

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

ANDRÉA RIBEIRO LYRA

**AS CARACTERÍSTICAS DO GESTOR INFLUENCIAM NO TOM
UTILIZADO NAS *CONFERENCE CALLS*?**

**VITÓRIA
2018**

ANDRÉA RIBEIRO LYRA

**AS CARACTERÍSTICAS DO GESTOR INFLUENCIAM NO TOM
UTILIZADO NAS *CONFERENCE CALLS*?**

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

Orientador: Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth

**VITÓRIA
2018**

ANDRÉA RIBEIRO LYRA

**AS CARACTERÍSTICAS DO GESTOR INFLUENCIAM NO TOM
UTILIZADO NAS CONFERENCE CALLS?**

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

Aprovada em 30 de julho de 2018.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: AZIZ XAVIER BEIRUTH

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

Prof. Dr.: ANDRÉ AROLDO FREITAS DE MOURA

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

Profa. Dra.: ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA

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

AGRADECIMENTOS

A Deus, por sua misericórdia e toda proteção.

Aos meus amados pais, Homero e Daily pelo amor incondicional, apoio e orações e por me dado a base de tudo o que hoje sou e conquisto.

À minha família, pelas orações e incentivos em conseguir mais esta conquista e por compreender minhas ausências; em especial Letícia e Júlio, pelo apoio neste trabalho, com orientações e revisões.

Aos amigos, pelo apoio e por entenderem minhas faltas, em especial Elvira Cruvinel, pelas escutas e incentivos nos meus momentos de angústia.

Ao Bancoob S.A., pelo apoio financeiro, oportunidade e confiança.

Ao meu chefe imediato Paulo Ribeiro, a quem sou muito grata pelo incentivo, apoio e concessões, principalmente nos momentos de pressão e estresses vividos durante o mestrado.

Aos colegas de trabalho, que me apoiaram, torceram por mim e me toleraram mediante aos desafios que enfrentava.

Ao professor Felipe Ferreira Ramos pelas orientações e apoio na escolha do tema da pesquisa e à professora Silvania Nossa pelas orientações.

Ao professor Aziz Xavier Beiruth por suas contribuições e orientação.

Ao professor Fernando Caio Galdi por suas fundamentais contribuições.

Ao Diego Campana Fiorot, que por meio da sua dissertação proporcionou a base para eu desenvolver este trabalho.

As funcionárias da biblioteca da FUCAPE pelo atendimento às minhas demandas, em especial Andréa Batista.

A Maria Clara Vieira Borba pelo apoio nas interpretações estatísticas.

Ao amigo Sérgio Anício Drummond (*in memoriam*), contador apaixonado pela profissão, que amaria ter feito um mestrado em contabilidade.

Ao meu Tio Deusdedit e família, pelo incentivo e orações.

À minha prima Adriane Ribeiro Landell, pelas orações e torcida.

À Larissa Lomba, fundamental com sua sabedoria e ponderações nessa etapa da minha vida e à Izaura, sempre disposta a me atender.

Aos colegas do curso, pessoas maravilhosas, que fizeram crer em um mundo repleto de sabedoria, aprendizagem e muita amizade. Todos verdadeiros guerreiros no alcance desta conquista. Agradeço os incentivos incondicionais nos meus momentos de fraqueza.

RESUMO

O objetivo deste trabalho foi avaliar se o tom verbal dos gestores das empresas brasileiras que efetuam a divulgação dos resultados na fase de apresentação da *conference call* é influenciado pelas características pessoais desses agentes. Foram avaliadas 10 empresas brasileiras que possuem ações negociadas na bolsa de valores de Nova Iorque (EUA) via ADR, entre os anos de 2002 e 2016, que efetuaram o *disclosure* voluntário. A amostra limitou-se às empresas com negociações em mercado norte-americano, que efetuam a divulgação voluntária dos resultados por meio de *conference calls* em inglês. Para apuração do tom verbal, foram utilizados dois principais dicionários usados em pesquisas nacionais e internacionais em tema semelhante ao objeto desta pesquisa, o *Harvard IV-4 Psychosocial* e o de Loughran e McDonald (2011). Foram analisadas as *conference calls* de divulgação trimestral dos resultados das empresas para apuração do tom utilizado, positivo ou negativo e as características dos gestores como gênero, cargo e formação acadêmica. Os resultados apurados nas empresas brasileiras ratificam os mesmos encontrados em pesquisas internacionais, que observaram que as características pessoais têm influência sobre o tom verbal utilizado na fase de apresentação das *conference calls*, independentemente de os resultados divulgados serem positivos ou negativos.

Palavras-chave: *Conference Call*. Tom verbal. Características pessoais.

ABSTRACT

The aim of this study was to analyze if the tone of voice from Brazilian companies' managers on results presentation phase conference calls is influenced by personal characteristics of those agents. 10 Brazilian companies that have stocks traded on the New York Stock Exchange (USA) via ADR, between 2002 and 2016 that made voluntary disclosure were analyzed. The sample was limited to companies that have negotiations on the US market and made voluntary disclosure of the results by conference calls in English. To verify the tone of voice, two main dictionaries were used in national and international researches in a subject similar to this research's object, the Harvard IV-4 Psychosocial and the Loughran and McDonald's one (2011). The companies' three-month disclosure conference calls were analyzed to verify the tone used, positively or negatively, and the manager's characteristics, such as gender, position in the company and academic qualification. The results found in Brazilian companies confirm the same as the ones found in international researches, that the personal characteristics have an influence on the tone of voice used on presentation phase conference calls, regardless of the positive or negative results.

Key words: Conference call. Tone of voice. Personal Characteristics.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Empresa – Nº de Conference Calls.....	25
Tabela 2 – Estatística Descritiva das Variáveis.....	32
Tabela 3 – Distribuição de Frequência Absoluta e Relativa dos Cargos.....	33
Tabela 4 - Distribuição de Frequência Absoluta e Relativa dos Gêneros.....	33
Tabela 5 - Distribuição de Frequência Absoluta e Relativa Formações	33
Tabela 6 – Número de Conference Calls.....	34
Tabela 7 – Matriz de Correlação das Variáveis.....	35
Tabela 8 – Regressão do Modelo.....	36

SUMÁRIO

Capítulo 1	9
1 INTRODUÇÃO	9
Capítulo 2	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO	15
Capítulo 3	23
3 METODOLOGIA	23
3.1 AFERIÇÃO DO TIPO DE NOTÍCIA E DO TOM VERBAL.....	23
3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA	24
3.3 MODELO ECONOMÉTRICO E VARIÁVEIS DE CONTROLE	26
Capítulo 4	31
4 ANÁLISE DE RESULTADOS	31
Capítulo 5	39
5 CONCLUSÃO	39
REFERÊNCIAS	41

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

As empresas que buscam financiar os investimentos necessários ao negócio por meio do mercado acionário devem manter esse mercado sempre municiado de informações necessárias à tomada de decisões desses investidores (FRANKEL; MAYEW; SUN, 2010). A disponibilização de informações pelas empresas ao mercado usualmente ocorre em duas etapas: quando há publicação obrigatória dos demonstrativos financeiros e quando do *disclosure* voluntário, seja via *press release*, seja *conference call*, sendo esta a opção adotada por grande parte das empresas que desejam uma interação com investidores e analistas de mercado, proporcionando um ambiente que possa gerar maior confiabilidade quanto às informações prestadas nesses momentos de interação (HEALY; PALEPU, 2001; BEYER et al., 2010). Moreira et al. (2016) destacam o incremento e troca de informações relevantes que se dá nas *conference calls* entre gestores das empresas, investidores e analistas de mercado.

A *conference call* é realizada em duas fases, sendo apresentação uma fase inicial de divulgação dos resultados da empresa (MOREIRA et al., 2016), usualmente realizada por *Chief Executive Officer* (CEO) ou *Chief Financial Officer* (CFO) (DAVIS et al., 2015), e a fase de “perguntas e respostas”, com participação de analistas de mercado e investidores. O principal objetivo dessa interação entre empresas e agentes de mercado é a redução da assimetria informacional (FRANKEL; MAYEW; SUN, 2010; BROCKMAN; LI; PRICE, 2015; MOREIRA et al., 2016; GALDI; RODRIGUES, 2016). Diversos são os fatores que influenciam na avaliação da empresa pelo mercado, dentre eles as informações prestadas na *conference call* e todos os aspectos que envolvem esses eventos, tais como a aderência entre

resultados esperados e divulgados; as perspectivas de resultados e sua persistência ao longo do tempo; o tempo de duração das fases de apresentação e perguntas e respostas; e o tom verbal utilizado nas divulgações. Em razão da importância que reveste a divulgação voluntária dos resultados pelas empresas por meio das *conference calls*, o tema tem sido objeto de estudos por pesquisadores internacionais e nacionais (SOFFER; THIAGARAJAN; WALTHER, 2001; SALOTTI; YAMAMOTO, 2005; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; FRANKEL; MAYEW; SUN, 2010; LOUGHRAN; McDONALD, 2011; BAMBER; JIANG; WANG, 2010; MATSUMOTO; PRONK; ROELOFSEN, 2011; DAVIS et al., 2015; BROCKMAN; LI; PRICE, 2015; BODNARUK; LOUGHRAN; McDONALD, 2015; MOREIRA et al., 2016; SOUZA, 2017; FIOROT, 2017).

No âmbito internacional, destacam-se os estudos de Graham, Harvey e Rajgopal (2005), referenciando que os gestores buscam sempre alcançar bons resultados para terem boas notícias a divulgar nos momentos das *conference calls*. Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011) revelam que a duração da *conference call* tende a ser mais extensa ou mais curta em consonância com o tipo de informação a ser divulgada, sendo tanto maior volume de informações institucionais quanto pior o resultado da empresa.

Brockman, Li e Price (2015) destacam que os gestores deixam as más notícias para o fim da etapa de apresentação, estendendo essa fase ao máximo de tempo possível com informações positivas, quando então fazem os anúncios efetivos do resultado da empresa. Esses autores destacam a influência do tom dos analistas de mercado e concluem que, para investidores, a informação dos resultados da empresa é relevante, mas que o tom de otimismo ou pessimismo de gestores e principalmente

de analistas de mercado na fase de “perguntas e respostas” é decisivo para precificação da empresa.

Estudos demonstram que o tom verbal utilizado nas *conference calls* pode ser fortemente influenciado pelas características pessoais dos gestores que efetuam a apresentação dos resultados das empresas (BAMBER; JIANG; WANG, 2010; MATSUMOTO; PRONK; ROELOFSEN, 2011; DAVIS et al., 2015). Esses autores avaliaram que o tom otimista ou pessimista utilizado nas *conference calls* tem relação não só com os resultados presentes e futuros das empresas, mas também com componentes específicos dos gestores, como gênero, experiência profissional, formação profissional, dentre outros. Destacam que esses fatores individuais têm impacto direto na reação do mercado nos momentos que seguem as *conference calls*, muitas vezes não havendo qualquer correlação com o efetivo resultado da empresa.

No âmbito nacional, destacam-se alguns estudos sobre a divulgação voluntária de resultados da empresa. Moreira et al. (2016) avaliaram se o tempo de duração das *conference calls* estava relacionado ao tipo de notícias a serem divulgadas. Apuraram que as durações das *conference calls* eram tanto maior quanto pior a notícia, ou persistência dos resultados ruins, ratificando resultados de pesquisas internacionais (MATSUMOTO; PRONK; ROELOFSEN, 2011). Souza (2017) analisou o tom linguístico da fase de apresentação das *conference calls* e destacou que o tom utilizado pelos gestores está relacionado aos resultados divulgados, sendo tanto mais otimista quanto melhores os resultados presentes e a persistência dos mesmos.

Fiorot (2017) elaborou uma pesquisa mais ampla sobre a divulgação voluntária de empresas brasileiras listadas na B3 (antiga BM&F), entre 2002 e 2016, com ações negociadas no mercado norte-americano, contemplando diversos aspectos que influenciam ambas as fases de uma *conference call*, apresentação e perguntas e

respostas. Utilizou-se de vasta base estatística para apuração do quanto o tom verbal dos gestores está relacionado ao tipo de notícia a ser dada e a sua influência na precificação da empresa pelo mercado, considerando os resultados atuais e persistência destes nos exercícios seguintes.

Em que pese o foco do recente trabalho de Fiorot (2017) sobre o tom utilizado em *conference calls* por gestores de empresas brasileiras que focou a relação entre o tipo de notícia divulgada nas *conference calls* bem como a relação destas com o resultados futuros das empresas, objetiva-se, no presente estudo, fazer um aprofundamento do tema, avaliando se as características do gestor, mais especificamente o cargo exercido na empresa, o gênero e a formação acadêmica, influenciam no tom utilizado no momento da apresentação da *conference call*, dando ao estudo um foco semelhante aos desenvolvidos por Bamber, Jiang e Wang (2010) e Davis et al. (2015)

Nesse contexto, esta pesquisa tem como objetivo avaliar se o tom verbal dos gestores das empresas brasileiras que efetuam a divulgação dos resultados na fase de apresentação da *conference call* é influenciado pelas características pessoais desses agentes, tais como gênero, cargo e formação acadêmica. Dessa forma, intenciona-se verificar se o tom utilizado pelos gestores no momento da apresentação para informar a performance da empresa, independente do resultado realizado e projetado, possui características positivas e negativas mais em razão de quem divulga do que efetivamente pelos resultados informados. Assim, o tom positivo ou negativo não estaria somente ligado ao efetivo resultado da empresa, mas às características pessoais do gestor.

Embora Aguiar (2012) tenha sugerido um dicionário na língua portuguesa, optou-se para apuração do tom positivo ou negativo utilizado nas apresentações das

conference calls, pelos dicionários *Harvard IV-4 Psychosocial* e o de Loughran e McDonald (2011), considerados dicionários mais aderentes à realidade das empresas analisadas, uma vez que as transcrições das *conferences calls* utilizadas nos estudos eram na língua inglesa. Para tanto, foram selecionadas para base somente as empresas brasileiras listadas na B3 (Antiga BM&F) que efetuaram *disclosure* voluntários em inglês entre o período de 2002 e 2016, com ações negociadas via ADR (American Depositary Receipt). ADR são recibos de ações emitidos por empresas brasileiras no mercado norte-americano para negociar ações na Bolsa de Nova York.

Em razão da importância do mercado acionário no fomento à economia de um país (B3, 2017), justifica-se o presente estudo como forma de ampliar o conhecimento aos investidores sobre as empresas brasileiras. Também contribui para as empresas adequarem a escolha do perfil dos gestores que fazem as divulgações de seus resultados, de forma a buscar aderência das variáveis idiossincráticas com o resultado almejado.

Sob a ótica de entender as correlações porventura existentes entre as características do gestor e a forma de divulgação dos resultados da empresa, nota-se que há lacunas de trabalhos dessa natureza existentes no âmbito acadêmico brasileiro. Dessa forma, considerando a importância da fase de divulgação voluntária de informações pela empresa, esta pesquisa proporcionará uma ampliação no rol de estudos sobre os impactos gerados por uma *conference call* no mercado acionário brasileiro, que conta como a maior bolsa de valores da América Latina e uma das maiores do mundo (B3, 2017), especificamente no que tange às características do gestor que efetuou a apresentação dos dados.

A estruturação desta pesquisa ocorre em cinco etapas. Inicialmente com a introdução, onde é apresentada a relevância do tema, os estudos relacionados ao

tema tanto no âmbito internacional quanto nacional e os respectivos focos de pesquisa. Em sequência, o referencial teórico, que objetiva apresentar de forma mais detalhada os principais estudos sobre o tema, o foco do presente trabalho e as hipóteses que serão analisadas. A terceira etapa compreende a metodologia utilizada no trabalho para testar as hipóteses, seguida pela análise dos resultados apurados. Por fim, apresentar-se-á a conclusão da presente pesquisa, suas limitações e sugestões para pesquisas futuras sobre o tema.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

As *conferences calls* são apresentações dos resultados das empresas realizadas por meio de conferências telefônicas. Usualmente são feitas por gestores das empresas (CEO, CFO, diretores e gerentes de Relacionamento com Investidores) com objetivo de divulgar dados relevantes muitas vezes não passíveis de observação pelas publicações e têm como público alvo analistas de mercado e investidores, que buscam melhor detalhamento de informações às divulgadas nos relatórios contábeis e/ou *press release*. As *conference calls* se dividem em duas etapas: a apresentação, que consiste na divulgação dos dados pelos gestores e a fase de perguntas e respostas, momento de interação do(s) representante(s) da empresa com os participantes, notadamente, analistas e investidores. (MOREIRA et. al., 2016).

Antweiler e Frank (2004) fizeram estudos na linha do *Sentiment Analysis* que visa capturar a opinião e o sentimento expresso nas divulgações de relatórios e informações das empresas. Avaliaram o poder de influência do tom de otimismo das mensagens postadas no site do *Yahoo! Finance*[®] e concluíram que notícias têm influência sobre a volatilidade do mercado e do retorno em relação à precificação e volume de negociações no mercado de ações.

O momento da divulgação dos resultados da empresa é um momento esperado pelo mercado. Salotti, Yamamoto (2005) relataram a importância da teoria da divulgação, seus mecanismos e os estudos internacionais, notadamente as compilações de textos sobre o tema, realizadas por Robert E. Verrecchia e Ronald A. Dye em 2001. Destacam que as pesquisas sobre o tema objetivam explicar a

correlação entre a divulgação de informações financeiras e a reação do mercado a essas informações.

Davis, Piger e Sedor (2006) fizeram uma análise em mais de 73 mil *press release* publicados entre 1998 e 2003 no PR Newswire (EUA) e concluíram que os gestores usam linguagem otimista e pessimista quando desejam provir informações de credibilidade ao mercado sobre a expectativa de performance da empresa. Notaram que o mercado respondia à linguagem usada pelos gestores, especialmente quando se podia confirmar *a posteriori* os resultados informados. O estudo sugere que os participantes do mercado consideram a linguagem otimista e pessimista de ganhos usada pelos gestores nos *press release* para ter credibilidade, a despeito do potencial que estes tenham de usar um comportamento oportunista quando selecionam a linguagem usada nas narrativas dos *disclosure* dos resultados via *press release*.

Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011) avaliaram que o uso da divulgação voluntária de resultados pelas empresas tem se tornado cada vez mais significativo. Eles analisaram mais de 10 mil transcrições de *conference calls* entre 2003 e 2005 para apurar o tempo despendido em cada etapa. Verificaram que o tempo da fase de discussão (perguntas e respostas) era maior que o da apresentação e que parte disso decorria da participação de analistas.

Os resultados de Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011) apontaram que há maior abertura em qualidade e quantidade de informações prestadas na fase de apresentação, especialmente quando os resultados da empresa são ruins. Identificaram que talvez o principal motivo das divulgações serem mais informativas decorra da maior habilidade dos gestores para repassarem as informações de maneira menos formal do que os demonstrativos financeiros exigem. Também destacaram que, na fase de discussão das *conference calls*, conta-se com a

participação dos analistas, que, por suas características de acompanhamento da empresa, tornam essa etapa mais dinâmica e mais informativa.

Em seu estudo sobre efeitos da divulgação de dados pelas empresas, Aguiar (2012) destaca não ter encontrado evidências de que a divulgação de relatórios com resultados das empresas influencia na precificação destas pelo mercado. Embora os demonstrativos financeiros tenham a intenção de revelar a real situação e perspectivas da empresa por meio de números, as informações divulgadas no momento da *conference call* têm sido de relevante importância para analistas e investidores, refletindo na precificação das ações das empresas (SOFFER; THIAGARAJAN; WALTHER, 2000; SANTOS, 2017).

Brockman, Li e Price (2015) fizeram um trabalho focado no tom de otimismo e pessimismo utilizado por gestores e analistas de mercado. Acharam que o tom dos gestores é normalmente mais otimista do que dos analistas. Entretanto, destacaram que os investidores, embora entendam os resultados apresentados pela empresa como relevantes, reagem mais fortemente às impressões repassadas pelos analistas do que às repassadas pelos gestores. Apuraram, ainda, que os analistas institucionais, ou seja, aqueles ligados a empresas especializadas em análise de investimento são mais preparados para entender a linguagem de gestores e demais analistas e, por isso, têm maior conhecimento das empresas analisadas quando comparados aos analistas individuais/independentes.

Davis et al. (2015) estudaram a extensão do tom de otimismo utilizado pelos gestores no momento do *conference call* e sua relação com as características pessoais dos gestores. Com uma base de dados de mais de duas mil amostras, apuraram o tempo de duração das etapas da *conference call*: apresentação e discussão (perguntas e respostas). Apuraram ainda a quantidade de palavras

positivas e negativas por meio de softwares específicos (Diction, Henry, 2008 e Loughran; McDonald, 2011) que dimensionam a quantidade de palavras com as características desejadas. Eles avaliaram os impactos nos resultados das empresas decorrentes da divulgação das informações ao mercado, tomando como base o tom de otimismo (ou pessimismo) que os gestores utilizaram nas suas apresentações. Analisaram que a linguagem utilizada tem impacto direto e significativo no retorno de mercado das empresas.

Para avaliar as características do gestor, que influenciam diretamente no comportamento linguístico, Davis et al. (2015) geraram uma base de dados com 1.500 publicações de empresas norte-americanas entre 2002 e 2009. Conforme mencionaram, considerando que não há um consenso de melhor ou mais adequado dicionário, então utilizaram três para obter a mensuração das palavras positivas e negativas: DICTION, Henry (2008) e Loughran; McDonald (2011). Usaram um software específico para obter os nomes dos CEOs e CFOs responsáveis pela divulgação de informações das empresas nas *conference calls*. A partir da amostra, foram apurados dados como formação acadêmica, gênero, histórico profissional, idade, dentre outros. Rodaram uma regressão que permitiu concluir que as gestoras mulheres são menos otimistas do que os gestores homens.

Nesse contexto e considerando como base teórica da presente pesquisa o estudo em comento, surge a primeira hipótese a ser testada no contexto de empresas brasileiras, base deste estudo:

H₁: O gênero do gestor, se mulher, influencia no tom menos positivo utilizado na divulgação dos resultados na *conference call*.

Davis et al. (2015) também avaliaram que a formação profissional influencia no tom da divulgação dos resultados. Os gestores com formação em economia, ciências

contábeis e administração eram mais conservadores, face aos engenheiros e advogados. Desse foco de estudo surge a segunda hipótese a ser testada neste estudo:

H₂: A formação acadêmica do gestor, se formado nas áreas denominadas gerenciais: economia, ciências contábeis e administração, influencia no tom menos positivo utilizado na divulgação dos resultados na *conference call*.

No mesmo trabalho, Davis et al. (2015) notaram que gestores que iniciaram sua carreira em tempos de recessão tendem a ser mais pessimistas quando comparados aos que iniciaram em época de crescimento econômico, pois são influenciados pelas condições econômicas que deram sustento ao início de suas carreiras. Apuraram que o ambiente de formação profissional tem influência nas características pessoais dos gestores e no tom que esses usam na divulgação dos dados das empresas que atuam. Identificaram que, quando egressos de bancos de investimento, os gestores tendem a ser mais conservadores e menos otimistas do que os formados profissionalmente em demais áreas de atuação. Notaram que gestores envolvidos em trabalhos sociais têm significativa vertente otimista face aos que não têm essa experiência. Por serem trabalhos que envolvem forte componente emocional, gestores envolvidos em trabalhos sociais apresentam uma tendência a visualizar as situações de forma mais amena. Nesse contexto, concluíram que as características dos gestores analisados, notadamente CEO e CFO, têm significativa influência no tom de otimismo na divulgação dos resultados da empresa. Destacaram, ainda, no estudo que os gestores fazem escolhas de palavras e entonação adequadas para alcançar a boa impressão esperada dos investidores e analistas em relação à empresa da qual estão divulgando os resultados. Desse cenário, surge a terceira hipótese deste estudo:

H₃: O cargo do gestor, se CEO ou CFO, influencia no tom mais positivo utilizado na divulgação dos resultados na *conference call*.

Os focos de estudos no que tange à divulgação voluntária são crescentes, uma vez que a importância de se reduzir a assimetria informacional gera resultados positivos e muitas empresas se utilizam de equipes especializadas ao relacionamento com investidores. Galdi e Rodrigues (2016) desenvolveram estudos e comprovaram que empresas que têm uma unidade dedicada a relacionamento com investidores têm obtido bons resultados no sentido de reduzir a assimetria informacional. Complementam recomendando que as empresas se estruturam para ter uma área exclusiva de relacionamento com investidores.

Moreira et al. (2016) e Fiorot (2017) destacam que na *conference call* há maior interação entre representantes das empresas e o mercado, permitindo maior transparência na divulgação de informações relevantes que poderão influenciar investidores na avaliação das empresas. Essa conclusão também foi percebida por Santos (2017), quando menciona que os resultados da pesquisa realizada apontaram que a *conference call* permite um incremento no conteúdo das informações divulgadas ante aos relatórios contábeis e *press release*.

Moreira et al. (2016) desenvolveram trabalho, utilizando-se de empresas brasileiras listadas na B3 entre os anos de 2008 e 2015, apurando se foram divulgadas nas *conference calls* notícias de lucro ou prejuízo e sua aderência ao tom utilizado pelo gestor. Os resultados gerados demonstram que empresas com prejuízo têm maior nível de informação na fase de apresentação e, por conseguinte, também na fase de discussão em razão da participação de analistas nos questionamentos e esclarecimentos sobre o resultado apresentado.

Por fim, Moreira et al. (2016) apuraram que o gestor tende a divulgar mais informações na fase de apresentação quando há perspectiva de resultados desfavoráveis em períodos subsequentes ante à expectativa de resultados bons. Verificaram, ainda, que os gestores de empresas com prejuízos persistentes tendem a divulgar menos informações que as empresas que tenham prejuízos menos recorrentes. E Santos (2017) destaca “as empresas entregam um maior volume de informação quando se encontra em cenários negativos”.

Santos (2017) destaca que o mercado financeiro é muito sensível às informações e que, portanto, reage rápida e fortemente às informações. Daí a importância das empresas se utilizarem de meios que visam reduzir a assimetria de informações entre os agentes do mercado. Em seu trabalho menciona estudos que destacam os resultados alcançados com a redução da assimetria informacional via *disclosure* voluntário pelas empresas, notadamente via *conference call*.

Destaca-se nos estudos de Fiorot (2017) e Moreira et al. (2016) a informação de que no Brasil o número de *conference calls* realizadas por empresas nacionais tem crescido anualmente desde 2002. Considerando a importância do mercado acionário brasileiro como o maior da América Latina e um dos maiores do mundo (B3, 2018), nota-se pertinente aprofundar os estudos que visem auxiliar investidores e analistas na percepção da real situação da empresa pelo tom verbal utilizado pelos gestores face às suas características pessoais.

Nota-se, portanto, que analisar o comportamento e as características do gestor pode permitir inferências sobre a situação das empresas nas divulgações dos resultados. No contexto brasileiro, não foram identificados estudos recentes que tiveram como objeto de aferição se as características do gestor influenciam no tom

utilizado na divulgação de resultados das empresas, independente dos resultados apresentados no exercício e nas projeções serem positivas ou negativas.

O presente estudo busca um aprofundamento do tema, avaliando se as características do gestor, mais especificamente o cargo exercido na empresa, o gênero e a formação acadêmica, influenciam no tom utilizado no momento da apresentação da *conference call*. E se o tom verbal utilizado na fase de apresentação das *conference calls* é influenciado pelas características pessoais do gestor que efetua a apresentação dos resultados da empresa, independente do resultado realizado e projetado. Ou seja, o tom positivo ou negativo não estaria somente ligado ao efetivo resultado da empresa, mas à característica pessoal do gestor.

Para apuração do tom utilizado nas *conference calls* foram utilizados os dicionários *Harvard IV-4 Psychosocial* e o de Loughran e McDonald (2011). Esses dicionários são amplamente utilizados nos trabalhos internacionais sobre o tema e contam com um rol de palavras positivas e negativas. Portanto, não se definiu especificamente para este trabalho o que possa ser considerado como tom positivo ou negativo, mas tão somente as mesmas definições dos referidos dicionários.

Buscou-se, então, corroborar resultados de estudos internacionais utilizando-se de um rol de empresas brasileiras, considerando cada uma das três características em análise. Assim como Bamber, Jiang e Wang (2010) e Davis et al (2015), buscou-se forçar neste estudo o tom utilizado pelos gestores no momento das divulgações voluntárias pelas empresas, considerando a importância deste mecanismo de interlocução entre os agentes de mercado. Para as hipóteses não se focou nas correlações dos tons utilizados na divulgação dos dados com a volatilidade e/ou reação do mercado na precificação das ações, objeto do estudo de Fiorot (2017).

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

O presente trabalho teve como objetivo avaliar se o tom verbal dos gestores das empresas brasileiras que efetuam a divulgação dos resultados na fase de apresentação da *conference call* é influenciado pelas características pessoais desses agentes.

3.1 AFERIÇÃO DO TIPO DE NOTÍCIA E DO TOM VERBAL

Considerando o foco do trabalho, para aferição do tipo de notícia, o cargo do gestor e o gênero, foram utilizadas as *conference calls* disponibilizadas por trimestre a cada ano nos sites das empresas analisadas. Foi realizada a leitura de cada um dos 392 documentos disponibilizados, o que permitiu a identificação do gestor, seu gênero e o cargo ocupado. No que tange à formação acadêmica, também foram coletados individualmente cada uma das formações acadêmicas dos gestores, sendo que na ocorrência de mais de uma, foi considerada a primeira. Para tanto, foram utilizados dados do site de relacionamento profissional linkedin®, sites das empresas pesquisadas, sites de notícias e demais sites públicos que possuíam os dados necessários à composição da amostra.

Davis et al. (2015) menciona a falta de consenso quanto ao melhor ou mais adequado dicionário para apuração do tom utilizado pelos gestores na divulgação de resultados das empresas. Embora Aguiar (2012) tenha elaborado um trabalho rico e minucioso com uma lista de palavras no idioma português, optou-se neste estudo para rodar as bases de pesquisa pela utilização dos dicionários *Harvard IV-4 Psychosocial*

e o de Loughran e McDonald (2011), utilizados por Fiorot (2017) e Davis et al. (2015). São dicionários que têm forte aderência para apuração do tom utilizado pelos gestores na fase de apresentação das *conference calls* e possuem software específico para apuração dos dados desejados.

Por se tratar de dicionários com palavras de origem inglesa, e para maior acurácia da apuração dos resultados evitando-se traduções livres, foram utilizadas na amostra do presente estudo somente as empresas brasileiras listadas na B3, entre o período de 2002 e 2016, com ações negociadas via ADR (*American Depositary Receipt*) no mercado norte-americano. Essas empresas brasileiras selecionadas possuem registros de *conference calls* na língua inglesa, permitindo utilizar os dicionários já existentes para execução deste trabalho.

3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA

A coleta da base de dados foi manual, nos sites das empresas analisadas, nos locais dedicados ao relacionamento com investidores. Como a opção de utilização de dicionários na língua inglesa, foram somente coletadas transcrições das *conference calls* em inglês. Usualmente são disponibilizadas apresentações em slides e a transcrição detalhada das *conference calls*, com clara identificação dos participantes pela empresa, do(s) gestor(es) que executou (ram) a apresentação, além do conteúdo apresentado. Há transcrições completas das teleconferências. Foram coletados 392 arquivos relativos às 10 empresas que se enquadravam na condição de emissoras de ADR's entre o 2º trimestre de 2002 e o 3º trimestre de 2016. Para apuração mais acurada, foram eliminados da amostra as transcrições das quais não foi possível apurar todos os dados pessoais dos gestores, objeto das variáveis em análise, bem de resultados das empresas que compuseram as variáveis de controle, cujas

ausências comprometiam a composição da base completa de dados para geração dos resultados. Neste contexto, foram eliminados 05 *missing values*, reduzindo a amostra a 387 apresentações.

Para melhor visualização da quantidade de amostra analisada por empresa, foram reproduzidos, na Tabela 1, a identificação da empresa e o número de apresentações analisadas. Nota-se maior concentração de apurações na Ultrapar, com aproximadamente 15% do volume analisado, seguida da Vale e Pão de Açúcar, com 13% da amostra.

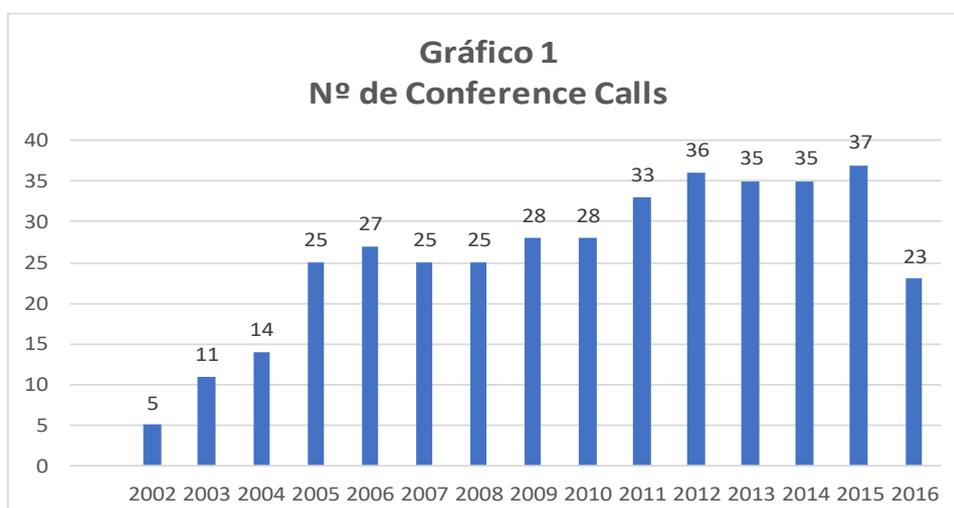
TABELA 1 - EMPRESA - Nº DE CONFERENCE CALLS - % SOBRE A AMOSTRA

Empresa	Bradesco	Braskem	BRF	CPFL Energia	Gol	P.Acucar	Petrobras	Santander	Ultrapar	Vale	TOTAL
Nº Conference	42	42	10	37	40	51	30	27	57	51	387
% s/amostra	11%	11%	3%	9%	10%	13%	8%	7%	15%	13%	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Elaborado pelo Autor

Para ratificar a informação de Moreira et al. (2016) e Fiorot (2017) de crescimento do número de *conference calls* no Brasil desde 2002, demonstra-se a seguir o quadro com o número de amostra por ano, já influenciado pelos ajustes necessários para rodar o modelo estatístico. Destaca-se que a presente amostra se limitou às *conference calls* ocorridas até o terceiro trimestre de 2016.



Fonte: Dados da Pesquisa. Elaborado pelo autor

Para apuração dos valores relativos aos resultados trimestrais de cada empresa, base para observação sobre apresentação de lucro ou prejuízo e demais variáveis de controle, foi utilizada a base dados da Economática®.

3.3 MODELO ECONOMETRICO E VARIÁVEIS DE CONTROLE

Para o presente estudo, foi necessário apurar no tempo de duração da fase da apresentação, o registro do número de palavras positivas e negativas, bem como o volume total de palavras para se mensurar o percentual de participação de cada vertente otimista ou pessimista. A mensuração se deu pelo tempo total da apresentação, embora o perfil do gestor definido para as empresas que tiveram mais de um apresentador limitou-se ao gestor que efetivamente divulgou os resultados da empresa durante a fase de apresentação da *conference call*.

O trabalho de Fiorot (2017), que focou a relação entre o tipo de notícia divulgada nas *conference calls* bem como a relação destas com o resultados futuros das empresas abriu espaço para esta pesquisa, uma vez que analisou o tom utilizado pelos gestores, e, por meio de base semelhante, foi complementada com as variáveis foco do presente trabalho relativas à características pessoais dos gestores. Com a base de *conference calls* foi possível apurar o tom verbal de cada apresentação.

$$\underline{T_APRE}_{it} = \left[\frac{\underline{Qpositivo}_{it} - \underline{Qnegativo}_{it}}{\underline{QTOTAL}_{it}} \right] \times 1000 \quad (1)$$

Considerando a mesma abordagem de Fiorot (2017) exclusivamente para apuração do tom verbal, tem-se que a equação (1) possui a variável T_APRE_{it} , cujo

propósito é apurar o tom verbal usado na fase de apresentação da *conference call* da amostra referente à empresa *i* no trimestre *t*, por meio da diferença entre a quantidade de palavras positivas e negativas mensuradas sobre o total de palavras observadas na mesma fase da *conference call* da empresa *i* no trimestre *t*. Foi possível, assim, dimensionar se o tom contido em cada fase de apresentação das *conference calls* foi mais positivo ou negativo, ou mais ou menos otimista, apurando-se, por fim, o resultado de palavras preponderantes. Em razão da grandeza dos números apurados, percebeu-se ser melhor a multiplicação do resultado final por 1000 para adequada visualização dos resultados da análise. Como o foco desta pesquisa foi analisar se as características pessoais influenciam no tom utilizado na fase de apresentação das *conference calls*, somente foi dado enfoque a esta fase.

Utilizou-se como base os trabalhos de Bamber, Jiang e Wang (2010) e Davis et al. (2015), que consideraram o gênero como um potencial determinante do tom otimista ou pessimista utilizado nas apresentações dos resultados das empresas analisadas. Davis et al. (2015) menciona estudos que afirmam serem as mulheres menos otimistas, menos confiantes e com maior aversão a riscos que os homens. Dessa forma, adotou-se igual parâmetro e considerou-se, neste estudo, a variável binária “GÊNERO”, sendo 1, quando o gestor fosse mulher, e 0, quando o gestor fosse homem.

Davis et al. (2015) destacam que o estilo do gestor, e, por conseguinte, o tom que utiliza nas *conference calls*, também pode ser influenciado pela formação acadêmica, profissional ou outras. Neste experimento, analisou-se se a formação acadêmica na área de finanças tem maior ou menor influência no tom otimista ou pessimista utilizado pelo gestor. Davis et al. (2015) mencionam no estudo a pesquisa que Bamber, Jiang e Wang (2010) fizeram, na qual concluíram que profissionais

formados na área de finanças são mais conservadores, portanto, tendem a usar um tom mais negativo, ou menos positivo nas apresentações. Dessa forma, para apurar esse fato, definiu-se adotar, para profissionais formados nas áreas gerenciais como economia, contabilidade e administração, a variável binária 1, e nominá-la “FORMAÇÃO”, e, para demais formações, adotar a variável 0.

Para mensurar o cargo do gestor, focou-se nos CEOs e CFOs, que usualmente são os divulgadores de informações sobre a empresa no mercado (DAVIS et al., 2015). Souza (2017) destaca que os gestores envolvidos nas apresentações voluntárias das empresas possuem informações privilegiadas do futuro das empresas em detrimento às demais partes interessadas e relacionadas. Dessa forma, para avaliar a influência do cargo exercido sobre o tom utilizado nas *conference calls*, adotou-se a variável binária 1 “FORMAÇÃO” quando o cargo exercido pelo apresentador dos resultados da empresa fosse CEO ou CFO e 0 para demais cargos. Partiu-se da premissa de que CEO e CFO devem usar um tom mais otimista, por conhecerem melhor a empresa da qual estão divulgando os dados e terem mais convicção em suas palavras.

Para aderência aos trabalhos desenvolvidos no mesmo tema, foram utilizadas variáveis de controle experimentadas por Moreira et al. (2016) e Fiorot (2017), que por sua vez utilizaram-se de referências em trabalhos internacionais, como Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011) e Davis et al. (2015). A utilização de variáveis de controle confere maior robustez aos resultados. São variáveis que permitem apurar os resultados das empresas, dados que poderão influenciar diretamente no tom verbal utilizado pelo gestor no momento da divulgação dos dados da empresa, tais como Lucro por Ação, o Retorno sobre vendas e o Valor Absoluto de Variação do Retorno sobre as Vendas, *Book To Market* e o Logaritmo Natural do Valor de Mercado.

Para apuração dos resultados, definiu-se utilizar um modelo de regressão linear múltipla, por envolver mais de uma variável que poderá influenciar no tom verbal – positivo ou negativo (ou não tão positivo) – utilizado pelo gestor no momento da divulgação dos resultados da empresa via *conference call*:

$$TOM = \beta + \beta_1 G\acute{E}NERO + \beta_2 FORMA\c{C}\tilde{A}O + \beta_3 CARGO + \beta_4 \sum \text{CONTROLE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde:

TOM = variável dependente. Está baseado no tom positivo ou negativo (ou menos positivo) das palavras ditas pelo gestor na fase de apresentação que interessam para a amostra.

Variáveis independentes:

GÊNERO = sexo do gestor. Para capturar o gênero do gestor foi utilizada a variável GÊNERO, a qual é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando o gestor é do sexo feminino e 0 quando o gestor é do sexo masculino.

FORMAÇÃO = formação do gestor em finanças. Para capturar a formação do gestor foi utilizada a variável FORMAÇÃO, a qual é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando o gestor tem formação nas áreas denominadas gerenciais, definidas como as formações em economia, ciências contábeis e administração e 0 quando o gestor possuir formação em área distinta.

CARGO = cargo exercido pelo gestor que efetua a divulgação dos resultados na fase de apresentação. Para capturar o cargo do gestor foi utilizada a variável CARGO, a qual é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando o gestor exerce as funções de CEO ou CFO na empresa e 0 quando o gestor exerce quaisquer outras funções na empresa.

$CONTROLE_{it} = LPA$ (lucro por ação), RET_V (retorno sobre vendas – razão entre receitas e o lucro líquido), MUD_RV (valor absoluto de variação do retorno sobre as vendas da empresa i do trimestre $t-4$ ao trimestre t), $LNVM$ (logaritmo natural do valor de mercado da empresa i do trimestre $t-4$ ao trimestre t), BTM (razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa i no trimestre t).

Capítulo 4

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

A amostra dos dados contém 387 informações referentes às *conference calls* em suas seções de apresentação. Na Tabela 2, é representada a estatística descritiva das variáveis selecionadas para aplicação deste estudo.

O tom verbal extraído da amostra de *conference calls* apresenta média positiva de 6,24, utilizando-se o dicionário de *Harvard IV-4 Psychosocial* ante a 25,48 pelo dicionário de Loughran e McDonald's (2011): destaca-se o primeiro por conter palavras positivas e negativas e o segundo, por possuir majoritariamente palavras positivas. Referida distinção pode ser explicada pelos estudos de Loughran e McDonald's (2011), que apontaram que o dicionário de *Harvard* possuía um expressivo volume de palavras negativas e que por não ser um dicionário específico em finanças, poderia induzir a classificações equivocadas das palavras sejam como positivas, sejam negativas. No levantamento realizado, não foi apurado tom negativo em nenhuma amostra quando utilizado o dicionário Loughran e McDonald's (2011), o que corrobora a informação de supremacia de palavras positivas. Neste estudo, nota-se que a presença de um tom verbal mais positivo encontrado na amostra é compatível com os resultados iniciais encontrados por Davis et al (2015) face à variável cargo. Já para as variáveis gênero e formação esperava-se um tom mais conservador ou menos otimista.

Davis et al. (2015) indicam o resultado de sua pesquisa que o tom de otimismo utilizado pelo gestor nas *conference calls* pode ser estatisticamente verificado e que este é diretamente influenciado pelas características pessoais do gestor.

TABELA 2 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Variáveis	Média	1º Percentil	25º Percentil	Mediana	75º Percentil	99º Percentil	Desvio Padrão	Nº Observações
Gênero	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,23	387
Cargo	0,75	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,44	387
Formação	0,70	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,46	387
Tom_H	6,24	-6,32	1,86	5,45	10,07	22,84	6,15	387
Tom_LM	25,48	7,59	19,93	25,14	30,00	50,77	8,06	387
LPA	0,31	-3,42	0,16	0,35	0,59	2,04	0,76	387
RET_V	26,06	-103,09	5,37	10,65	39,29	317,96	53,35	387
MUD_RV	29,75	0,06	1,71	6,00	22,39	443,99	68,73	387
LNVM	17,05	13,91	15,91	16,87	18,35	19,74	1,47	387
BTM	0,55	-2,95	0,34	0,50	0,75	2,13	0,55	387

Fonte: Dados da pesquisa

Elaborado pelo autor

Notas:

Gênero = sexo do gestor. Para capturar o gênero do gestor foi utilizada a variável MULHER, a qual é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando o gestor é do sexo feminino e 0 quando o gestor é do sexo masculino; **Cargo**: cargo exercido pelo gestor que efetua a divulgação dos resultados na fase de apresentação. Para capturar o cargo do gestor foi utilizada a variável CEO_CFO, a qual é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando o gestor exerce as funções de CEO ou CFO na empresa e 0 quando o gestor exerce quaisquer outras funções na empresa.; **Formação**: Primeira ou única formação do gestor que efetua a divulgação dos resultados da empresa na conference call. Para capturar a formação do gestor foi utilizada a variável GRAD_FINA_EDU, a qual é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando o gestor tem formação nas áreas denominadas gerenciais, definidas como as formações em economia, ciências contábeis e administração e 0 quando o gestor possui formação em área distinta.; **Tom_H**: Tom verbal do gestor que efetua a divulgação dos resultados da empresa na conderence call pelo dicionário Harvard; **Tom_LM**: Tom verbal do gestor que efetua a divulgação dos resultados da empresa na conference call ; **LPA**: lucro por ação; **RET_V**: retorno sobre vendas – razão entre receitas e o lucro líquido; **MUD_RV**: valor absoluto de variação do retorno sobre as vendas da empresa i do trimestre t-4 ao trimestre t; **LNVM**: logaritmo natural do valor de mercado da empresa i do trimestre t-4 ao trimestre t), **BTM**: razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa i no trimestre t.

Considerando que as principais variáveis a serem estudadas são gênero, formação e cargo dos indivíduos observados, é possível ver, pelas tabelas 3, 4 e 5 abaixo, que a maior parte da amostra é formada por indivíduos que possuem cargos de suma importância (CEO e CFO), são do sexo masculino e apresentam formação na área gerencial: contador, economista e administrador.

TABELA 3 - DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIA ABSOLUTA E RELATIVA DOS CARGOS

Cargo	Observações	%
CFO/CEO	289	74,68%
Outros	98	25,32%
Total	387	100,00%

Fonte: Dados de pesquisa. Elaborado pelo autor

TABELA 4 - DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIA ABSOLUTA E RELATIVA DOS GÊNEROS

Gênero	Observações	%
Feminino	22	5,68%
Masculino	365	94,32%
Total	387	100,00%

Fonte: Dados de pesquisa. Elaborado pelo autor

TABELA 5 - DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIA ABSOLUTA E RELATIVA DAS FORMAÇÕES

Formação	Observações	%
Contábeis/Economia/Administração	270	69,77%
Outros	117	30,23%
Total	387	100,00%

Fonte: Dados de pesquisa. Elaborado pelo autor

Importante destacar que esta pesquisa no cenário de empresas brasileiras pode ter sofrido o viés da pouca representatividade de pessoas do gênero feminino nas divulgações de resultados semelhantes aos apurados por Davis et al. (2015). Ainda, embora a amostra contemple 387 observações, notou-se que algumas empresas em todas as *conference calls* foram realizadas pelo mesmo gestor ou por ter havido pouca oscilação em outras, podendo contribuir para algum viés nos resultados.

Para melhor observação da influência idiossincrática, apresentamos na Tabela 6 um resumo da apuração do número de *conference calls* que foram observados majoritariamente tons negativos e observa-se que ocorreram em cenários de lucros.

TABELA 6 - Nº DE CONFERENCE CALLS COM PALAVRAS NEGATIVAS X RESULTADOS DAS EMPRESAS

	Quantidade de <i>Conference Calls</i>	Lucros	Prejuízos
Tons negativos <i>Harvard IV</i>	59	15	44

Fonte: Dados da pesquisa

Elaborado pelo autor

Nota: Não foram observados tons negativos pelo dicionário *Loughran e McDonald's*

Na Tabela 7 é representada a matriz de correlação entre as variáveis utilizadas no modelo. Percebe-se uma correlação positiva entre o tom verbal e duas das principais variáveis em estudo: cargo e formação dos gestores. Correlações de 0,0884 e 0,2344, respectivamente, indicam que o fato dos gestores serem CEO ou CFO e apresentarem formação em Economia, Contabilidade ou Administração está diretamente correlacionado com um tom mais positivo nas *conference calls*.

Contudo, uma correlação de $-0,1331$ entre as variáveis tom e gênero indica que o tom da *conference call* tende a se tornar mais negativo quando o gestor é do sexo feminino, ou seja, mantendo as demais variáveis constantes, ao se indicar $GENERO=1$, há a redução do valor da variável TOM.

TABELA 7 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS

	Gênero	Cargo	Formação	Tom_H	Tom_LM	LPA	RET_V	MUD_RV	LNVM	BTM
Gênero	1									
Cargo	- 0,3190 0,0000	1								
Formação	- 0,1543 0,0023	- 0,0858 0,0921	1							
Tom_H	- 0,1331 0,0088	- 0,0884 0,0824	- 0,2344 0,0000	1						
Tom_LM	- 0,1500 0,0031	- 0,2411 0,0000	- 0,0947 0,0628	- 0,3513 0,0000	1					
LPA	- 0,0019 0,9708	- 0,0299 0,5570	- 0,2719 0,0000	- 0,1098 0,0307	- 0,2332 0,0000	1				
RET_V	- 0,1615 0,0014	- 0,0150 0,7682	- 0,1371 0,0069	- 0,1019 0,0452	- -0,0641 0,2082	- 0,0592 0,2455	1			
MUD_RV	- 0,2106 0,0000	- 0,0678 0,2918	- -0,0217 0,1069	- 0,1900 0,0002	- 0,0136 0,8681	- -0,1584 0,0017	- 0,4045 0,0000	1		
LNVM	- 0,0761 0,0656	- 0,0340 0,0515	- 0,5004 0,0000	- 0,1197 0,0242	- -0,0466 0,0857	- 0,3274 0,0000	- 0,1364 0,0054	- -0,2072 0,0000	1	
BTM	- 0,1569 0,0020	- 0,1101 0,0304	- 0,0290 0,2172	- 0,0517 0,3102	- -0,0835 0,1008	- 0,0017 0,9734	- 0,0076 0,8819	- 0,0897 0,0780	- 0,286 0,000	1

Fonte: Dados da pesquisa. Elaborado pelo autor.

Notas: Valores nas linhas superiores representam correlação de Pearson e valores nas linhas inferiores representam as respectivas significâncias (P-value).

Embora apresente uma relação significativa, não há como sugerir, pela Tabela 7, uma relação de dependência ou causalidade entre essas variáveis. Para isso, torna-se necessária a aplicação do modelo apresentado anteriormente na metodologia.

Testando as hipóteses H₁, H₂ e H₃, foi feita uma análise estatística, por meio de um modelo de regressão, para que se pudesse medir a influência de cada uma das três variáveis mencionadas anteriormente no tom verbal das *conference calls*. Na

Tabela 8, é descrita a regressão do modelo apresentado na equação (2), bem como os coeficientes resultantes do modelo.

TABELA 8 - REGRESSÃO DO MODELO

<i>Variável Dependente</i>	<i>Dicionário Harvard IV - 4 Psychosocial</i>			<i>Dicionário Loughran e McDonald</i>		
	TOM	R ² : 0,3881		TOM	R ² : 0,2897	
<i>Variável Independente</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Estatística t</i>	<i>p-Value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Estatística t</i>	<i>p-Value</i>
Gênero	-5,0027	-3,77	0,000	-1,8407	-1,24	0,216
Cargo	1,4542	2,02	0,044	5,0915	4,90	0,000
Formação	5,4575	7,34	0,000	3,3685	3,16	0,002
LPA	1,5042	3,33	0,001	3,2804	5,13	0,000
RET_V	-0,0121	-2,42	0,016	-0,0272	-3,20	0,002
MUD_RV	0,0228	4,78	0,000	0,0163	2,50	0,013
LNVM	-1,9031	-6,93	0,000	-1,2024	-2,99	0,003
BTM	0,5354	0,90	0,371	-0,1195	-0,15	0,883

Fonte: Dados da pesquisa. Elaborado pelo autor.

Notas: Gênero = sexo do gestor. Para capturar o gênero do gestor foi utilizada a variável MULHER, a qual é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando o gestor é do sexo feminino e 0 quando o gestor é do sexo masculino; Cargo: cargo exercido pelo gestor que efetua a divulgação dos resultados na fase de apresentação. Para capturar o cargo do gestor foi utilizada a variável CEO_CFO, a qual é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando o gestor exerce as funções de CEO ou CFO na empresa e 0 quando o gestor exerce quaisquer outras funções na empresa.; Formação: Primeira ou única formação do gestor que efetuiu a divulgação dos resultados da empresa na conference call. Para capturar a formação do gestor foi utilizada a variável GRAD_FINA_EDU, a qual é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando o gestor tem formação nas áreas denominadas gerenciais, definidas como as formações em economia, ciências contábeis e administração e 0 quando o gestor possui formação em área distinta.; Tom_H: Tom verbal do gestor que efetuiu a divulgação dos resultados da empresa na conderence call pelo dicionário Harvard; Tom_LM: Tom verbal do gestor que efetuiu a divulgação dos resultados da empresa na conference call ; LPA: lucro por ação; RET_V: retorno sobre vendas – razão entre receitas e o lucro líquido; MUD_RV: valor absoluto de variação do retorno sobre as vendas da empresa i do trimestre t-4 ao trimestre t; LNVM: logaritmo natural do valor de mercado da empresa i do trimestre t-4 ao trimestre t), BTM: razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa i no trimestre t.

Verifica-se, inicialmente, a relação negativa, que é uma variável indicadora de um gestor do sexo feminino, e o tom verbal da *conference call*, extraído do dicionário de *Harvard IV – 4 Psychosocial*. Tal resultado sugere que a presença do gênero feminino, conforme descrição da variável, está relacionada à presença de um tom

verbal mais negativo durante a seção de apresentação da *conference call*, corroborando os resultados apurados por Davis et al. (2015) e Bamber, Jiang e Wang (2010). Nota-se na relação entre as variáveis a presença das características nas variáveis CARGO e FORMAÇÃO levaram à presença de um tom verbal mais positivo, corroborando os estudos internacionais quanto à variável CARGO e contraponto referidos estudos no que tange à variável FORMAÇÃO. Talvez esta diferença de comportamento seja mais em função das características de formação no Brasil em relação à formação em outros países estudados. Nesse contexto, não foram rejeitadas as hipóteses nulas do modelo H₁ e H₃, e foi rejeitada a hipótese H₂.

Diante do apurado, nota-se que as características pessoais dos gestores que efetuam a divulgação dos dados não só importam, como influenciam diretamente na forma como a empresa conduz a decisão do *disclosure* voluntário via *conference call*. São analisadas as condições de mercado, o resultado presente e as perspectivas de persistência destes, os riscos de informações incorretas e principalmente a linguagem a ser utilizadas pelo gestor. Nesse contexto, os resultados sugerem que um tom otimista do gestor pode potencializar a reação do mercado quando do anúncio dos resultados da empresa e esta reação é consistente com a linguagem utilizada pelo gestor.

O que se apurou neste estudo que corrobora os principais estudos internacionais utilizados como referência quanto ao aspecto pessoal do gestor é que há relevância do aspecto idiossincrático no tom utilizado pelo gestor no momento de divulgação dos resultados da empresa, independente de quais foram e perspectivas de resultados. Para melhor visualização das apurações de resultados, temos.

REFERÊNCIA	PRINCIPAIS ACHADOS NO QUE TANGE ÀS CARACTERÍSTICAS PESSOAIS DOS GESTORES
Presente estudo	<ul style="list-style-type: none"> • Gênero Feminino possui tom mais negativo. • CEO/CFO possuem tom mais otimista • Formação na área gerencial: Economia, Contábeis e Administração possuem tom mais positivo, na contramão dos estudos de Bamber, Jiang e Wang (2010).
Bamber, Jiang e Wang (2010)	<ul style="list-style-type: none"> • Gestores nascidos antes da II Grande Guerra, pós grande depressão de 1929, possuem tom mais negativo, são mais conservadores, avessos a riscos, inclusive nos próprios investimentos. • Gestores com experiência militar são mais conservadores e utilizam tom mais negativo. • Gestores com MBA e com formação na área jurídica, assim como os formados em áreas de contabilidade e finanças têm comunicação mais precisa, sem promessas, pois têm aversão a risco. Portanto, são mais conservadores, menos otimistas. • Gestores com formação mais técnica também são mais conservadores, pois não toleram ambiguidades.
Davis et al. (2015)	<ul style="list-style-type: none"> • CEO mulheres são menos otimistas que os homens, com tendência a tom mais negativo. • CEO que iniciaram carreira em época de recessão são fortemente influenciados em suas carreiras são menos otimistas, mais conservadores, com tendência a tom mais negativo. • CEO que estão envolvidos em organizações de caridade têm tendência mais otimista, com utilização de um tom mais positivo. • CEO que são egressos de bancos de investimento têm a tendência de serem menos otimistas, de utilizarem tons mais negativos, quando comparados aos que não têm essa experiência. • CEO egressos de consultorias são mais otimistas

Quadro 1 – COMPARATIVO DE RESULTADOS DOS ESTUDOS

Fonte: Elaborado pelo Autor

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo avaliar se o tom verbal dos gestores das empresas brasileiras que efetuam a divulgação dos resultados na fase de apresentação da *conference call* é influenciado pelas características pessoais desses agentes. Foram avaliadas empresas brasileiras que efetuaram o *disclosure* voluntário, entre 2002 e 2016 na língua inglesa, pois foram utilizados os dicionários *Harvard IV-4 Psychosocial* e o de Loughran e McDonald, 2011 para apuração do número de palavras positivas e negativas.

Os resultados apurados nas empresas brasileiras se assemelham aos encontrados em pesquisas internacionais. Constatou-se que as características pessoais têm influência sobre o tom verbal utilizado na fase de apresentação das *conference calls*, independente dos resultados divulgados serem positivos ou negativos. Apurou-se a utilização de tons positivos em empresas que divulgaram prejuízos, o que infere a interferência de variável idiossincrática na determinação do tom utilizado nas *conference calls*.

Assim como os estudos já realizados com base em empresas estrangeiras, o resultado deste estudo com empresas brasileiras infere que o gênero feminino está relacionado com a presença de um tom verbal mais negativo durante a seção de apresentação da *conference call*, assim como CEO e CFO têm tons verbais mais positivos. No que tange à formação, o presente estudo contrapôs achados em que o tom utilizado era negativo, observando aderência a tons mais otimistas, ou menos pessimista.

Nesse contexto, os resultados deste estudo trazem contribuições para literatura de diversas formas, permitindo que analistas de mercado e investidores possam melhor avaliar o tom utilizado na *conference call* relacionado com o gestor que efetuou a apresentação dos resultados. Para as empresas que optam pela divulgação voluntária de resultados, este trabalho traz contribuições para auxiliar na escolha de seus interlocutores com o mercado, sejam CEO, CFO ou diretores de Relacionamento com Investidores.

Este trabalho permite que os participantes de mercado possam melhor interpretar as informações prestadas pelos gestores das empresas em razão das suas características pessoais, podendo extrair destas informações subentendidas nas apresentações de resultados. Trata-se de um dos primeiros estudos com empresas brasileiras que avalia como as características pessoais dos gestores influenciam no comportamento linguístico por meio do tom utilizado nas *conference calls*, e o primeiro identificado com foco nas características pessoais dos gestores.

A pesquisa teve limitações para se obter dados pessoais dos gestores, o que acarretou redução de sua base inicial. Diferente do mercado americano, onde a maior parte dos estudos internacionais se desenvolveu, no Brasil tem-se limitação para buscar em fontes unificadas, seguras e públicas na elaboração de uma pesquisa. Para pesquisas posteriores, sugere-se o incremento na avaliação de dados pessoais, tais como idade e formação profissional, bem como ampliação da base de empresas avaliadas, podendo-se para tanto, optar por utilizar o dicionário com palavras em português criado por Aguiar (2012) e utilizar a base de dados SINC®, disponibilizada pela Universidade Federal do Ceará.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, Marcelo Otone. **Sentiment analysis em relatórios da administração divulgados por firmas brasileiras**. 2012. 90f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2012. Disponível em: <http://www.fucape.br/public/producao_cientifica/8/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Marcelo%20Otone%20Aqui.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2018.
- ANTWEILER, Werner; FRANK, Z. Murray. Is all that talk just noise? The information content of Internet stock message boards. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 3, p. 1259-1293, jun., 2004.
- BAMBER, Linda S.; JIANG, John (Xuefeng); WANG, Isabel Yanyan. What's my style? the influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. **The Accounting Review**, v. 85, n. 4, p. 1131-1162, 2010.
- BEYER, Anne; COHEN, Daniel A.; LYS Thomas Z.; WALTHER, Beverly R. The financial reporting environment: review of de recent literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 296-343, 2010.
- BODNARUK, Andriy; LOUGHRAN, Tim; MCDONALD, Bill. Using 10-K Text to Gauge Financial Constraints. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 50, n. 4, p. 623-646, 2015.
- BRASIL – BOLSA - BALCÃO. **B3**. São Paulo: B3, 2017. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/>. Acesso em: 03 set. 2018.
- BROCKMAN, Paul; LI, Xu; PRICE, S. McKay. Differences in conference call tones: managers vs. analysts. **Financial Analysts Journal**, v. 71, n. 4, p. 24-42, 2015.
- DAVIS, Angela. K.; PIGER, Jeremy M.; SEDOR, Lisa M. Beyond the numbers: an analysis of optimistic and pessimistic language in earning press releases. **Federal Reserve Bank of St. Louis**, 2006.
- DAVIS, Angela. K.; WEILI, Ge; MATSUMOTO, Dawn; ZHANG, Jenny L. The Effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 2, p. 639-673, 2015.
- FIOROT, Diego Campana. **Evidenciação empresarial voluntária: análise empírica sobre o tom utilizado em conference-calls**. 2017. 53f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2017. Disponível em: <http://www.fucape.br/public/producao_cientifica/8/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Diego%20Campana%20Fiorot.pdf>. Acesso em: 07 out. 2017.

FRANKEL, Richard; MAYEW, William J.; SUN, Yan. Do pennies matter? Investor relations consequences of small negative earnings surprises. **Review of Accounting Studies**, v. 15, n. 1, p. 220-242, 2010.

GALDI, Fernando C.; RODRIGUES, Sandrialem da S. Investidor relations and information asymmetry. IN: Paper presented at XXXIX Meeting of the Brazilian National Association of Graduate Studies and Research in Administration. **Anais...** Belo Horizonte, MG, Brazil, September, 2016.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, n. 1, p. 3-73, 2005.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 296-343, 2001.

LOUGHRAN, Tim; McDONALD, Bill. When is a Liability not a Liability? textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. **The Journal of Finance**, v. 66, n. 1, p. 35-65, 2011.

MATSUMOTO, Dawn; PRONK, Maarten; ROELOFSEN, Erik. What Makes Conference call useful? the information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions. **The Accounting Review**, v. 86, n. 4, p. 1383-1404, 2011.

MOREIRA, Nádia C.; RAMOS, Felipe; KOZAK-ROGO, Juliana; ROGO, Rafael. Conference calls: uma análise empírica do conteúdo informacional e do tipo de notícia divulgada. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 13, n. 6, p. 304-329, 2016.

SALOTTI, Bruno M.; Yamamoto, Marina M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 53-70, 2005.

SANTOS, Thawler Andrade dos. **Análise empírica do conteúdo informacional incremental fornecido pela Conference Call em relação ao Press Release**. 2017. 64f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2017. Disponível em: <http://www.fucape.br/public/producao_cientifica/8/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Thawler%20Andrade%20dos%20Santos.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2018.

SOUZA, André C. **As palavras importam? o uso do tom linguístico nos discursos das apresentações de resultados**. 2017. 161 f. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – USP, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

SOFFER, Leonard C.; THIAGARAJAN, S. R.; WALTHER, Beverly R. Earnings preannouncement strategies. **Review of Accounting Studies**, v. 5, n. 1, p. 5-26, 2000.