e ajustado de forma diária, referente à empresa *i*, em um período de no máximo dois dias anteriores do dia da *conference call* e dividida pelos resultados do período atual.

LNVM representa o ln (logaritmo natural) referente ao valor de mercado da empresa *i* no trimestre atual.

BTM representa o Book to Market, que é definido pela razão (patrimônio líquido/valor de mercado) da empresa *i* no trimestre atual.

CALL(t-1) porcentagem de similaridade da *conference call* em relação a *press release*.

APRE(t-1) porcentagem de similaridade da apresentação da *conference call* em relação ao *press release*.

PERG(t-1) porcentagem de similaridade da seção de perguntas e respostas da *conference call* em relação a *press release*, referente a empresa *i* do trimestre anterior.

DUR_CALL representa o tempo de duração da *conference call*.

DUR_APRE representa o tempo de duração da apresentação da *conference call*.

DUR_PERG representa o tempo de duração seção de perguntas e respostas da *conference call*.

PERC_INC_CALL indica o percentual de informação incremental da *conference call* em relação ao *press release*.

PERC_INC_APRE indica o percentual de informação incremental da apresentação da *conference call* em relação ao *press release*.

PERC_INC_PERG indica o percentual de informação incremental da seção de perguntas e respostas da *conference call* em relação ao *press release*.

TOT_PALAVRAS apresenta o total de palavras contidas no *press release*.

Os níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1% são representados por *, ** e ***, respectivamente.

Capítulo 5

5. CONCLUSÃO

Este estudo realizou a verificação do conteúdo informacional incremental fornecido pela *conference call* em relação ao *press release*, e como esse conteúdo incremental está associado ao tipo de cenário (positivo ou negativo), ou seja, o fato da empresa reportar lucro ou prejuízo no trimestre, assim como apresentar ou não resultados positivos em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.

Os resultados obtidos mostram que a seção de apresentação da *conference call*, momento o qual o gestor da empresa divulga as informações trimestrais, apresenta maior nível de conteúdo informacional incremental quando a empresa possui lucro por ação negativo (prejuízo) no trimestre, o que indica que a empresa apresenta uma mudança de comportamento de acordo com o tipo de cenário. Deste modo, sugere-se que o gestor divulga um número maior de informações durante a apresentação da *conference call* no intuito de minimizar a discussão sobre assuntos negativos para a empresa.

Os resultados mostram também que a *conference call* e suas seções fornecem conteúdo informacional incremental em relação ao *press release*, sendo que a seção de perguntas e respostas, é responsável pela maior fonte de conteúdo informacional obtido pelo investidor, no entanto, não apresentou resultado estatisticamente significativo em relação ao tipo de cenário, isso pode ser explicado pelo fato de ser uma seção livre para qualquer tipo de questão, de modo que o gestor não consegue conduzir o tipo de pergunta realizada, e, assim, em qualquer tipo de cenário, o investidor realiza o papel investigativo para obter informações relevantes, independente ou não do comportamento da empresa.

A variável %LOSS se mostrou estatisticamente significativa nos três modelos que mensura a quantidade de ocorrências de números, e em todos os modelos o sinal deste coeficiente foi positivo, significando que, em média, quanto maior o tempo em que a empresa passa por períodos de prejuízo em seus resultados, maior será a quantidade de ocorrências de números na *conference call* e suas seções que não estão presentes no release. Isso reforça a hipótese de que o tipo de notícia influencia o conteúdo informacional incremental a ser divulgado.

As variáveis de duração da *conference call* e suas seções se mostraram significativas e positivas, validando de fato os resultados encontrados por Moreira et. al (2016), quando afirma que quanto maior o tempo de duração, mais conteúdo informacional incremental é divulgado. O resultado do nosso estudo garante que esse aumento no tempo de duração realmente traz novas informações, e conseqüentemente, descarta a hipótese de que o aumento no tempo de duração forneça apenas repetição de conteúdo.

Como limitação deste estudo encontra-se a falta de disponibilidade dos documentos de divulgação voluntária para comparação entre eles, de modo que as empresas não necessariamente divulgam o *press release* e a *conference call* em todos os trimestres, o que dificulta uma análise mais robusta.

Para estudos posteriores sobre o assunto, sugere-se a verificação dos documentos não disponibilizados pelas empresas, se existe alguma evidencia de que a não divulgação ocorre devido a performance da empresa no respectivo trimestre, e, dessa forma, buscar uma outra forma de tentar entender o comportamento das empresas.

REFERÊNCIAS

ALZHRANI, Salha M.; SALIM, Naomie; ABRAHAM, Ajith. Understanding plagiarism linguistic patterns, textual features, and detection methods. **IEEE Transactions on Systems, Man, and Cybernetics, Part C (Applications and Reviews)**, v. 42, n. 2, p. 133-149, 2012.

BLOOMFIELD, R. Discussion of “annual report readability, current earnings, and earnings persistence”. **Journal of Accounting and Economics**, Elsevier, v. 45, n. 2, p. 248–252, 2008.

BOWEN, Robert M.; DAVIS, Angela K.; MATSUMOTO, Dawn A. Emphasis on pro forma versus GAAP earnings in quarterly *press releases*: Determinants, SEC intervention, and market reactions. **The Accounting Review**, v. 80, n. 4, p. 1011-1038, 2005.

BOWEN, R. M.; DAVIS, A. K.; MATSUMOTO, D. A. Do *conference calls* affect analysts' forecasts? **The Accounting Review**, v. 77, n. 2, p. 285–316, 2002.

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

BUSHMAN, R.; PIOTROSKI, J., SMITH A. What determines corporate transparency? Working Paper, University of Chicago, 2001.

BUSHEE, B. J.; MATSUMOTO, D. A.; MILLER, G. S. Open versus closed *conference calls*: the determinants and effects of broadening access to *disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**, Elsevier, v. 34, n. 1, p. 149–180, 2003.

CHEN, S.; DEFOND, M. L.; PARK, C. W. Voluntary disclosure of balance sheet information in quarterly earnings announcements. **Journal of Accounting and Economics**, Elsevier, v. 33, n. 2, p. 229–251, 2002.

CHOI, F. D. S.; MUELLER, G. D. **International Accounting**. Englewood Cliffs, N.J.: PrenticeHall, 1992. 610 p.

DAVIS, A. D et al. Beyond the numbers: An analysis of optimistic and pessimistic language in earnings *press releases*. **Federal Reserve Bank of St. Louis**, 2006.

DELL'ACQUA, Alberto; PERRINI, Francesco; CASELLI, Stefano. *Conference calls* and Stock Price Volatility in the Post-Reg FD Era. **European Financial Management**, v. 16, n. 2, p. 256-270, 2010.

DE MORAES, Marcelo Lopes; NUNES, Paulo. A informação no mercado acionário. **Perspectiva Econômica**, v. 6, n. 2, p. 80-100, 2010.

DYE, Ronald A. An Evaluation of “Essays on *Disclosure*” and the *Disclosure* Literature in Accounting. **Journal of Accounting and Economics**, n. 32, p. 181-235, 2001. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6).

Elliott, W., K. Rennekamp, and B. White. 2012. Does highlighting concrete language in disclosures mitigate home bias? University of Illinois at Urbana-Champaign working paper.

FALCÃO, E. T. Divulgação em Demonstrações Financeiras de Companhias Abertas. Dissertação (Mestrado) - **Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo**, São Paulo, 1993.

FRANCIS, Jennifer; SCHIPPER, Katherine; VINCENT, Linda. Expanded *disclosures* and the increased usefulness of earnings announcements. **The Accounting Review**, v. 77, n. 3, p. 515-546, 2002.

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

GOULART, André Moura Cintra; CARVALHO, Nelson. Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 7, n. 1, 2009.

GRAY, S. J.; RADEBAUGH, L. H.; ROBERTS, C. B. International Perception of Cost Constraints on Voluntary Information *Disclosure*: a comparative study of U.K. and U.S. Multinationals. **Journal of International Business Studies**, Fourth Quarter, p. 597-622, 1990.

HALL, Peter A.; TAYLOR, Rosemary CR. The three versions of neo-institutionalism. **Lua Nova: revista de cultura e política**, n. 58, p. 193-223, 2003.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. The effect of firms’ financial *disclosure* strategies on stock prices. **Accounting Horizons**, v. 7, p. 1-11, 1993.

_____. The challenges of investor communication: the case of CUC International, Inc. **Journal of Financial Economics**, v. 38, p. 111-141, 1995.

_____. Information asymmetry, corporate *disclosure*, and the capital markets: A review of the empirical *disclosure* literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.

HEINRICHS, Anne; PARK, Jihwon; SOLTES, Eugene F. Who Consumes Firm *Disclosures*? Evidence from Earnings *Conference calls*. 2015.

HOSKIN, R., J. HUGHES, AND W.RICKS. Evidence on the incremental information content of additional firm *disclosures* made concurrently with earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 24, pp. 1-32, 1986.

IUDÍCIBUS, Sérgio; MARTINS, Eliseu, GELBCKE, Ernesto. Manual da contabilidade das sociedades por ações (Aplicável às demais sociedades). 7. Ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

KIMBROUGH, M. D. The effect of *conference calls* on analyst and market underreaction to earnings announcements. **The Accounting Review**, v. 80, n. 1, p. 189–219, 2005.

LANG, Mark H.; LUNDHOLM, Russell J. Voluntary *disclosure* and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?. **Contemporary accounting research**, v. 17, n. 4, p. 623-662, 2000.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre *disclosure* e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. Earnings Management and investor protection: na international comparison. **Journal of Financial Economics** 69, p. 505-527, 2003.

LI, F. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. **Journal of Accounting and economics**, Elsevier, v. 45, n. 2, p. 221–247, 2008.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de *disclosure* com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 2007. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

LUNDHOLM, Russell J.; ROGO, Rafael; ZHANG, Jenny Li. Restoring the tower of Babel: How foreign firms communicate with US investors. **The Accounting Review**, v. 89, n. 4, p. 1453-1485, 2014.

MOREIRA, Nadia Cardoso et al. *Conference calls*: an Empirical Analysis of Information Content and the Type of Disclosed News. **Brazilian Business Review**, v. 13, n. 6, p. 291, 2016.

ROELOFSEN, Erik. **The role of analyst *conference calls* in capital markets**. 2010.

MURCIA, Fernando Dal-Ri; DOS SANTOS, Ariovaldo. Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.

SCHADEWITZ, H. J.; BLEVINS, D. R. Major Determinants of Interim *Disclosures* in na emerging market. **American Business Review**, v. 16, n.1, p. 41-55, 1998.

SKINNER, D. The investment opportunity set and accounting procedure choice: preliminar evidence. **Journal of Accounting and Economics**, v. 16, n. 4, p. 407-446, 1993.

_____. Why firms voluntary disclose bad news. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 38-61, 1994.

Trautmann, B. and G. Hamilton. Informal corporate *disclosure* under federal securities law: **Press releases**, analyst calls, and other communications. Chicago, IL: CCH Incorporated, 2003.

WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. **Positive Accounting Theory**. Englewood Cliffs, NJ: PrenticeHall, 1986.

_____. Positive Accounting Theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, 65, p. 131- 157, 1990.