

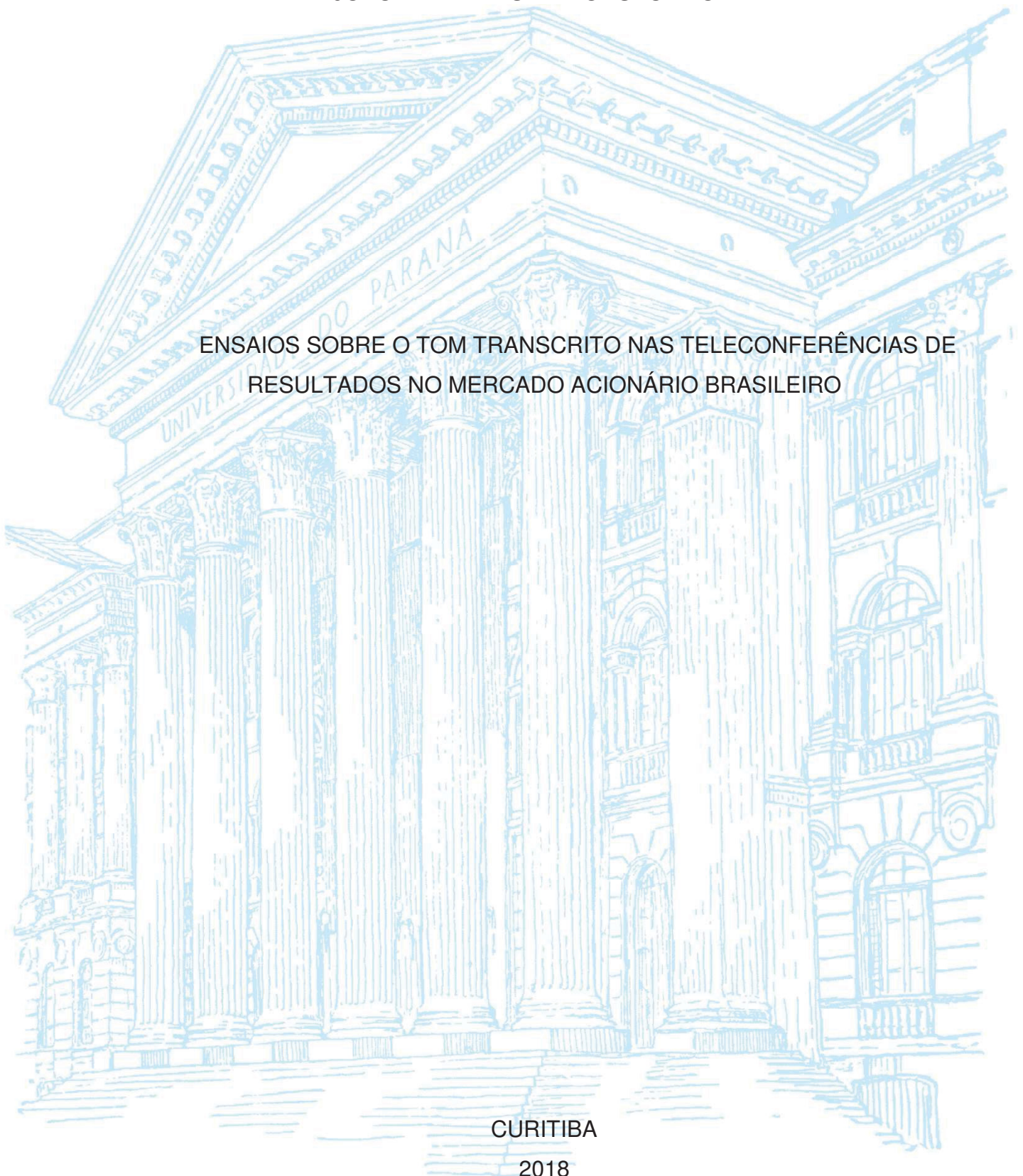
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

JOYCE MENEZES DA FONSECA TONIN

ENSAIOS SOBRE O TOM TRANSCRITO NAS TELECONFERÊNCIAS DE
RESULTADOS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

CURITIBA

2018



JOYCE MENEZES DA FONSECA TONIN

ENSAIOS SOBRE O TOM TRANSCRITO NAS TELECONFERÊNCIAS DE
RESULTADOS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

Tese apresentada ao curso de Pós-Graduação em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Doutora em Contabilidade.

Orientador(a): Prof^o. Dr. Luciano Márcio Scherer

CURITIBA

2018

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Tonin, Joyce Menezes da Fonseca

Ensaio sobre o tom transcrito nas teleconferências de resultados no mercado acionário brasileiro / Joyce Menezes da Fonseca Tonin, - 2018.
121 p.

Tese (doutorado) – Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Orientador: Luciano Márcio Scherer.

Defesa: Curitiba, 2018.

1. Mercado de Capitais - Brasil. 2. Teleconferência. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. II. Scherer, Luciano Márcio. III. Título.

CDD 332.63220981



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO CONTABILIDADE -
40001016050P0

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Tese de Doutorado de **JOYCE MENEZES DA FONSECA TONIN**, intitulada: **ENSAIOS SOBRE O TOM TRANSCRITO NAS TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**, após terem inquirido a aluna e realizado a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua Aprovação no rito de defesa.

A outorga do título de Doutor está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

Curitiba, 20 de Dezembro de 2018.


LUCIANO MARCIO SCHERER
Presidente da Banca Examinadora


JOSÉ JOAQUIM DIAS CURTO
Avaliador Externo (UL)


PATRICIA MARIA BORTOLON
Avaliador Externo (UFES)


RODRIGO OLIVEIRA SOARES
Avaliador Interno (UFPR)

Ao meu esposo Julyerme, aos meus pais, com muito carinho e apoio, não mediram esforços para que eu chegasse até esta etapa da minha vida.

AGRADECIMENTOS

Antes de tudo, quero agradecer a DEUS, por ter abençoado todos os dias da minha vida, por iluminar meu caminho e me dar forças para seguir sempre em frente. Tem uma SANTA que considero bem especial, o nome dela é Santa Terezinha de Lisieux conhecida como Santa Terezinha das Rosas agradeço todas as graças alcançadas. Obrigada por tudo que fez e faz por mim e toda minha família. Amém.

À MINHA FAMÍLIA, aos meus pais, Geni e Valter, pelo exemplo de integridade e ética, pelo seu apoio com ações, palavras ou orações que iluminaram meu caminho e nortearam minhas ações. Ao meu irmão, Paulo e a minha cunhada Daniele pelo apoio, parceria e amizade. As minhas afilhadas, Andressa, Isadora e Laura, e ao sobrinho Miguel que como um raio de luz renovaram minha energia e minha esperança. Aos familiares que mesmo distante sempre estiveram na torcida. A toda a família Buscapé (tios, tias, primos e primas) pelo apoio, torcida e confiança que sempre depositam em mim; pelos momentos que não estivemos juntos e souberam entender. Obrigada!

À MEU ESPOSO, Julyerme, companheiro de todas as horas. Um agradecimento especial pelo amor, carinho e compreensão, por dividir comigo todos os anseios, angústias, dúvidas, alegrias e descobertas. A toda a família Tonin, especialmente a Carmem e Valter por todo o apoio e confiança. Aos meus cunhados (Giovano, João Ricardo e Lucas) e as cunhadas (Marilia e Nôga) pelo apoio, parceria e amizade.

AO ORIENTADOR, Luciano Márcio Scherer, agradeço pelo apoio e confiança, e, principalmente pela amizade. A todos os meus professores da Delfim Moreira, Gastão Vidigal, UEM e UFPR que efetivamente contribuíram para a minha formação.

A PROFESSORA, Isabel Lourenço que oportunizou o doutorado sanduíche no exterior no ISCTE. Meus sinceros agradecimentos pela oportunidade de crescimento pessoal e profissional. E aos demais professores do ISCTE em especial o Professor José Joaquim Dias Curto, Iná e Ana Isabel.

As pessoas que conheci durante essa vivência em Portugal em especial Elizabeth, Silvia Casa Nova, Andréia, a todos os portugueses e brasileiros obrigada por tudo!

À BANCA, meus respeitosos agradecimentos pela contribuição da banca de exame de qualificação e pela participação dos membros da banca examinadora de defesa.

AOS AMIGOS DA UFPR, a turma do doutorado 2015, Ana Afra Neitzke, Daiane Pias, Mônica Campos, Henrique Portulhak e Ricardo Antonelli terem tornado o dia a dia na pós-graduação tão prazeroso! Foi extremamente enriquecedor conhecer e conviver com cada um de vocês. E aos demais amigades que foram feitos nesta jornada, com Vagner, Viviane, Sônia, Allan Marcelo, Marcelo Tarifa, Marcos Kuhl, Marcela e Débora. E as amigas que iniciei no mestrado Sayuri e Jazmin. Ao meu amigo Vagner Arantes e Ana, muito obrigada pelas conversas, pela companhia e pela ajuda em todos os momentos.

AOS AMIGOS DA ESALQ, já que meu esposo fez doutorado no mesmo período Ansu, Vinícius, Vanclei, Mari, Tiago, Letícia, Leandro, André, Nicole, Daiana, Marcos, Rodrigo, Carina obrigada pelas conversas compartilhadas.

A PARTICIPAÇÃO DE CONSÓRCIOS DOUTORAIS, no ano de 2016 o 6º Consórcio Doutoral e Mestral do Anpcont, no X Congresso Anpcont, realizado em Ribeirão Preto- SP com a Prof^a Patrícia de Souza Costa e o *II USP Consortium on Quantitative Research In Accounting*, realizado na USP com os professores Ervin Black e Isabel Lourenço.

AOS PROFESSORES DA UFPR, em especial aos Professores Rodrigo, Marcos Wagner, Denise, Ademir, Frega, Pacheco, Scarpin, Lauro, Douglas pelos preciosos conhecimentos e conselhos transmitidos durante todo o curso, no desenvolvimento dos seminários, das aulas, dos artigos de disciplinas, e pela encantadora convivência.

AOS FUNCIONÁRIOS DA UFPR, Márcio e Camila por serem sempre pacientes, solícitos e prestativos.

À CAPES, agradeço ao apoio financeiro da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

Enfim, agradeço a todas as pessoas que participaram de minha vida, ensinando-me ajudando a torna-me uma pessoa melhor.

*“Não é verdade.
A viagem não caba nunca.
Só os viajantes acabam.
E mesmos estes podem prolongar-se em memória,
em lembrança, em narrativa.
Quando o viajante se sentou na areia da praia e disse:
<Não há mais que ver>, sabia que não era assim.
O fim duma viagem é apenas o começo doutra.
É preciso ver o que não foi visto,
Ver outra vez o que se viu já,
Ver na Primavera o que se vira no Verão,
Ver de dia o que se viu de noite,
Com sol onde primeiramente a chuva caía,
Ver a seara verde, o fruto maduro,
A pedra que mudou de lugar,
a sombra que aqui não estava.
É preciso voltar aos passos que foram dados,
Para os repetir,
E para traçar caminhos novos ao lado deles.
É preciso recomeçar a viagem.
Sempre.
O viajante volta já.”*

José Saramago, in Viagem a Portugal, 1981, p.492-493

RESUMO

As teleconferências de resultados trimestrais têm se tornado cada vez mais comuns nos últimos anos como um meio de divulgação voluntária. Este estudo está dividido em três ensaios. No primeiro, foi realizada uma revisão sistemática sobre os principais achados da literatura sobre teleconferências de resultados, sendo observadas abordagens empíricas tanto qualitativas como quantitativas. As áreas temáticas são gerenciamento de resultados, assimetria da informação e reação do mercado. Dentre os resultados de pesquisa, cabe destacar a disseminação de artigos que medem a variável tom, com a utilização predominante do dicionário de Loughran & McDonald (2011). Como a abordagem para reação do mercado utiliza-se o Cumulative Abnormal Return (CAR). No segundo ensaio o objetivo foi examinar a relação entre o tom transcrito nas teleconferências de resultados e o retorno das ações nos períodos pré e pós-adoção das Normas Internacionais de Relato Financeiro — International Financial Reporting Standards (IFRS) — para as empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). A partir da técnica de análise de dados em painel, testou-se a hipótese de relação positiva entre o tom transcrito nas teleconferências de resultados e o retorno anormal antes e após o período de adoção das IFRS, por meio da análise de uma amostra de 84 companhias brasileiras listadas no índice Ibovespa, no período de 2006-2015, que totalizou 2134 transcrições das teleconferências de resultados. Os resultados indicaram que o tom transcrito nas teleconferências de resultados trimestrais afeta o retorno anormal. Os resultados também indicaram que a adoção das IFRS reforçou o efeito positivo do tom no retorno anormal. No terceiro ensaio objetivou-se analisar os diferentes tons transcritos utilizados pelos participantes nas teleconferências de resultados e sua influência no comportamento do retorno das ações, em termos de geração de retornos anormais, de forma a preencher uma lacuna de pesquisa que é a segregação da análise do tom por tipo de analista (buy-side e sell-side) e por representantes corporativos (Chief Executive Officer (CEO), Chief Financial Officer (CFO) ou Investor Relations (IR)) durante esse evento corporativo. A amostra utilizada consistiu de empresas listadas na B3 componentes do Índice Ibovespa no período de 2010 a 2017, com a amostra final totalizando 1165 transcrições de teleconferências de resultados de 44 companhias listadas. O principal achado é que o tom transcrito e as palavras utilizadas com base no dicionário de Loughran & McDonald (2011) tem poder de previsão significativo sobre as reações do mercado de ações nas teleconferências de resultados. Cabe ressaltar que, a medida do tom geral, o tom conforme a seção de apresentação e a seção de perguntas e respostas e mostrou os diferentes tons apresentados de acordo com cada participante segregado em gerentes (CEO, CFO e IR) e analistas (sell-side e buy-side) durante as teleconferências de resultados. Essa descoberta sugere que os investidores devem prestar muita atenção a todos os participantes desse tipo de evento corporativo, por gerar uma reação ao mercado acionário.

Palavras-chave: Divulgação voluntária. Teleconferências de resultados. Tom. IFRS. BHAR.

ABSTRACT

The quarterly earnings conference calls have become increasingly common in recent years as a means of voluntary disclosure, this study is divided into three trials. In the first essay, a systematic review was carried out and the main findings of the literature on earnings conference calls, both qualitative and quantitative empirical approaches are pointed out. The thematic areas are earnings management, information asymmetry and market reaction. Among the research results, it is worth highlighting the dissemination of articles that measure the tone variable with the predominant use of the Loughran & McDonald (2011) dictionary. As the market reaction approach, Cumulative Abnormal Return (CAR) is used. The second essay, the purpose of this study is to examine the relationship between the tone transcribed in the earnings conference calls and the return of the shares in the periods before and after adoption of the International Financial Reporting Standards (IFRS) for companies Brazilian companies listed in Brazil, Bolsa, Balcão (B3). From the panel data analysis technique, the hypothesis of a positive relationship between the tone transcribed in the earnings conference calls and the abnormal return before and after the IFRS adoption period is tested by analyzing a sample of 84 Brazilian companies listed in the Ibovespa index for the period 2006-2015, which totaled 2134 transcripts earnings conference calls. The results indicate that the tone transcribed in the quarterly earnings conference calls affect the abnormal return. The results also indicate that the adoption of IFRS reinforces the positive tone effect on the abnormal return. The third essay has the objective of analyzing the different transcribed tones used by the participants in the conference calls and their influence on the behavior of the stock returns in terms of generating abnormal returns. This study aims to fill a research gap is the segregation analysis of the tone by type of analyst (buy-side and sell-side) and corporate representatives (Chief Executive Officer (CEO), Chief Financial Officer (CFO) and Investor Relations (IR)) during this corporate event. The sample consists of companies B3 components of the Ibovespa Index in the period 2010 to 2017, the final sample totaled 1165 transcripts of results and 44 listed companies. This study improves the understanding that the transcript tone and the words used have a power to influence the stock market, ie, is a disclosure that has to be considered in addition to the numbers presented by other financial statements. The main finding is that the transcribed tone and the words used based on the Loughran & McDonald (2011) dictionary, have significant predictive power over the stock market reactions in the earnings conference calls. It notes that, the measure of the overall tone, the tone as the display section and the section of questions and answers and showed the different shades presented in accordance with each participant segregated managers (CEO, CFO and IR) and analysts (sell- side and buy-side) during the results conference call. This finding suggests that investors should pay close attention to all participants of this type of corporate event, for generating a reaction to the stock market.

Keywords: Voluntary disclosure. Earnings conference calls. Tone. IFRS. BHAR.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 2-1. MACROESTRUTURA DAS TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS.....	26
FIGURA 4-1. ETAPAS DE ANÁLISE DO TOM POR TIPO DE PARTICIPANTE E SEÇÃO DA TELECONFERÊNCIA DE RESULTADOS	88
FIGURA 4-2. DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIAS DE CADA SEÇÃO DAS TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS.....	93
FIGURA 4-3. DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIAS ENTRE GESTORES E ANALISTAS	94

LISTA DE TABELAS

TABELA 2-1. TOP 15 DOS PERIÓDICOS INCLUÍDOS NO <i>SCIMAGO JOURNAL</i> <i>RANK</i>	28
TABELA 2-2. RESUMO DOS TRABALHOS EMPÍRICOS SELECIONADOS NA REVISÃO DE LITERATURA.....	29
TABELA 3-1. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS, SEGREGADAS PARA OS PERÍODOS PRÉ E PÓS-ADOÇÃO DAS IFRS.....	56
TABELA 3-2. RESULTADOS DE DADOS EM PAINEL COM MODELO POOLED ...	59
TABELA 4-1. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	91
TABELA 4-2. MATRIZ DE CORRELAÇÃO	92
TABELA 4-3. RESULTADOS DE DADOS EM PAINEL COM MODELO <i>POOLED</i> E EFEITO ALEATÓRIO.	95
TABELA 4-4. RESULTADOS DE DADOS EM PAINEL TOM TRANSCRITO POR PARTICIPANTES COM MODELO <i>POOLED</i> E EFEITO ALEATÓRIO	97

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
REFERÊNCIAS.....	17
2 UMA REVISÃO SISTEMÁTICA SOBRE TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS COMO MEIO DE DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA NO MERCADO DE CAPITAIS.....	19
2.1 INTRODUÇÃO	20
2.2 TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS COMO UM MEIO DE DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA	22
2.3 METODOLOGIA.....	27
2.4 VISÃO GERAL DA LITERATURA SELECIONADA.....	30
2.5 CONCLUSÃO.....	37
REFERÊNCIAS.....	39
3 A RELAÇÃO ENTRE O TOM TRANSCRITO NAS TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS E O RETORNO ACIONÁRIO NOS PERÍODOS PRÉ E PÓS ADOÇÃO DAS IFRS NO BRASIL	44
3.1 INTRODUÇÃO	45
3.2 REFERENCIAL TEÓRICO	48
3.3 METODOLOGIA.....	51
3.4 RESULTADOS	55
3.5 CONCLUSÃO.....	61
REFERÊNCIAS.....	62
APÊNDICE 3.1 – ROTINA PARA O CÁLCULO DOS RETORNOS ANORMAIS, CAR E BHAR NO STATA®.....	67
APÊNDICE 3.2 – JANELA DE ESTIMAÇÃO E DE EVENTO	70
APÊNDICE 3.3 – OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE PESQUISA.....	71
APÊNDICE 3.4 – RELAÇÃO DA QUANTIDADE DE TRANSCRIÇÕES DE TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADO ANALISADO POR EMPRESAS SELECIONADAS NA AMOSTRA.....	72
APÊNDICE 3.5 – ROTINA NO STATA® DAS ESTATÍSTICAS E REGRESSÕES	73
APÊNDICE 3.6 - TESTE DE MULTICOLINEARIDADE NOS MODELOS DE REGRESSÃO	76
APÊNDICE 3.7 – ESTIMAÇÃO DOS MODELOS DE EFEITOS FIXOS E ALEATÓRIOS.....	77

4 A REAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO AOS TONS TRANSCRITOS DOS REPRESENTANTES CORPORATIVOS E ANALISTAS DE MERCADO NAS TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS	79
4.1 INTRODUÇÃO	80
4.2 REFERENCIAL TEÓRICO	82
4.3 METODOLOGIA.....	86
4.3.1 Caracterização da amostra	86
4.3.2 Caracterização do modelo e variáveis.....	87
4.4 RESULTADOS	90
4.5 CONCLUSÃO.....	99
REFERÊNCIAS.....	100
APÊNDICE 4.1 - RELAÇÃO DA QUANTIDADE DE TRANSCRIÇÕES DE TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADO ANALISADO POR EMPRESAS SELECIONADAS NA AMOSTRA INÍCIO E FINAL.....	105
APÊNDICE 4.2 - TAXONOMIA DOS ANALISTAS DA TELECONFERÊNCIA DE RESULTADOS.....	106
APÊNDICE 4.3 - INFORMAÇÕES PARA A TAXONOMIA DOS PARTICIPANTES DA TELECONFERÊNCIA DE RESULTADOS E A SEÇÃO DO MOMENTO INTRODUTÓRIO (INT) E A SEÇÃO DE PERGUNTAS E RESPOSTAS (Q&A)....	107
APÊNDICE 4.4 - ROTINA NO STATA® PARA ESTIMAÇÃO DOS MODELOS ECONÔMICOS DE AVALIAÇÃO DA TONS TRANSCRITOS DOS REPRESENTANTES E ANALISTAS DE MERCADOS NAS TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADO.	108
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	110
REFERÊNCIAS.....	112

1 INTRODUÇÃO

Na medida em que as teleconferências de resultado têm se difundido como prática de evidenciação de informação de natureza voluntária, aumenta-se o interesse da literatura sobre esse tema de pesquisa. Essa forma alternativa de evidenciação é categorizada como narrativa contábil, na tradição europeia, ou divulgação voluntária, na tradição norte-americana (Beattie, 2014). A evidenciação doravante denominada como divulgação voluntária, fornece aos gestores a oportunidade de aumentar a sua transparência para o mercado acionário, reduzindo tanto o risco de informações como o custo de capital, com efeitos positivos sobre os preços das ações e sua liquidez (Beyer, Cohen, Lys, & Walther, 2010).

As teleconferências de resultados, configuram-se como um importante instrumento do processo de comunicação da companhia com outros atores corporativos. Esse canal de comunicação pode ser utilizado pelos gestores para divulgar informações aos investidores sobre aspectos atuais e projeções futuras quanto ao desempenho financeiro da companhia (Kimbrough, 2005). Da mesma maneira, os gestores podem discutir sobre os componentes de desempenho, que, além de fornecer informações, podem influenciar a percepção dos usuários sobre o valor da empresa (Allee & Deangelis, 2014).

Por sua vez, as investigações sobre a divulgação voluntária são subdivididas em quantitativa e qualitativa (Pagliarussi, Aguiar, & Galdi, 2016). A abordagem quantitativa tem recebido mais atenção da literatura, baseada principalmente na avaliação de números contábeis, indicadores macroeconômicos, produtividade da indústria, entre outros. Enquanto que, a análise qualitativa, que é foco dos presentes estudos, contribui para a compreensão da influência da informação textual nas decisões de investimento.

Nesse âmbito, os estudos que tratam do aspecto qualitativo da divulgação voluntária normalmente testam se o tom (sentimento) da narrativa possui informação incremental e examinam os fatores que originam diferenças transversais na divulgação (Henry & Leone, 2016). O tom é caracterizado como formas de articulação do discurso humano, seja na forma falada, escrita ou visual. A linguagem — escrita e oral — é a forma pela qual as companhias comunicam grande parte das informações sobre o seu passado e projetam o seu futuro desempenho (Hales, Kuang, & Venkataraman, 2011).

A análise do tom da divulgação presente nas teleconferências de resultados, capta informações que vão além do que é encontrado nas demonstrações financeiras (Frankel, Johnson, & Skinner, 1999), ou seja, o conteúdo informacional narrado é mais do que apenas um conjunto de resultados numéricos (Blau, DeLisle, & Price, 2015). Ademais, as palavras utilizadas pela corporação são especialmente úteis na análise do papel da informação qualitativa sobre o desempenho das empresas individuais e dos preços de ações (Kearney & Liu, 2014). Os autores destacam que o tom expresso abrange aspectos relacionados à companhia, às instituições e aos indivíduos participantes do mercado.

As informações geradas e disseminadas durante as teleconferências de resultados possuem potencial de provocar variações no retorno e no volume de negociação das ações de uma companhia. No âmbito da teoria sobre a Hipótese de Mercado Eficiente, os participantes do mercado devem reagir às informações específicas da companhia de forma tempestiva (Blau, DeLisle, & Price, 2015). Entretanto, o tom expresso nos relatórios de divulgação pode originar potenciais equívocos interpretativos dos agentes, por conter opiniões veladas por tons positivos ou negativos sobre as previsões de mercado. Além disso, analistas e investidores tomam decisões de investimentos no mercado de capitais com base no que os gestores escolhem discutir e divulgar nas teleconferências de resultados (Black, Christensen, Kiosse, & Steffen, 2013).

Outro aspecto importante das teleconferências de resultado é o seu caráter interativo e dinâmico, em detrimento do caráter estático de relatórios anuais, comunicados de imprensa e artigos de notícias. Nesse sentido, o termo estático refere-se à forma como a informação é liberada, sem dar oportunidade para as partes interessadas verificarem o seu conteúdo. Por outro lado, o caráter dinâmico das teleconferências é decorrente do processo de dialogação entre os participantes, o qual pode gerar informação adicional da companhia para o mercado acionário (Blau et al., 2015).

Em relação aos métodos de análise de conteúdo textual presente no diálogo entre os participantes, cabe destacar a abordagem baseada em dicionário; a aprendizagem de máquina e a mineração de textos. A abordagem baseada em dicionário utiliza algoritmo de mapeamento em que um programa de computador lê o texto e classifica as palavras, frases ou sentenças em grupos com base em aspectos pré-definidos. Enquanto que, a aprendizagem de máquina depende de técnicas

estatísticas para inferir o conteúdo dos documentos e classificá-los com base na inferência estatística. Por fim, a mineração de textos refere-se ao processo de extração de conhecimento ou padrões não estruturados em documentos de texto (Kearney & Liu, 2014).

Assim, convencionou-se na literatura a utilização de dicionários para mensurar a potencial influência das palavras, quantificando o efeito do tom transcrito nas teleconferências de resultado. De forma geral, Loughran & McDonald (2016) mencionam que a utilização de dicionários para medir o tom tem como vantagens: a) evitar a subjetividade do pesquisado; b) facilitar a tabulação e a contagem de palavras; e c) possibilitar a replicação e a análise por outros investigadores.

Em suma, o presente estudo pretende contribuir com a literatura sobre divulgação contábil voluntária e sua influência no comportamento do retorno das ações. Delimitando o foco de estudo para empresas listadas em bolsa de país emergente, especificamente empresas brasileiras listadas no Índice Ibovespa, os objetivos delineados em três ensaios independentes, são: a) realizar uma revisão sistemática da literatura sobre as teleconferências de resultados como um meio de divulgação voluntária; b) estimar o tom transcrito em documentos de divulgação voluntária, especificamente nas teleconferências de resultados, nos períodos pré e pós-adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS); e, c) analisar os diferentes tons utilizados pelos participantes nas teleconferências de resultados segregados em analista (*buy-side* e *sell-side*) e por representantes corporativos (*Chief Executive Officer* (CEO), *Chief Financial Officer* (CFO) ou *Investor Relations* (IR)).

No tocante à estrutura do trabalho, no primeiro ensaio, é realizada uma revisão bibliográfica sistematizada para avaliar as principais óticas de análise e os desdobramentos recentes sobre o tema. Essa revisão da literatura permite identificar quais são os dicionários mais utilizados em estudos empíricos e como é realizada a avaliação das diferentes etapas e dos diferentes agentes participantes desse tipo de evento corporativo.

No segundo ensaio, pretende-se quantificar o volume de palavras classificadas pelo dicionário de Loughran & McDonald (2011) em positivas ou negativas, dependendo da sua influência em relação ao retorno de mercado. Com a adoção de uma variável explicativa que representa a mudança dos *Brazilian Generally Accepted Accounting Principles* (BRGAAP) para as *International Financial Reporting Standards* (IFRS) pretende-se verificar se a mudança de normas contábeis teve

influência no tom transcrito nas teleconferências de resultado e seus efeitos, em termos de intensidade e direção, no retorno acionário.

Por fim, no terceiro ensaio, o foco de análise é avaliar a contribuição de cada participante corporativo, no tom transcrito na teleconferência de resultado. Ao mensurar o tom individualizado para cada participante, seja analista (*buy-side* e *sell-side*) ou representante corporativo (CEO, CFO ou IR), pretende-se identificar características da atuação de cada participante na teleconferência. Com isso, a lacuna que o presente estudo busca preencher é a da segregação da análise do tom expresso por tipo de participante.

As narrativas discutidas nas teleconferências de resultados apresentam tons velados por sentimentos positivos ou negativos sobre previsões de mercado, as quais podem causar equívocos interpretativos por parte dos tomadores de decisão no mercado de ações. Tão logo, a pretensão deste estudo consiste em defender a tese de que o tom transcrito pelos participantes das teleconferências de resultados impacta na intensidade e na direção da reação do mercado acionário ao longo do tempo

Dado que a pesquisa sobre teleconferência de resultados se concentra em países desenvolvidos, como os Estados Unidos (Doran, Peterson, & Price, 2012 ; Blau et al., 2015; Palmieri et al., 2015; Henry & Leone, 2016), esta tese contribui para a análise dessa temática em uma perspectiva que, até o momento, é pouco explorada: o estudo do tom transcrito em teleconferências de empresas brasileiras. Nesse sentido, diversos fatores justificam o estudo desse tema no Brasil. Primeiramente, como país emergente, é incluído no acrônimo BRICS, que congrega de países que com seu crescente potencial econômico podem aumentar sua influência geopolítica. Segundo, as mudanças institucionais que permitiram o aperfeiçoamento dos mecanismos de gestão de risco e a fusão de bolsas de valores, de mercadorias e futuros e de títulos negociados no mercado de balcão fizeram da Brasil, Bolsa, Balcão (B3) uma bolsa respeitada internacionalmente, ocupando a 13^ª lugar na lista das maiores bolsas de valores do mundo, com capitalização de mercado de US\$ 1,3 trilhão International Monetary Fund (IMF, 2018).

REFERÊNCIAS

- Allee, K. D., & Deangelis, M. D. (2014). *The Structure of Voluntary Disclosure Narratives: Evidence from Conference Calls*.
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2375898>
- Beattie, V. (2014). Accounting narratives and the narrative turn in accounting research: Issues, theory, methodology, methods and a research framework. *British Accounting Review*, 46(2), 111–134. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.05.001>
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 296–343. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Black, E. L., Christensen, T. E., Kiosse, P. V., & Steffen, T. D. (2013). Does management discussion of pro forma earnings in press releases and conference calls influence street earnings exclusions. In *Working Paper presented at American Accounting Association conference*.
- Blau, B. M., DeLisle, J. R., & Price, S. M. (2015). Do sophisticated investors interpret earnings conference call tone differently than investors at large? Evidence from short sales. *Journal of Corporate Finance*, 31, 203–219.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.02.003>
- Doran, J. S., Peterson, D. R., & Price, S. M. (2012). Earnings Conference Call Content and Stock Price: The Case of REITs. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45(2), 402–434. <https://doi.org/10.1007/s11146-010-9266-z>
- Frankel, R., Johnson, M., & Skinner, D. J. (1999). An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 133–150. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2491400>
- Hales, J., Kuang, X. I. J., & Venkataraman, S. (2011). Who Believes the Hype? An Experimental Examination of How Language Affects Investor Judgments. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 223–255. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00394.x>
- Henry, E., & Leone, A. J. (2016). Measuring Qualitative Information in Capital Markets Research: Comparison of Alternative Methodologies to Measure Disclosure Tone. *The Accounting Review*, 91(1), 153–178. <https://doi.org/10.2308/accr-51161>
- International Monetary Fund (IMF). (2018). No Title. Retrieved from https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/BRA
- Kearney, C., & Liu, S. (2014). Textual sentiment in finance: A survey of methods and models. *International Review of Financial Analysis*, 33, 171–185.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.02.006>

Kimbrough, M. (2005). The Effect of Conference Calls on Analyst and Market Underreaction to Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 80(1), 189–219. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/4093166>

Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Distionaries, and 10-Ks. *Journal of Finance*, 66(1), 35–65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>

Loughran, T., & McDonald, B. (2016). Textual Analysis in Accounting and Finance : A Survey. *Working Paper*, 1–56. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2504147>

Pagliarussi, M. S., Aguiar, M. O., & Galdi, F. C. (2016). Sentiment analysis em relatórios anuais de empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBovespa. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*, 13(1), 53–64. <https://doi.org/10.4013/base.2016.131.04>

Palmieri, R., Rocci, A., & Kudrautsava, N. (2015). Argumentation in earnings conference calls. Corporate standpoints and analysts' challenges. *Studies in Communication Sciences*, 15(1), 120–132. <https://doi.org/10.1016/j.scoms.2015.03.014>

2 UMA REVISÃO SISTEMÁTICA SOBRE TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS COMO MEIO DE DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA NO MERCADO DE CAPITAIS

RESUMO

Este artigo fornece uma visão geral da literatura de pesquisa sobre as teleconferências de resultados como um meio de divulgação voluntária. A revisão sistemática abarca a pesquisa, a estruturação e a sintetização dos estudos empíricos que utilizaram termos como *tone*; *conference calls*; *disclosure*; *analysts*; *managers* e *voluntary*, para avaliar o desenvolvimento recente. Os tópicos de destaque incluem a revisão das principais óticas de análise sobre as teleconferências de resultados e os principais tipos de pesquisa que usam esse objeto de estudo. Na literatura sobre teleconferências de resultados, são apontadas abordagens empíricas tanto qualitativas como quantitativas. Além disso, há estudos sobre gerenciamento de resultados, assimetria da informação e reação do mercado, que abrangem a divulgação voluntária. Dentre os resultados de pesquisa, cabe destacar a disseminação de artigos que medem a variável tom, com a utilização predominante do dicionário de Loughran & McDonald (2011). Como a abordagem para reação do mercado utiliza-se o *Cumulative Abnormal Return* (CAR), que é focada principalmente em examinar a influência do tom transcrito nas teleconferências de resultados sobre a reação do mercado acionário.

Palavras-chave: Teleconferências de resultados. Tom. Divulgação voluntária, Mercado de capitais

ABSTRACT

This article provides an overview of the research literature on conference calls as a means of voluntary disclosure. The systematic review encompasses the research, structuring and synthesizing of empirical studies that have used terms such as *tone*; *conference calls*; *disclosure*; *analysts*; *managers* and *voluntary*, to evaluate the recent development. In the literature on conference calls, both qualitative and quantitative empirical approaches are pointed out. In addition, there are studies on earnings management, information asymmetry and market reaction, which cover voluntary disclosure. Among the research results, it is worth highlighting the dissemination of articles that measure the tone variable, with the predominant use of the Loughran & McDonald (2011) dictionary. As the market reaction approach is used *Cumulative Abnormal Return* (CAR), which focuses primarily on examining the influence of the transcribed tone earnings conference calls on the stock market reaction.

Keywords: Earnings conference calls. Tone. Voluntary disclosure. Capital market

2.1 INTRODUÇÃO

Os avanços tecnológicos que potencializaram o surgimento de novos meios de comunicação e contribuíram para o aumento da velocidade das transações no mercado financeiro, também estimularam uma mudança comportamental. Em uma sociedade em que a informação é requerida em tempo real, busca-se cada vez mais alternativas eficientes para gerar, transmitir e processar informações, fato que ocasiona uma reconfiguração do processo de tomada de decisão. Se a informação é importante, cabe aos agentes utilizar meios alternativos de divulgação, dentre os quais se destacam as teleconferências de resultados.

As teleconferências de resultados são habitualmente realizadas após o anúncio trimestral dos resultados financeiros (Milian & Smith, 2017). Esse evento corporativo oportuniza a interação verbal entre os representantes e os analistas que acompanham a companhia. Como resultado, a transcrição da narrativa empregada pelos participantes desse evento, configura-se como uma fonte de informação diferenciada, que amplia a capacidade analítica dos números presentes nas demonstrações financeiras (Kearney & Liu, 2014), tendo um grau de importância semelhante a outros ativos da companhia (Adorisio, 2015; Dhir, 2005; Hartman & Lenk, 2001).

Nesse contexto, as teleconferências de resultados têm se tornado um importante canal de divulgação voluntária. De uma forma geral, a divulgação voluntária pode ser usada para mitigar problemas de assimetria de informação, incluindo risco moral e seleção adversa (Grossman, 1981; Spence, 1973). Por sua vez, a teleconferência pode ser utilizada como métrica da informatividade presente nas demonstrações contábeis (Tasker, 1998). Além da comunicação ao mercado, esse instrumento aprimora a previsão dos analistas (Rocci & Raimondo, 2017), permite que a administração envolva as partes interessadas de forma proativa (Beattie, Dhanani, & Jones, 2008) e aumenta a visibilidade e a valorização da percepção da empresa (Williams, 2008). Portanto, divulgar informações adicionais aos investidores é uma estratégia racional para sinalizar o valor da companhia (Watts & Zimmerman, 1986).

A teleconferência de resultados é um instrumento abrangente, que pode ser utilizado por qualquer tipo de empresa, independentemente da qualidade de sua informação contábil. Assim, as empresas com baixa qualidade contábil têm uma maior

probabilidade de realizar teleconferências de resultados (Tasker, 1998). Dentre os incentivos para a divulgação voluntária por esse canal de comunicação cabe destacar os efeitos positivos sobre a qualidade e a transparência dos relatórios contábeis (Chan, Lee, Petaibanlue, & Tan, 2017). Além disso, em situações em que as práticas de relações são difundidas, as teleconferências de resultados passam a ser percebidas como item obrigatório pelas principais partes interessadas (Ryan & Jacobs, 2005).

O tom transcrito nas teleconferências de resultados geralmente é medido por meio de análise de conteúdo, na qual se busca interpretar o discurso por meio de categorização de palavras (Bardin, 2011), desenvolvendo-se dicionários ou listas de palavras predefinidas. No caso das teleconferências de resultados, os dados textuais obtidos nas transcrições do discurso efetuado nesses eventos corporativos, são confrontados com uma lista de palavras, obtendo-se, assim, a identificação do tom em positivo, negativo ou outras classificações existentes, conforme o dicionário utilizado.

Diante do exposto, um desafio recente da literatura é quantificar o grau de informatividade incremental presente nas teleconferências de resultados trimestrais. Para esse fim, desenvolveu-se uma vertente de análise, em que o tom transcrito nas teleconferências de resultado é utilizado como preditor de retornos ou volume anormais de negociação. Além da informação adicional gerada nesse evento corporativo, a partir do estudo das teleconferências de resultados, a avaliação da forma com que o mercado assimila essas informações ou a categorização da qualidade dessas informações, configuram-se como vertentes de análise possíveis.

Em virtude dos avanços da comunicação corporativa, a presente revisão sistemática tem o objetivo de sintetizar e avaliar os principais resultados de estudos empíricos efetuados pela literatura sobre as teleconferências de resultados, no período de 1998 a 2018. Como estratégia analítica, optou-se por examinar os artigos que, em seu arcabouço de análise, utilizaram os seguintes termos: *tone*; *conference calls*; *disclosure*; *analysts*; *managers* e *voluntary*. Com a definição dos critérios a serem adotados, em termos de terminologias a serem pesquisadas, delimitação temporal e recorte linguístico (artigos publicados em inglês), a presente revisão bibliográfica é composta por 21 artigos publicados em cinco periódicos diferentes, no período de 1999 a 2018.

2.2 TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS COMO UM MEIO DE DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA

Seguindo o pressuposto de que a teoria contábil tem os deveres de fornecer subsídios para a compreensão dos motivos das escolhas de seus procedimentos, e de possuir a capacidade de prever eventos futuros, Watts e Zimmerman (1986) definem o poder explicativo e preditivo dessa teoria. Sob essa abordagem positiva, um marco na pesquisa contábil é a discussão sobre a ampliação do fornecimento de informações aos usuários de mercado (Yamamoto & Salotti, 2006).

Dessa perspectiva, a divulgação financeira é considerada uma das principais formas de comunicação entre a organização e os usuários interessados em avaliar o desempenho da administração. Isto reforça o pronunciamento do *Financial Accounting Standard Board* (FASB), que por meio do *Statement of Financial Accounting Concepts* (SFAC) n.º 1, postula que a divulgação financeira deve incluir interpretações e explicações com o objetivo de auxiliar os usuários a entenderem a informação financeira divulgada Financial Accounting Standards Board (FASB, 1978).

A divulgação financeira consiste em representações narrativas e numéricas da posição financeira e do desempenho da companhia, a qual pode explicar criticamente pressupostos gerenciais, estimativas, julgamentos e fontes de incertezas de estimativas, a fim de esclarecer as políticas contábeis e financeiras implementadas na companhia (Latridis, 2016). De modo geral, a representação numérica é composta por demonstrações financeiras, enquanto a representação narrativa está presente em notas explicativas, nas assembleias, em apresentações de analistas, *press releases* e em teleconferências de resultados.

Nesse contexto, ambas as formas de divulgação são utilizadas de maneira intercambiável pelos investidores. Para interpretação das representações numéricas, os investidores verificam as explicações contidas no relatório fornecido pela companhia (Fernández, 2016). Assim, a divulgação da narrativa contábil fornece um canal para os gestores transmitirem informações contextuais sobre as suas companhias aos participantes do mercado, com o intuito de influenciar os investidores e manter a confiança e a credibilidade nas ações de suas companhias (Beattie, 2014).

De modo geral, a narrativa contábil não é considerada como um novo conceito, uma vez que o *International Accounting Standards Board* (IASB), em 2010, já demonstrava a preocupação com o uso de narrativas contábeis no pacote de

relatórios financeiros das companhias (Adorisio, 2015). Nesse contexto, dentre as divulgações obrigatórias, os reguladores concentram atenção na seção de comentários dos gerentes no relatório anual (Beattie et al., 2008). Com a disseminação do uso de teleconferências de resultado, esperam-se avanços em termos de regulação, com efeitos positivos sobre a qualidade da informação contábil.

A divulgação de informações financeiras pode ser classificada como obrigatória ou voluntária. A divulgação obrigatória abrange as informações periódicas de companhias abertas exigidas pelas Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no Brasil ou pelas associações de cada país. Ao passo que a divulgação voluntária envolve informações que não são reguladas por lei, mas que oferecem maior transparência para a companhia no âmbito corporativo (Lima, 2007). Nesse contexto, o estímulo da divulgação voluntária proporciona melhoria informacional ao mercado de capital ao fornecer informações de qualidade capazes de satisfazer os anseios dos investidores (Yamamoto & Salotti, 2006).

A motivação para divulgação voluntária pode estar relacionada com a presença de assimetria de informação, o aumento da cobertura de analistas, o controle corporativo, a remuneração de ações ou o talento gerencial. Enquanto que restrições podem reduzir ou limitar o uso desse canal de comunicação, como é o caso do risco de litígios, custos proprietários, custos políticos e custos de agência (Graham, Harvey, & Rajgopal, 2005).

Independentemente da classificação, a essência da divulgação é sempre a mesma, a de apresentar informações quantitativa e qualitativa de maneira ordenada e mais completa possível, a fim de propiciar uma base adequada de informação para o usuário (Ludícibus, 2009). Uma diferença importante entre essas divulgações, é que a divulgação obrigatória tem caráter reativo, enquanto a voluntária pode ser utilizada de forma proativa. Apesar do mesmo propósito das divulgações obrigatórias e voluntárias, as diferenças na forma ou nos meios utilizados, fazem com que não seja possível, tratar a divulgação contábil como uma teoria abrangente ou unificada.

Para avaliar as diferentes categorias de divulgação contábil, Verrecchia (2001) criou a seguinte taxonomia: Divulgação Baseada em Associação (*Association-Based Disclosure*); Divulgação Baseada em Eficiência (*Efficiency-Based Disclosure*) e Divulgação Baseada em Julgamento (*Discretionary-Based Disclosure*). A vertente teórica da Divulgação Baseada em Associação avalia a influência de uma divulgação no comportamento dos preços e o volume de negociações dos ativos

(Lima, 2007). A Divulgação Baseada em Eficiência investiga quais configurações da divulgação são mais usuais na ausência de conhecimento passado sobre a informação (Yamamoto & Salotti, 2006). Por fim, a Divulgação Baseada em Julgamento questiona em quais situações haverá ou não divulgação, com base no julgamento subjetivo do representante corporativo (Yamamoto & Salotti, 2006).

Cabe destacar que, enquanto na Divulgação Baseada em Associação, o *disclosure* torna-se uma variável exógena e essa vertente de análise se preocupa com os seus efeitos *ex post* (Yamamoto & Salotti, 2006), na Divulgação Baseada em Eficiência, informações *ex ante* e variáveis endógenas são utilizadas para identificar os tipos de divulgação mais eficientes ou preferidos pelas companhias (Goldner, 2006). Nesse contexto, as teleconferências de resultados são um meio de divulgação voluntária que se enquadra como Divulgação Baseada em Associação.

De acordo com o *National Investor Relations Institute* (NIRI), as teleconferências de resultados estão entre os meios de divulgação de informações que têm ganhado notoriedade nas companhias com o mercado acionário, configurando-se como um fórum em que as companhias podem fornecer informações detalhadas aos interessados (NIRI, 2004). A partir da década de 1990, as empresas começaram a utilizar as teleconferências para discutir seus resultados (Miller & Skinner, 2015), sendo que, rapidamente, o uso de teleconferências passou a ser associado a maiores níveis de divulgação (Frankel et al., 1999).

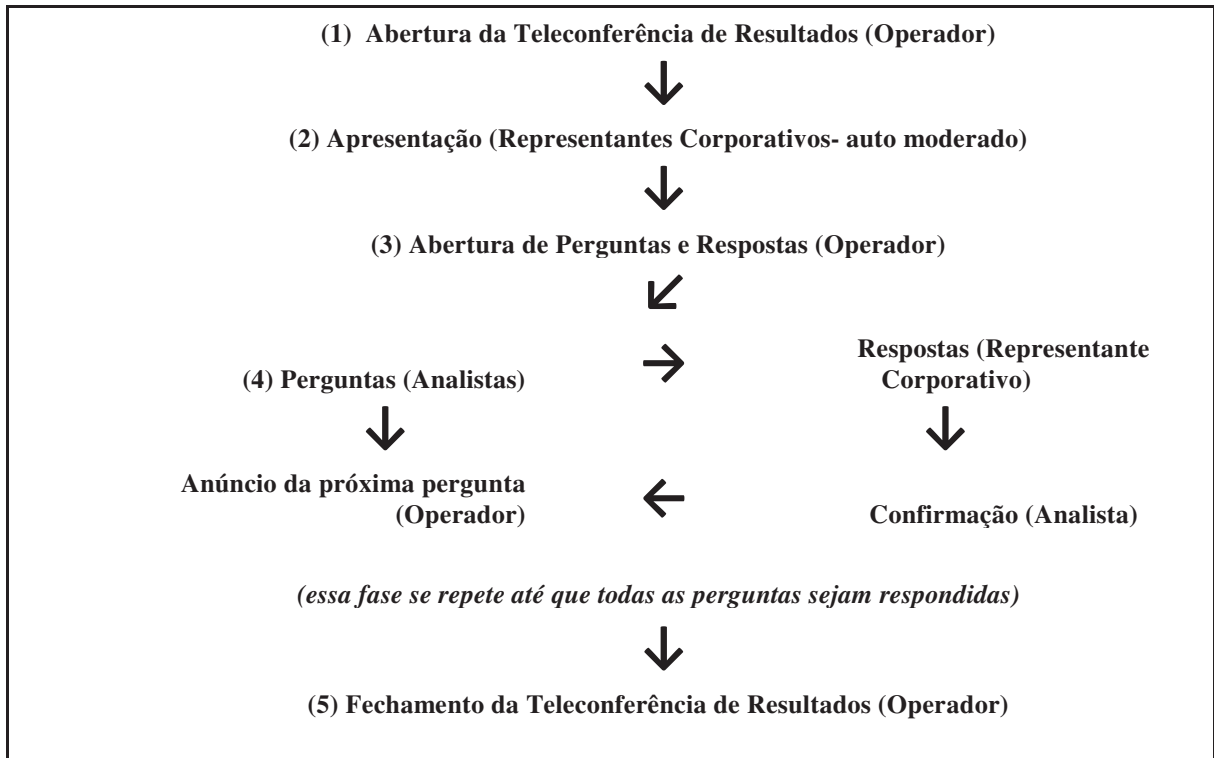
Com a disseminação do uso desse canal de divulgação, em 2000, foi aprovada a *Regulation Fair Disclosure* (Reg FD) pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), em um esforço para impedir a divulgação seletiva de informações a um grupo específico de investidores. Mesmo no caso da divulgação voluntária, a regra prima pela ampla e irrestrita publicidade das informações.

A teleconferência é um tipo de acesso remoto via ligação telefônica, na qual um ou mais representantes corporativos conversam, alternadamente, com vários membros da comunidade de investimentos ao mesmo tempo, para relatar os seus resultados trimestrais. Para Palmieri, Rocci, & Kudrautsava (2015), participantes desse evento corporativo são divididos em três categorias: a) os representantes corporativos; b) a comunidade de investimentos; e por fim c) o operador.

Dentre os representantes corporativos cabe destacar o *Chief Executive Officer* (CEO), o *Chief Financial Officer* (CFO) e o departamento de *Investor Relations* (IR). Por sua vez, a comunidade de investimento geralmente é representada por analistas financeiros e outros investidores, em particular, aqueles que acompanham regularmente a empresa e participam ativamente da chamada fazendo perguntas. Os analistas podem ser categorizados como *buy-side*, grupo que abrange os analistas e os gestores de fundos de investimento, e *sell-side*, grupo composto por profissionais que atuam em bancos e corretoras de valores. E, por fim, o operador, que coordena as principais fases da conferência, podendo ser interno ou externo. Assim, para Brockman, Li & Price (2015), é possível empreender estudos para isolar os efeitos desses agentes no tom exposto das teleconferências de resultados.

Quanto à execução da teleconferência, cabe destacar as sessões: a) de apresentação dos representantes corporativos, b) de perguntas e respostas (Q&A) e, c) de finalização da reunião. Na primeira sessão, o representante corporativo fornece uma explicação do desempenho trimestral e de qualquer outra informação adicional voluntária. Na segunda sessão, os participantes podem perguntar ao representante corporativo sobre informações não divulgadas ou qualquer informação divulgada com pouco esclarecimento. E na finalização, o representante faz comentários gerais, e o operador realiza as despedidas aos participantes (FIGURA 2-1). Para Blau et al. (2015), é possível avaliar a influência de cada sessão na tomada de decisão dos investidores.

FIGURA 2-1. MACROESTRUTURA DAS TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS



Fonte: Palmieri et al. (2015).

A interação entre os diferentes agentes ocorre principalmente no momento de Q&A, no qual se pode avaliar o posicionamento, a atuação e a influência de cada representante corporativo. Nesse contexto, diferentemente de qualquer outro mecanismo de divulgação obrigatória ou voluntária, a teleconferência oportuniza o questionamento direto ao gestor sobre as informações divulgadas pela empresa (Moreira, Ramos, Kozak-Rogo, & Rogo, 2016).

Uma teleconferência de resultados típica inclui uma apresentação de 15 a 20 minutos, seguida de uma sessão de perguntas e respostas de 30 a 45 minutos na qual o operador atribui perguntas à comunidade de investimentos e controla quem faz as perguntas aos representantes corporativos (Frankel et al., 1999). Em suma, esse evento corporativo ajuda os gerentes a desenvolverem um compromisso com a transparência, por meio de interações com os participantes, e essa comunicação voluntária transmite diversas informações importantes ao mercado.

2.3 METODOLOGIA

A teleconferência de resultados como um mecanismo de divulgação voluntária é uma temática recorrente na literatura, sendo que, para avaliá-la, foram utilizadas terminologias distintas. Em uma pesquisa preliminar, nos mecanismos de busca Portal de Periódicos da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), Scielo e Google Acadêmico, foi possível identificar alguns termos recorrentes na literatura: tom, teleconferências de resultados, divulgação, analistas, gerentes e voluntária.

Esta pesquisa bibliográfica tem caráter exploratório e descritivo, sendo empreendida de forma sistemática com a finalidade de identificar e avaliar os resultados de estudos empíricos sobre a temática de interesse. A revisão de literatura foi desenvolvida por meio dos recursos avançados de busca do *Science Direct* e *Web of Science*. A triagem dos artigos obedeceu a quatro critérios principais: a) artigos científicos publicados no período de 1999 a 2018; b) artigos que continham em seus títulos ou palavras-chave as terminologias em inglês: *tone*, *conference calls*, *disclosure*, *analysts*, *managers* e *voluntary*, c) que continham em seu título, palavra-chave ou resumo, análises sobre as teleconferências de resultados e além disso, d) artigos pertencentes às revistas específicas. Para este último critério, pesquisou-se na SCImago Journal Rank (SJR) usando-se as áreas *Business* e *Management* e *Accounting* e a categoria *Accounting*, ranqueadas nos quartis Q1. Por fim, como recorte linguístico, optou-se por avaliar artigos publicados em inglês nas 15 melhores revistas da área contábil.

Na TABELA 2-1, identificam-se os 15 periódicos contábeis incluídos no SJC em 2017 e apresentam-se informações sobre SJR, H index e o número de artigos encontrados com as terminologias utilizadas.

TABELA 2-1. TOP 15 DOS PERIÓDICOS INCLUÍDOS NO SCIMAGO JOURNAL RANK

Rank	Periódicos	SJR Quartil	H index	Total Docs.	Total Refs.	Ref. / Doc.	Nº de Artigos
1	Journal of Finance	Q1	249	64	3.145	49,14	1
2	Review of Financial Studies	Q1	145	119	6.079	51,08	1
3	Journal of Financial Economics	Q1	206	135	5.916	43,82	1
4	Journal of Accounting Research	Q1	113	36	1.711	47,53	17
5	Journal of Accounting and Economics	Q1	122	55	2.152	39,13	8
6	The Accounting Review	Q1	125	61	3.780	61,97	17
7	Journal of Financial and Quantitative Analysis ...	Q1	97	92	4.517	49,10	10
8	Journal of Money, Credit and Banking	Q1	91	59	2.244	38,03	-
9	Mathematical Finance	Q1	65	43	1.300	30,23	-
10	Review of Accounting Studies	Q1	58	53	2.719	51,30	9
11	Contemporary Accounting Research	Q1	77	83	4.373	52,69	7
12	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Q1	76	80	7.001	87,51	10
13	Critical Perspectives on Accounting	Q1	52	54	4.154	76,93	-
14	Accounting, Organizations and Society	Q1	110	37	2.820	76,22	11
15	Auditing	Q1	58	33	2.169	65,73	-

Nota: As informações sobre os periódicos, como número de trabalhos publicados em cada revista (*Docs.*) e número total de citações do conjunto de artigos publicados em cada periódico (*Refs.*), foram obtidas no SCImago Journal Ranking e referem-se à classificação de 2017.

Em algumas revistas acadêmicas não foi selecionado nenhum artigo, devido ao fato de que estes não apresentavam as palavras-chaves da pesquisa. Do total de 92 artigos científicos, dois periódicos destacam-se, com 17 artigos em cada: *Journal of Accounting Research* e *The Accounting Review*. Com os artigos predefinidos, passou-se para o processo de seleção, usando-se o Software *State of the Art through Systematic Review* (StArt) para realizar uma revisão sistemática.

Restringindo-se àqueles artigos que atendem a alguns padrões mínimos de qualidade, conforme o SJR, tem-se o valor de Q1, com base em critérios próprios definidos: a) publicações escritas em inglês; b) estudos que tenham, como meio de divulgação voluntária, o canal de comunicação das teleconferências de resultados; c) publicações que apresentem pelo menos palavras de busca no Título, Keywords e Resumo; d) publicações feitas nos últimos 19 Anos; e) artigos que estejam no mecanismo de busca das revistas; f) artigos com score (Sc) acima de 0 (Conforme o método de cálculo pelo software Start, ou seja, a *Keywords* (a pontuação foi a seguinte: 5 pontos para o título, 5 pontos para o resumo, 2 pontos para palavra-chave); e por fim, g) artigos que tenham como *Keywords conference calls* no título, resumo ou palavra-chave. Assim, com base nestas classificações mínimas de periódicos resultou-se em 21 artigos (TABELA 2-2).

TABELA 2-2: RESUMO DOS TRABALHOS EMPÍRICOS SELECIONADOS NA REVISÃO DE LITERATURA

N.	Título do Artigo	Revista	Autores	Sc.
1	Management deception, big-bath accounting, and information asymmetry: Evidence from linguistic analysis	Accounting, Organizations and Society	Hope & Wang (2018)	10
2	The Q&A: Under surveillance		Abraham & Bamber (2017)	5
3	Does silence speak? An empirical analysis of disclosure choices during conference calls		Hollander, Pronk, & Roelofsens (2010)	30
4	Conference presentations and the disclosure milieu		Bushee, Jung, & Miller (2011)	45
5	The structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from Tone Dispersion		Allee & Deangelis (2015)	90
6	Linguistic Complexity in Firm Disclosures: Obfuscation or Information?		Bushee, Gow, & Taylor (2018)	24
7	Analyzing speech to detect financial misreporting	Journal of Accounting Research	Hobson, Mayew, Venkatachalam (2012)	5
8	The evolving disclosure landscape: How changes in technology, the media, and capital markets are affecting disclosure		Miller & Skinner (2015)	34
9	Buy-side analysts and earnings conference calls		Jung, Wong, & Zhang (2018)	51
10	Detecting Deceptive Discussions in Conference Calls		Larcker & Zakolyukina (2012)	8
11	An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium		Frankel; Johnson & Skinner (1999)	15
12	Speaking of the short-term: Disclosure horizon and managerial myopia		Brochet, Loumioti & Serafeim (2015)	35
13	Do pennies matter? Investor relations consequences of small negative earnings surprises	Review of Accounting Studies	Frankel, Mayew & Sun (2010)	24
14	The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls		Davis, Ge, Matsumoto & Zhang (2015)	62
15	Who Consumes Firm Disclosures? Evidence from Earnings Conference Calls		Heinrichs, Park & Soites (2018)	34
16	Can Investors Detect Managers' Lack of Spontaneity? Adherence to Predetermined Scripts during Earnings Conference Calls		Lee (2016)	42
17	Executive Extraversion: Career and Firm Outcomes	The Accounting Review	Green, Jame & Lock (2018)	7
18	Managers' Cultural Background and Disclosure Attributes		Brochet, Miller, Naranjo & Yu (2018)	61
19	What Makes Conference Calls Useful? The Information Content of Managers' Presentations and Analysts' Discussion Sessions		Matsumoto, Pronk & Roelofsens (2011)	43
20	Dynamics of CEO Disclosure Style		Bochkay, Chychyła & Nanda (2018)	58
21	The Power of Voice: Managerial Affective States and Future Firm Performance	The Journal of Finance	Mayew & Venkatachalam (2012)	35

Nota: 1.-As informações sobre os artigos selecionados conforme os periódicos, com o **Score** foram obtidos no Software State of the Art through Systematic Review (StArt)

A revista que continha o maior número de artigos com a palavra-chave teleconferência de resultados é o *Journal of Accounting Research*, com nove artigos, e a segunda colocada é a *The Accounting Review*, com seis artigos. Com base nos critérios adotados, a revisão bibliográfica é composta por 21 artigos publicados em cinco periódicos diferentes, no período de 1999 a 2018. Contudo, somente o primeiro artigo sobre o a teleconferências de resultados é da década de 1990 (Frankel et al.,1999), e os demais artigos são do período de 2000-2018. Isso indica que as teleconferências de resultados são uma temática a ser explorada.

A fim de alcançar os objetivos da pesquisa, utilizou-se o gerenciador de revisão sistemática de bibliografia StArt, desenvolvido pelo Laboratório de Pesquisa em Engenharia de Software da Universidade Federal de São Carlos (UFScar).

2.4 VISÃO GERAL DA LITERATURA SELECIONADA

Nos trabalhos avaliados nesta revisão de literatura, o tom transcrito nas teleconferências de resultados é medido por meio de análise de conteúdo. Os principais métodos presentes na literatura da análise de conteúdo em contabilidade e finanças estão divididos em duas categorias: a) abordagens baseadas em dicionário e o b) aprendizagem de máquina (Kearney & Liu, 2014). Com a utilização de um dicionário predefinido, têm-se um programa de computador que emprega um algoritmo de mapeamento que lê o texto e classifica as palavras, frases ou sentenças conforme as categorias do dicionário (Li, 2010). Em relação ao aprendizado de máquina, utiliza-se técnicas estatísticas para codificar e categorizar o conteúdo dos documentos e classificá-los com base na inferência estatística (Li, 2010).

A abordagem baseada em dicionário emprega um glossário elaborado por especialistas da área, que, comumente, identifica as palavras mais relevantes. Atualmente, existem dicionários que capturam o tom em quatro diferentes listas de palavras ou dicionário: a) uma lista de palavras desenvolvida na análise de Henry (2008) dos anúncios de resultados (*Henry Wordlist*); b) uma lista de palavras desenvolvida na análise de Loughran & McDonald (2011) de 10-K fillings (*LM Wordlist*); c) uma lista de palavras do software DICTION (*DICTION Wordlist*), desenvolvido por Roderick Hart; e d) uma lista de palavras do programa General Inquirer (*GI Wordlist*), desenvolvido pelo psicólogo social Philip Stone.

Por meio da análise, é possível notar porque o dicionário mais utilizado na área de finanças é o modelo LM (Loughran & McDonald, 2011). Com levantamento da literatura selecionada, 10 artigos usaram LM *Wordlist* como: (Brochet et al., 2018; Bochkay et al., 2018; Bushee et al., 2018; Jung et al., 2018; Lee, 2016; Allee & Deangelis, 2015; Brochet et al., 2015; Davis et al., 2015; Mayew & Venkatachalam, 2012; e Hobson et al., 2012). O presente estudo corrobora com pesquisas anteriores, confirmando que o dicionário LM é a lista de palavras com maior poder explicativo da área.

Em relação aos artigos pesquisados, cabe destacar o estudo de Davis et al. (2015), em que foram utilizadas três listas diferentes (LM *Wordlist*, DICTION *Wordlist* e HENRY *Wordlist*) para calcular o tom transcrito, o que acabou demonstrando que o LM *Wordlist* é o dicionário que melhor captura as classificações das palavras. Em contrapartida, os estudos de Frankel et al. (2010) e Larcker & Zakolyukina (2012) utilizaram a lista de palavras GI *Wordlist*. Por sua vez, cabe destacar o trabalho de Matsumoto et al. (2011), em que utilizou-se uma lista de palavras personalizada.

Na abordagem original de Loughran & McDonald (2011), foram criadas seis diferentes listas de palavras como: a) *Negative*, b) *Positive*, c) *Uncertainty*, d) *Litigious*, e) *Strong Modal* e f) *Weak modal*. Nas teleconferências de resultados analisadas nesta revisão, identificou-se o uso predominante das listas de palavras positivas e negativas (Brochet et al., 2018; Bochkay et al., 2018; Jung et al., 2018; Lee, 2016; Allee & Deangelis, 2015; Mayew & Venkatachalam, 2012; Frankel et al., 2010).

Nesse contexto, Allee & Deangelis (2015) analisaram a dispersão de tons ao longo da teleconferência, demonstrando que as informações que os gerentes transmitem por meio de suas narrativas afetam a reação dos analistas e dos investidores. Dentre os achados de pesquisa, os autores destacam que, quanto mais disperso for o tom negativo (ou positivo) maior será a resposta negativa (ou positiva) dos investidores. Esse resultado demonstra a preocupação da literatura quanto à forma como a informação contábil é disponibilizada aos *stakeholders*. Assim, identifica-se um viés, em que a percepção dos agentes é afetada pelo julgamento dos responsáveis por sua divulgação.

Nesse contexto, a intervenção intencional no processo de elaboração e divulgação da informação contábil é conhecida na literatura como gerenciamento de resultado. Nessa temática, Hope & Wang (2018) investigaram como a veracidade presente na comunicação dos gerentes afeta a forma como os investidores percebem

o gerenciamento de resultados na modalidade *big-bath accounting*. Assim, os investidores são capazes de discernir quais discursos são enganosos.

Outro estudo com a mesma temática é o de Brochet et al. (2015), que utilizou o valor absoluto dos *accruals* discricionários da empresa, com base no modelo de Jones modificado. Dentre as descobertas desses autores, cabe destacar a medida do horizonte temporal de divulgação que está associada às pressões do mercado de capital e aos incentivos monetários de curto prazo para os executivos. Nesse sentido, os resultados mostram que o horizonte temporal das narrativas das conferências tem influência sobre o comportamento míope dos representantes corporativos.

Considerando que a interpretação precisa do risco e a definição assertiva das estratégias de gestão desse risco dependem do meio de comunicação corporativa utilizado, Mayew & Venkatachalam (2012) foram os primeiros pesquisadores a fornecer evidências sobre o papel da comunicação não verbal em um mercado de capitais. Esses autores sugerem que a emoção vocal exibida pelos gerentes durante as teleconferências tem conteúdo informativo. Empregando uma amostra de arquivos de áudio de teleconferências de resultados, verificaram que os estados afetivos positivos (ou negativos) são provocados pela voz e estão positivamente (ou negativamente) associados a retornos de ações contemporâneos e rentabilidade futura.

Por sua vez, Hobson et al. (2012) mencionam que o uso de emoções para enganar os processos cognitivos provavelmente resulta na criação de marcadores diferentes. Esses marcadores podem ajudar a identificar tentativas de engano, por meio de pistas linguísticas verbais (por exemplo, conteúdo da fala), sugestões não verbais (por exemplo, tom de voz, expressões faciais ou gestos) e alterações fisiológicas (por exemplo, frequência cardíaca). Aplicando o software vocal ao discurso do CEO, os autores descobriram que os marcadores de dissonância vocal estão associados positivamente com a probabilidade de atualizações de irregularidades. Essas pesquisas fornecem evidências sobre o papel das pistas vocais na detecção de relatórios financeiros incorretos.

Outra vertente de análise avalia como os investidores podem incluir a informação voluntária em seus modelos de previsão de retorno anormal. Essas avaliações são úteis para aprimorar a tomada de decisões de investimento e a gestão de portfólio ou de risco. Nesse contexto, no trabalho seminal de Frankel et al. (1999), encontraram-se evidências de que as teleconferências de resultados garantem aos

participantes do mercado uma vantagem informacional temporária e que as mesmas disseminam informações aos participantes do mercado para além das contidas nos correspondentes comunicados à imprensa, como evidenciado por variações de retorno e volumes elevados.

Vale mencionar que, como a teleconferência de resultados é um evento corporativo é necessário utilizar o estudo de evento para tentar predizer se um evento corporativo no mercado de capitais ou na vida de uma determinada companhia afetou o desempenho desta no mercado de ações (Benninga, 2014). Para Campbell, Lo, & MacKinlay (1997), a utilidade do estudo de evento advém da racionalidade do mercado acionário, pois o evento corporativo é imediatamente refletido no mercado acionário. As metodologias mais utilizadas nestes estudos são a do Retorno Anormal Acumulado, que é uma medida dos retornos anormais totais durante a janela do evento conhecida como *Cumulative Abnormal Return* (CAR) — Green et al. (2018); Brochet et al. (2018); Lee (2016); Brochet et al. (2015); Davis et al. (2015); Hobson et al. (2012) —, a do valor de mercado e a Fama-French de três fatores — Allee & Deangelis (2015); Mayew & Venkatachalam (2012).

Aspectos sobre assimetria de informação são usados por reguladores para uma melhor compreensão das narrativas. Sobre esse assunto, Bushee et al. (2018) desenvolveram uma abordagem empírica para estimar dois componentes latentes dentro do contexto das teleconferências de resultados. Especificamente, os autores examinaram a complexidade linguística de analistas de mercado para identificar a parte relacionada à ofuscação e a parcela relacionada à prestação de informações. Em seus resultados, os autores identificaram uma relação negativa (ou positiva) entre o componente de informação estimada (ofuscamento) e assimetria de informação. Em geral, mostrou-se que alguns gerentes de empresas deficitárias usam linguagem complexa para fornecer mais divulgações informativas. Para Hope & Wang (2018), a assimetria de informação aumenta significativamente após grandes manipulações de resultados realizadas por CEOs enganosos em comparação com aquelas realizadas por CEOs menos enganosos.

Em relação aos aspectos do estilo linguístico, os meios de comunicação estabelecidos entre as companhias e os investidores podem transmitir informações úteis sobre o desempenho esperado da empresa. Isto por que o sentimento anunciado pela corporação é útil na análise do papel da informação qualitativa sobre o desempenho das empresas individuais e dos preços de ações (Kearney & Liu, 2014).

Ademais, Abraham & Bamber (2017), com base na teoria da vigilância e interação, exploraram as teleconferências de resultados de forma qualitativa sob a ótica sociológica, demonstrando que os analistas desempenham um papel importante ao lado da administração na construção do discurso corporativo e na divulgação pública. Para entender melhor os resultados das reuniões entre investidores e gestores das companhias, os autores identificaram estratégias, tipos de comportamento, códigos regulatórios e rituais que no momento Q&A servem para confirmar, esclarecer ou verificar se há incoerência nos relatórios. Entretanto, em alguns momentos, os participantes desse evento corporativo preferiram não falar em determinados assuntos por motivo de cortesia e respeito.

Além disso, os avanços recentes na tecnologia e na mídia estão causando mudanças significativas em como os mercados de capital assimilam e respondem à informação. Nesse contexto, Miller & Skinner (2015) constataram que foi aprimorada a compreensão de como os gerentes usam a conferência para complementar a forma como relatam e divulgam o desempenho da empresa; ou seja, qual é o papel da divulgação nos mercados financeiros

Por sua vez, Bushee et al. (2011) salientaram que as apresentações das teleconferências de resultados diferem de outras divulgações voluntárias porque o ambiente pode afetar o participante em relação às suas crenças anteriores sobre a empresa por meio dos sinais de informação obtidos por meio de interações com os representantes corporativos e outros participantes. Dessa forma, o ambiente de divulgação, ou espaço físico e social em que essa divulgação das teleconferências de resultados ocorre, influencia a resposta do mercado à divulgação, afetando a natureza do público e suas interações. Frankel et al., (2010) consideraram em suas análises sobre as características das teleconferências de resultados, a) duração da chamada, b) a diferença escalonada entre o número de palavras positivas e negativas usadas durante a chamada, e c) uma variável de indicador definida para um quando a empresa emite uma previsão de lucros nos três dias centrados na data deste evento corporativo.

As companhias precisam pensar estrategicamente na sua comunicação ao mercado. Nesse planejamento, deve estar inserido um profissional de suma importância: o porta-voz. Esse porta-voz é o responsável por falar em nome da empresa, seja em um momento de crise ou não. Ele deve estar preparado para lançamentos de novos produtos, de marcas ou apresentação de resultados. Nesse

contexto, diversos estudos discorrem sobre os representantes corporativos. Davis et al., (2015) examinaram o impacto do otimismo específico dos representantes corporativos no tom usado em teleconferências de resultados. Esse artigo induziu que as características como gênero, idade, educação e experiências de carreira desses gerentes estão associadas ao otimismo e que o mercado provavelmente reage ao tom de todos esses representantes corporativos.

Larcker & Zakolyukina (2012) analisaram as características linguísticas presentes no CEO e no CFO durante as teleconferências trimestrais. Os autores alegaram que os CEOs e os CFOs sabem se as demonstrações financeiras foram manipuladas e que as narrativas formais e espontâneas desses executivos fornecem pistas que podem ser usadas para identificar comportamentos enganosos (ou mentirosos). Os autores concluíram que CEOs enganosos usam significativamente mais emoção positiva extrema e menos palavras de ansiedade.

Adicionalmente, Bochkay et al. (2018) examinaram empiricamente a dinâmica dos estilos de divulgação de CEOs nas teleconferências de resultados trimestrais como porta-voz da empresa em relação ao mandato da gestão. Em uma análise longitudinal dos CEOs recém-contratados, os autores mostraram que as divulgações prospectivas dos CEOs e o relativo otimismo de suas divulgações diminuem em seu mandato. Além disso, os CEOs contratados externamente e inexperientes são mais orientados para o futuro, enquanto os CEOs mais jovens exibem maior otimismo em suas divulgações. Também cabe destacar que os estilos de divulgação dos executivos não-CEO permanecem invariáveis no tempo sobre o mandato do CEO.

Em relação aos representantes corporativos, podem-se utilizar empiricamente abordagens linguísticas para inferir sobre características executivas não cognitivas (Green et al.,2018) e a cultura étnica dos gerentes (Brochet et al.,2018). Nesse contexto, Green et al. (2018) estimaram a extroversão de cada executivo com base em seus diálogos, pois um porta-voz extrovertido tende a manifestar-se com um comportamento expansivo, falante e energético, enquanto o introvertido manifesta-se em comportamento mais reservado e solitário. Analisando as transcrições das falas dos gerentes nas teleconferências de resultados, os autores descobriram que os aumentos na extroversão do CEO estão associados às melhorias no reconhecimento do investidor e crescimento de vendas. Além disso, CEOs extrovertidos estão associados ao retorno de anúncio de aquisição. Esses achados destacam o papel dos traços de personalidade nesse evento corporativo.

Brochet et al. (2018) encontraram que os analistas respondem positivamente ao tom otimista, mas apenas aqueles que compartilham o perfil étnico do gerente e ajustam suas previsões de resultados para o componente cultural do tom gerencial. Essas descobertas indicam que a origem étnica dos gerentes tem um efeito significativo sobre como eles se comunicam com o mercado de capitais e como o mercado responde a essa divulgação. Por sua vez, Hollander et al. (2010) examinaram as escolhas de divulgação feitas pelas empresas durante as teleconferências de resultados entre gerentes e a comunidade de investimentos. Nessa análise, se os gestores não optam por falar, os investidores interpretam o silêncio negativamente, isto é, eles percebem nenhuma notícia com más notícias. Em suma, os resultados deste estudo sugerem que o silêncio fala no mercado de capitais.

Outro ponto a ser estudado condiz com a análise de se o evento corporativo possui uma macroestrutura dividida em duas partes em que, o primeiro momento os representantes corporativos seguem um roteiro da apresentação dos principais resultados da companhia naquele determinado trimestre e logo após a uma interação com analistas e investidores questionam a gestão. Para Lee (2016), as teleconferências de resultados geralmente envolvem duas partes: a) parcela de discussão (MD), na qual os gestores discutem os resultados do trimestre, e b) uma parte de perguntas e respostas (Q & A), na qual, analistas e investidores questionam a gestão.

Neste contexto, vários estudos trabalharam com essa segmentação das teleconferências de resultados (Bochkay et al., 2018; Brochet et al., 2018; Mayew & Venkatachalam, 2012; Matsumoto et al., 2011). Em contrapartida, outros estudos empíricos somente analisaram o momento de interação entre os participantes (Green et al., 2018; Jung et al., 2018; Hope & Wang, 2018; Abraham & Bamber, 2017; Lee, 2016; Davis et al., 2015; Allee & Deangelis, 2015; Mayew & Venkatachalam, 2012). Há um grupo de trabalhos que somente estudou o momento da apresentação dos porta-vozes da companhia (Bushee et al., 2018; Brochet et al., 2015). Por fim, em outra abordagem, vários estudos realizaram uma análise geral, sem fazer a distinção na macroestrutura das teleconferências de resultados (Heinrichs et al., 2018; Larcker & Zakolyukina, 2012; Bushee et al., 2011; Frankel et al., 2010; Hollander et al., 2010; Frankel et al., 1999).

Heinrichs et al. (2018) examinaram quem consome as teleconferências de resultados. Encontrou-se um interesse significativo em teleconferências de resultados para além dos investidores e dos analistas *sell-side*, sendo que a demanda varia de maneiras previsíveis de acordo com os objetivos desses usuários, ou seja, *buy-side* é o maior consumidor de chamadas de teleconferência. Nessa mesma vertente Jung et al., (2018) salientam que há pouca pesquisa sobre analistas *buy-side* nas teleconferências de resultados das empresas, que são vistas como locais para analistas *sell-side*, para estes fazerem perguntas à administração.

Esses autores encontraram evidências de que — ao contrário da percepção comum de que as teleconferências de resultados são locais para analistas *sell-side* e para os representantes corporativos interagirem — analistas *buy-side* participam de tais chamadas quando o ambiente de informações da companhia é deficiente. Também foi identificado que os investidores institucionais tendem a aumentar ou diminuir sua participação no mercado de ações, em maior grau, quando seus analistas *buy-side* participam da chamada. E, por fim, de que a participação de analista *buy-side* em chamadas em conferência não está associada apenas a negociações em nível de empresa de investimento, mas também aos resultados do mercado de ações em nível de empresa.

2.5 CONCLUSÃO

Com o objetivo de fornecer uma perspectiva sobre os principais avanços na pesquisa sobre as teleconferências de resultados como um meio de divulgação voluntária, essa revisão de literatura avaliou 21 artigos publicados em cinco periódicos diferentes, no período de 1999 a 2018. Este ensaio não pretendeu ser uma revisão exaustiva ou conclusiva sobre o assunto. Pelo caráter seletivo em decorrência dos critérios adotados, registra-se aqui o pedido de indulto aos pesquisadores cujo trabalho não foi incluído ou discutido em detalhes.

Usando as 15 melhores revistas específicas; na web *SCImago Journal Rank (SJR)* na área contábil conforme o *SCImago Journal Rank (SJR)*, a revisão de literatura demonstra que, no período de 2010 a 2018, foi quando houve maior propagação das teleconferências de resultados no mercado norte-americano, devido ao *Regulation Fair Disclosure* (Reg FD). Notou-se também que as frentes de pesquisas na teoria da divulgação podem ser divididas por três fatores principais: a) a

reação de mercado por meio de estudo de eventos; b) manipulação de resultados; e c) assimetria da informação.

Os estudos de eventos permitem estimar como os preços dos ativos reagem a anúncios de eventos econômicos que incluem novas informações relevantes para o valor dos ativos subjacentes. Retornos anormais são a medida crucial para avaliar o impacto de um evento. A métrica de estudo de evento oferece duas medidas diferentes de retornos anormais agregados que são comumente usados em análises de estudo de evento: a) a acumulação de retornos anormais ao longo do tempo produz a medida de retorno anormal cumulativa (CAR) e b) a segunda medida, o retorno anormal *buy-and-hold* (BHAR). Com os achados da revisão, verificou-se que CAR é o mais utilizado entre os autores.

Vale ressaltar que uma característica substancial de um estudo de evento é a escolha de um modelo de retorno normal apropriado. Geralmente, alguns modelos contêm parâmetros que precisam ser estimados como: a) modelo de retorno médio constante; b) modelo de mercado; c) modelo de precificação de ativos de capital, e d) modelos multifatoriais. O Modelo mais utilizado é o de mercado, mas alguns autores utilizaram o modelo de Fama e French, que é um modelo de precificação de ativos que expande o modelo de precificação de ativos de capital (CAPM).

Em relação ao tom transcrito proveniente nas teleconferências de resultados trimestrais, o método computadorizado de análise de conteúdo pode ser baseado por meio da abordagem de dicionário, e o Loughran & McDonald (2011) *WordList* foi o mais utilizado nos artigos pesquisados. Os tons transcritos, analisados conforme o dicionário de Loughran & McDonald (2011), utilizam a divisão entre palavras positivas e negativas.

Este trabalho traz contribuições para a literatura nacional. Ao introduzir a utilização de uma ferramenta automatizada para revisão sistemática, também carrega contribuições por meio de seus resultados e reforça outros estudos e pesquisas sobre o tema, aprimorando o nível de abrangência da teoria da divulgação por meio das divulgações voluntárias. Além disso, incentiva o debate sobre divulgações voluntárias por meio das teleconferências de resultados, que fogem aos padrões da obrigatoriedade regulamentada por lei por ser um meio de comunicação em que há interação entre os representantes corporativos e a comunidade de investimentos.

Dentre limitações enfrentadas por esta pesquisa destaca-se inicialmente o processo de obtenção da amostra, dos artigos em revistas específicas, dado que existe um grande número de revistas especializadas na área contábil. Junto a isso, destaca-se, não somente como limitação da pesquisa, mas também como oportunidade de estudos futuros a possibilidade de pesquisar outros mercados, já que 19 artigos falavam sobre o mercado norte-americano.

Sendo assim, há espaço para desenvolver estudos em mercados emergentes e verificar a qualidade da informação contábil, utilizando as teleconferências de resultados nos períodos anterior e posterior à adoção das Normas Internacionais de Relato Financeiro (IFRS). Ademais, é possível realizar uma análise individual de cada participante das teleconferências de resultados (representantes corporativos, analistas *buy-side* e *sell-side*), já que se verificou que existem poucos estudos com esse tipo de análise. Em outra vertente de análise é possível verificar a etapa da teleconferência, denominada seção de perguntas e respostas, para avaliar como ocorre a interação dinâmica entre os representantes corporativos e a comunidade de investimentos.

Dentre outras possibilidades para futuras pesquisas, sugere-se analisar a relação entre o tom transcrito nas teleconferências de resultados, utilizando outras métricas de estudo de evento para os retornos anormais agregados, ou seja, o modelo do BHAR, que não foi explorado neste levantamento de pesquisa. Também é possível verificar se há conformidade para o uso do dicionário de Loughran & McDonald (2011) em outros mercados e com a categorização de palavras utilizadas (positiva/negativa) de forma mais contextualizada com o cenário financeiro e contábil, a fim de aumentar o poder de explicação do tom transcrito extraído desta divulgação voluntária.

REFERÊNCIAS

Abraham, S., & Bamber, M. (2017). The Q & A : Under surveillance. *Accounting, Organizations and Society*, 58, 15–31. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2017.04.001>

Adoriso, A. L. M. (2015). A narrative lens for financial communication: Taking the “linguistic turn.” *Studies in Communication Sciences*, 15(1), 77–82. <https://doi.org/10.1016/j.scoms.2015.03.010>

Allee, K. D., & Deangelis, M. D. (2015). the structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from tone dispersion. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 241–274. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12072>

- Bardin, L. (2011). *Análise de Conteúdo* (1ª Edição). São Paulo: Edições 70.
- Beattie, V. (2014). Accounting narratives and the narrative turn in accounting research: Issues, theory, methodology, methods and a research framework. *British Accounting Review*, 46(2), 111–134. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.05.001>
- Beattie, V., Dhanani, A., & Jones, M. J. (2008). Investigating presentational change in U.K. annual reports: A longitudinal perspective. *Journal of Business Communication*, 45(2), 181–222. <https://doi.org/10.1177/0021943607313993>
- Benninga, S. (2014). *Financial Modeling* (Fourth). Massachusetts: MIT Press Books.
- Blau, B. M., DeLisle, J. R., & Price, S. M. (2015). Do sophisticated investors interpret earnings conference call tone differently than investors at large? Evidence from short sales. *Journal of Corporate Finance*, 31, 203–219. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.02.003>
- Bochkay, K., Chychyla, R., & Nanda, D. (2018). Dynamics of CEO Disclosure Style. *The Accounting Review*, in press. <https://doi.org/10.2308/accr-50982>
- Brochet, F., Loumiotis, M., & Serafeim, G. (2015). *Speaking of the short-term: disclosure horizon and managerial myopia*. *Review of Accounting Studies* (Vol. 20). Springer US. <https://doi.org/10.1007/s11142-015-9329-8>
- Brochet, F., Miller, G. S., Naranjo, P., & Yu, G. (2018). Managers' Cultural Background and Disclosure Attributes Francois. *The Accounting Review*, in press. <https://doi.org/10.2308/accr-50982>
- Brockman, P., Li, X., & Price, S. M. (2015). Differences in Conference Call Tones: Managers vs. Analysts. *Financial Analysts Journal*, 71(4), 24–42. <https://doi.org/10.2469/faj.v71.n4.1>
- Bushee, B. J., Gow, I. D., & Taylor, D. J. (2018). Linguistic Complexity in Firm Disclosures: Obfuscation or Information? *Journal of Accounting Research*, 56(1), 85–121. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12179>
- Bushee, B. J., Jung, M. J., & Miller, G. S. (2011). Conference Presentations and the. *Journal of Accounting Research*, 49(5), 1163–1192. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00426.x>
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. C., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets* (Princeton). Princeton, NJ.
- Chan, A. L., Lee, E., Petaibanlue, J., & Tan, N. (2017). Do board interlocks motivate voluntary disclosure ? Evidence from Taiwan. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(2), 441–466. <https://doi.org/10.1007/s11156-016-0557-1>
- Davis, A. K., Ge, W., Matsumoto, D., & Zhang, J. L. (2015). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 20, 639–673. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9309-4>

Dhir, K. S. (2005). The value of language : concept , perspectives , and policies. *Corporate Communications: An International Journal*, 10(4), 358–382. <https://doi.org/10.1108/13563280510630151>

Fernández, Ó. S. (2016). ¿ Es neutral la información sobre resultados ? *Revista de Contabilidade - Spanish Accounting Review*, 19(2), 204–215. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.09.001>

Financial Accounting Standards Board (FASB). (1978). Statement of Financial Accounting Concepts No. 1. Retrieved from https://www.fasb.org/resources/ccurl/816/894/aop_CON1.pdf

Frankel, R., Johnson, M., & Skinner, D. J. (1999). An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 133–150. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2491400>

Frankel, R., Mayew, W. J., & Sun, Y. (2010). Do pennies matter? Investor relations consequences of small negative earnings surprises. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 220–242. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9089-4>

Goldner, F. (2006). *O disclosure das demonstrações contábeis e financeiras dos maiores bancos brasileiros o disclosure das demonstrações contábeis e financeiras dos maiores bancos brasileiros*. Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças. Retrieved from http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/8/Dissertacao Fabio Goldner.pdf

Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>

Green, T. C., Jame, R., & Lock, B. (2018). Online Early — Preprint of Accepted Manuscript preprint accepted manuscript. *Journal of International Accounting Research*, 90(4), 1395–1435. <https://doi.org/10.2308/accr-50982>

Hartman, J., & Lenk, M. M. (2001). Strategic communication capital as an intangible asset. *International Journal on Media Management*, 3(3), 147–153. <https://doi.org/10.1080/14241270109389959>

Heinrichs, A., Park, J., & Soltes, E. F. (2018). Who Consumes Firm Disclosures? Evidence from Earnings Conference Calls. *Journal of International Accounting Research*, 90(4), 1395–1435. <https://doi.org/10.2308/accr-50982>

Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication*, 45(4), 363–407. <https://doi.org/10.1177/0021943608319388>

Hobson, J. L., Mayew, W. J., & Venkatachalam, M. (2012). Analyzing Speech to Detect Financial Misreporting. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 349–392. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00433.x>

- Hollander, S., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2010). Does silence speak? An empirical analysis of disclosure choices during conference calls. *Journal of Accounting Research*, 48(3), 531–563. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00365.x>
- Hope, O. K., & Wang, J. (2018). Management deception, big-bath accounting, and information asymmetry: Evidence from linguistic analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 70(February), 33–51. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2018.02.004>
- Iudícibus, S. de. (2009). *Teoria da Contabilidade*. (Atlas, Ed.). São Paulo.
- Jung, M. J., Wong, M. H. F., & Zhang, X. F. (2018). Buy-Side Analysts and Earnings Conference Calls. *Journal of Accounting Research*, 56(3), 913–952. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12180>
- Kearney, C., & Liu, S. (2014). Textual sentiment in finance: A survey of methods and models. *International Review of Financial Analysis*, 33, 171–185. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.02.006>
- Larcker, D. F., & Zakolyukina, A. A. (2012). Detecting Deceptive Discussions in Conference Calls. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 495–540. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00450.x>
- Latridis, G. E. (2016). Financial reporting language in financial statements : Does pessimism restrict the potential for managerial opportunism ? *International Review of Financial Analysis*, 45, 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.02.004>
- Lee, J. (2016). Can investors detect managers' lack of spontaneity? Adherence to predetermined scripts during earnings conference calls. *Accounting Review*, 91(1), 229–250. <https://doi.org/10.2308/accr-51135>
- Li, F. (2010). The information content of forward- looking statements in corporate filings-A naïve bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049–1102. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>
- Lima, G. A. S. F. de. (2007). *Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras*. Universidade de São Paulo. <https://doi.org/10.11606/T.12.2007.tde-26112007-165145>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks. *Journal of Finance*, 66(1), 35–65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>
- Matsumoto, D., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2011). What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions. *The Accounting Review*, 86(4), 1383–1414. <https://doi.org/10.2308/accr-10034>

Mayew, W. J., & Venkatachalam, M. (2012). The Power of Voice : Managerial Affective States. *The Journal of Finance*, LXVII(1), 1–43.

<https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01705.x>

Milian, J. A., Smith, A. L., Milian, J. A., & Smith, A. L. (2017). An Investigation of Analysts ' Praise of Management During Earnings Conference Calls An Investigation of Analysts ' Praise of Management During Earnings Conference Calls. *Journal of Behavioral Finance*, 18(1), 65–77. <https://doi.org/10.1080/15427560.2017.1276068>

Miller, G. S., & Skinner, D. J. (2015). The evolving disclosure landscape: How changes in technology, the media, and capital markets are affecting disclosure. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 221–239. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12075>

Moreira, N. C., Ramos, F., Kozak-Rogo, J., & Rogo, R. (2016). Exemplo. *BBR - Brazilian Business Review*, 13(6), 304–329.

<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2016.13.6.6>

National Investor Relations Institute (NIRI). (2004). No Tit. Retrieved from <https://www.niri.org/advocacy/regulations/regulation-fair-disclosure>

Palmieri, R., Rocci, A., & Kudrautsava, N. (2015). Argumentation in earnings conference calls. Corporate standpoints and analysts' challenges. *Studies in Communication Sciences*, 15(1), 120–132.

<https://doi.org/10.1016/j.scoms.2015.03.014>

Rocci, A., & Raimondo, C. R. (2017). Conference Calls a Communication Perspective. In *The Handbook of Financial Communication and Investor Relations* (p. 293).

Ryan, T., & Jacobs, C. (2005). *Using investor relations to maximize equity valuation* (John Wiley).

Spence, M. (1973). *Job market signaling*. *Quarterly Journal of Economics* (Vol. 87). Academic Press, INC. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>

Tasker, S. C. (1998). Bridging the Information Gap: Quarterly Conference Calls as a Medium for Voluntary Disclosure. *Review of Accounting Studies*, 3(1–2), 137–167.

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

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory* (Prentice-H).

Williams, C. C. (2008). Toward a taxonomy of corporate reporting strategies. *Journal of Business Communication*, 45(3), 232–264. <https://doi.org/10.1177/0021943608317520>

Yamamoto, M. M., & Salotti, B. M. (2006). *Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais* (Atlas). São Paulo.

3 A RELAÇÃO ENTRE O TOM TRANSCRITO NAS TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS E O RETORNO ACIONÁRIO NOS PERÍODOS PRÉ E PÓS ADOÇÃO DAS IFRS NO BRASIL

RESUMO

O objetivo deste estudo é examinar a relação entre o tom transcrito nas teleconferências de resultados e o retorno das ações nos períodos pré e pós-adoção das Normas Internacionais de Relato Financeiro — *International Financial Reporting Standards* (IFRS) — para as empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). A partir da técnica de análise de dados em painel, testa-se a hipótese de relação positiva entre o tom transcrito nas teleconferências de resultados e o retorno anormal antes e após o período de adoção das IFRS, por meio da análise de uma amostra de 84 companhias brasileiras listadas no índice Ibovespa, no período de 2006-2015, que totalizou 2134 transcrições das teleconferências de resultados. Os resultados indicam que o tom transcrito nas teleconferências de resultados trimestrais afeta o retorno anormal, e tais resultados também são identificados em países desenvolvidos. Os resultados também indicam que a adoção das IFRS reforça o efeito positivo do tom no retorno anormal. Este estudo é o primeiro a examinar os efeitos da adoção das IFRS na relação entre as teleconferências de resultados e o retorno anormal tendo como base dados contábeis de empresas brasileiras.

Palavras-chave: Teleconferências de resultados. Tom. Divulgação voluntária. Mercado de capitais. IFRS

ABSTRACT

The objective of this study is to examine the relationship between the tone transcribed in the earnings conference calls and the return of the actions in the periods before and after adoption of the International Financial Reporting Standards (IFRS) for Brazilian companies listed in Brasil, Bolsa, Balcão (B3). From the panel data analysis technique, the hypothesis of a positive relationship between the tone transcribed in the results conference calls and the abnormal return before and after the IFRS adoption period is tested by analyzing a sample of 84 Brazilian companies listed on the Ibovespa index, in the period 2006-2015, which totaled 2134 transcripts of the earnings conference calls. The results indicate that the tone transcribed in the quarterly earnings conference calls affect the abnormal return, and such results are also identified in developed countries. The results also indicate that the adoption of IFRS reinforces the positive tone effect on the abnormal return. This study is the first to examine the effects of the adoption of IFRS in earnings conference calls of results in the abnormal return based on accounting data of Brazilian companies.

Keywords: Earnings conference calls. Tone. Voluntary disclosure. Capital market. IFRS

3.1 INTRODUÇÃO

A comunicação contábil é composta por uma rede heterogênea de estruturas de linguagem. A abordagem positiva, focada tanto na compreensão quanto na previsão dos efeitos das escolhas contábeis, ganhou um novo contorno com o trabalho de Watts & Zimmerman (1986). Essa abordagem tem como ênfase a maximização da utilidade e racionalidade econômica (Beattie, 2014) e a transmissão de informações aos usuários de mercado (Yamamoto & Salotti, 2006).

Para o Comitê de Pronunciamento Contábil (CPC), a comunicação da organização com os usuários da informação contábil deve ser realizada de forma objetiva, pautada nos critérios de relevância e representação fidedigna, sendo completa, neutra e livre de erro (CPC, 2011). Cabe destacar que o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), em 1978, já demonstrava a preocupação com caráter explicativo das divulgações financeiras (FASB, 1978). Nesse contexto, com o advento da abordagem positiva da contabilidade, disseminaram-se estudos relacionados à divulgação voluntária, dentre os quais cabe destacar as previsões dos gestores, apresentações de analistas, *press releases* e teleconferências de resultados (Moreira, Ramos, Kozak-Rogo, & Rogo, 2016).

As informações divulgadas de forma voluntária contribuem para reduzir o risco, a assimetria informacional e o custo de capital e para aumentar a transparência organizacional, com efeitos sobre os preços das ações e a liquidez de mercado (Beyer, Cohen, Lys & Walther, 2010). Nesse ínterim, a contabilidade tem potencial de transmitir informações que vão além dos números expressos nas demonstrações financeiras (Frankel, Johnson, & Skinner, 1999; Chin, Chen, & Liang, 2013; Kearney & Liu, 2014). Assim, as representações numérica e narrativa passam a expressar a posição financeira e o desempenho da companhia (Latridis, 2016). Com isso, destaca-se a importância em analisar os elementos textuais presentes na divulgação financeira voluntária, com o intuito de compreender a influência dessas informações textuais no mercado de capitais.

As divulgações narrativas têm a capacidade de expressar os pressupostos gerenciais, as estimativas, as escolhas ou as políticas contábeis e financeiras implementadas pela companhia (Latridis, 2016), bem como, influenciar o nível de confiança dos investidores e apontar os canais de transmissão de informação entre a companhia e os participantes do mercado acionário (Beattie, 2014). Adicionalmente,

a narrativa contábil direciona a interpretação dos números presentes nas demonstrações financeiras numéricas (Fernández, 2016), dado que um número em si pode ser passível de julgamento subjetivo. Ou seja, a narrativa contábil, como forma de linguagem da empresa, tem seu grau de importância equiparado a outros ativos da companhia (Dhir, 2005; Hartman & Lenk, 2001; Adorisio, 2015).

O presente estudo tem como foco de análise a divulgação voluntária presente nas teleconferências de resultados. Essas reuniões destacam-se pelo seu papel informativo ao compartilhar com o mercado as informações e expectativas da administração da empresa (Bassemir, Novotny-farkas, & Pachta, 2013), sendo um canal flexível de diálogo, no qual os gestores e analistas dão esclarecimentos sobre a companhia (Chin et al., 2013).

Os questionamentos durante as teleconferências permitem que os analistas emitam suas opiniões de forma argumentativa, para esclarecer suas dúvidas ou confirmar suas inferências (Palmieri, Rocci, & Kudrautsava, 2015). Nas teleconferências, o processo interativo é dinâmico, distinguindo-se do processo estático que ocorre na divulgação de relatórios anuais, comunicados de imprensa e artigos de notícias, entre outros (Blau, DeLisle, & Price, 2015). As teleconferências de resultados são usadas por muitas companhias para facilitar a transferência de informações da administração para os investidores, configurando-se como importante fonte de informação usada pelos pesquisadores na análise de conteúdo, para examinar as reações do mercado (Brockman, Li, & Price, 2017).

Uma contribuição do presente estudo é a análise do tom expresso nas teleconferências de resultados no contexto de empresas não norte-americanas. Na literatura, difundem-se estudos de teleconferências de resultados em companhias norte-americanas (Doran, Peterson, & Price, 2012 ; Blau et al., 2015; Palmieri et al., 2015; Henry & Leone, 2016). Estudos em outros países podem apontar diferentes graus de incentivo para a divulgação voluntária, afetando a qualidade e a transparência dos relatórios (Chan, Lee, Petaibanlue, & Tan, 2017).

Na literatura internacional, disseminam-se estudos sobre o tom transcrito nas narrativas contábeis presentes em relatórios contábeis obrigatórios. Como exemplo, pode-se destacar o estudo dos relatórios anuais de empresas britânicas listadas na *London Stock Exchange* (Yekini, Wisniewski, & Millo, 2016), ou das empresas listadas na bolsa de valores brasileira (Pagliarussi, Aguiar, & Galdi, 2016), e por fim, do tom

transcrito na Assembleia Geral Ordinária de empresas alemãs (Banner, Pauls, & Walter, 2016).

Na estruturação do modelo de análise do presente estudo, além da avaliação do uso dos termos em inglês, em um país de língua portuguesa, como é o caso do Brasil, pretende-se identificar possíveis mudanças no tom presente em teleconferências decorrente de mudanças nas normas contábeis. Nesse contexto, inclui-se na análise uma variável explicativa representando a mudança dos *Brazilian Generally Accepted Accounting Principles* (BRGAAP) para as Normas Internacionais de Relato Financeiro – *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

Nesse âmbito, as IFRS definem as ações que devem ser seguidas para mensuração, reconhecimento, apresentação e divulgação de informações financeiras, econômicas e patrimoniais da entidade. O principal objetivo das demonstrações financeiras em IFRS é dar informações sobre a posição financeira, os resultados e as mudanças na posição financeira de uma entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários (investidores, empregados, fornecedores, clientes, instituições financeiras ou governamentais, agências de notação e público) em suas tomadas de decisão. Assim, os elementos das demonstrações financeiras podem apresentar características qualitativas como: a) compreensibilidade; b) relevância; c) confiabilidade, e d) comparabilidade.

A adoção de uma variável para avaliar as mudanças no tom transcrito nas teleconferências, antes e depois da ação das IFRS justifica-se na medida em que a padronização internacional da contabilidade se configura como um choque exógeno, com potenciais efeitos sobre a narrativa contábil (Lang & Stice-Lawrence, 2015). Assim, em um ambiente de mudanças no sistema contábil, as relações entre as características textuais analisadas e as variáveis econômicas ainda não é tão clara (Chen & Li, 2015). Entretanto, a evolução dos padrões contábeis, como ocorreu com as IFRS, tem o potencial de proporcionar uma melhoria da qualidade dos números contábeis (Soderstrom & Sun, 2007). Assim, este estudo tem como objetivo examinar a relação entre o tom transcrito nas teleconferências de resultados e o retorno das ações nos períodos pré e pós-adoção das IFRS.

Para analisar esta relação em empresas brasileiras negociadas na Brasil, Bolsa Balcão (B3) nos períodos pré e pós-adoção das IFRS, utilizou-se uma amostra de 128 companhias listadas no índice Ibovespa, no período de 2006 a 2015, totalizando 2134 transcrições das teleconferências de resultados. Em termos

metodológicos, adotou-se o modelo de dados de painel. O tom é mensurado com base no dicionário de Loughran & McDonald (2011), com foco na análise dos efeitos das palavras positivas e negativas. Em relação ao retorno anormal, seguindo o postulado pela técnica de estudo de eventos, adotou-se a especificação geométrica *Buy-and-Hold Abnormal Return* (BHAR).

Em suma, com o presente estudo, pretende-se contribuir com a literatura sobre divulgação contábil, reunindo em uma análise os seguintes objetos de estudo: a) tom transcrito em documentos de divulgação voluntária, especificamente as teleconferências de resultados; b) empresas listadas em bolsas não norte-americanas; c) avaliação de períodos de mudanças contábeis com a adoção de normas internacionais, como é o caso das IFRS.

3.2 REFERENCIAL TEÓRICO

As teleconferências de resultados são práticas de comunicação difundidas pelas companhias abertas, as quais têm recebido atenção acadêmica de pesquisas em Contabilidade e Finanças (Palmieri *et al.*, 2015, Brokman, Li, Price, 2017). Nesse contexto, as teleconferências de resultado são consideradas mais eficazes do que outros canais de divulgação voluntária devido às suas características interativas (Chan *et al.*, 2017).

As teleconferências de resultados são realizadas por líderes corporativos como um ato contínuo após o anúncio dos resultados trimestrais. Muitas vezes, detalhes não contidos na divulgação dos resultados são divulgados neste evento corporativo, o qual oportuniza o diálogo entre os participantes (Kimbrough, 2005). Os participantes desse evento normalmente são os representantes corporativos, a comunidade de investimentos e os operadores.

Na execução da teleconferência, após a abertura pelo operador, tem-se o discurso da administração representada por *Chief Executive Officer* (CEO), *Chief Financial Officer* (CFO) ou o *Investor Relations* (RI). Os analistas estão autorizados a fazer comentários e fazer perguntas, sendo que existem dois tipos de analistas no mercado e os mesmos têm necessidades diferenciadas: a) Analista *buy side*, que são os gestores de fundos de investimentos, e b) Analista *sell side*, que são profissionais que atuam em bancos e corretoras de valores.

No âmbito das teleconferências de resultado, enquanto o corpo substancial de investigação na abordagem quantitativa está relacionado com a análise do impacto de informação gerada pelas teleconferências — como números contábeis, indicadores macroeconômicos, produtividade da indústria, entre outros —, a análise qualitativa busca compreender a influência da informação textual nas decisões de investimento (Pagliarussi et al., 2016). Os estudos que tratam do aspecto qualitativo normalmente testam se o tom (sentimento) da narrativa divulgada possui conteúdo de informação incremental ao mercado acionário, bem como, examinam os fatores que originam diferenças transversais no efeito do tom de divulgação (Henry & Leone, 2016).

Para capturar o impacto da informação gerada nas teleconferências de resultados, seja em termos quantitativos ou qualitativos, adota-se a análise de conteúdo com abordagem baseada em dicionário. A abordagem baseada em dicionário emprega um glossário elaborado por especialistas da área que, comumente, identificam as palavras mais relevantes. Atualmente, existem quatro dicionários que capturaram o tom expresso na área: a) a classificação desenvolvida por Henry, tratada como *FD Wordlist*; b) a lista desenvolvida por Hart, denominada *Diction Wordlist*; c) o dicionário desenvolvido por Stone, com designação de *GI Wordlist*; e d) o dicionário desenvolvido por Loughran e McDonald, denominado *LM Wordlist* (Henry & Leone, 2016). Nesse âmbito, o dicionário com maior poder explicativo na área de finanças é o *LM Wordlist* (Kerney & Liu, 2014). No modelo criado por Loughran & McDonald (2011), foram elaboradas seis listas de palavras diferentes (negativa, positiva, incerteza, litigiosa, modal forte e modal fraca).

Na literatura sobre o tema, muitos estudos foram empreendidos para avaliar o mercado norte-americano. Nesse enquadramento, Doran et al. (2012) encontraram que o tom expresso nas teleconferências de resultado é um preditor significativo dos retornos anormais e do volume de negócios. Por sua vez, Blau et al. (2015) constataram que investidores sofisticados interpretam o tom da teleconferência de resultados de forma diferente dos investidores em geral. De forma análoga, Palmieri et al. (2015) argumentaram que os questionamentos durante as teleconferências permitem aos analistas emitirem opiniões mais robustas. Diante do exposto, todos esses achados empíricos conduzem à conclusão de que esse evento corporativo gera informações qualitativas que podem afetar os preços das ações em mercados norte-americanos.

Apesar do menor número de estudos sobre o tom expresso em teleconferências para mercados não norte-americanos, uma motivação adicional para esses estudos deve-se às diferenças nos quadros jurídico e institucional das empresas desses mercados (Brockman et al., 2017). Dentre os estudos em mercados não norte-americanos, cabe destacar o estudo sobre os termos em inglês expressos nas teleconferências de resultados de empresas coreanas (Cho & Yoon, 2013), ou de empresas listadas no *Deutsche Bourse Group*, entre 2004 e 2007 (Bassemir et al., 2013), ou de companhias chinesas listadas no *Taiwan Stock Exchange Corporation* e no *Gre Tai Securities Market* (Seng, Wu, & Yang, 2016; Liang, Lin, & Chin, 2012) e de companhias listadas na Bolsa de Hong Kong (Brockman et al., 2017).

No contexto do mercado asiático, as chamadas de conferência transmitem informações aos participantes do mercado e afetam a volatilidade dos preços das ações em Taiwan (Seng et al., 2016). Por sua vez, Brockman et al. (2017) analisaram as companhias listadas no Hang Seng Index (HSI) de Hong Kong entre 2005 e 2015, que é um mercado de capitais em que a estrutura de propriedade corporativa é bastante concentrada. Em seus achados de pesquisa, os autores demonstram que o tom expresso das teleconferências tem poder preditivo nas reações do mercado acionário de Hong Kong, principalmente com a participação de investidores sofisticados. Uma importante divergência encontrada pelos autores em relação ao mercado norte-americano, foi que os participantes do mercado de Hong Kong tendem a atribuir mais importância ao tom expresso pelos gestores do que ao tom expresso pelos analistas.

Enfim, o presente estudo difere das demais pesquisas realizadas acerca da teleconferência de resultados, pela adoção de dois recortes analíticos. Primeiramente, a delimitação geográfica, com a escolha de empresas listadas na bolsa de valores do Brasil, tem o objetivo de explorar o mercado acionário com a caracterização desse país. Um segundo recorte refere-se à separação da análise em dois períodos de tempo, permitindo, assim, a comparação dos resultados obtidos nos períodos anterior e posterior à adoção das IFRS.

Nesse íterim, há evidências na literatura de que a mudança do regime contábil afeta a qualidade e o conteúdo dos relatórios financeiros de empresas de todo o mundo (Christensen, Lee, Walker, & Zeng, 2015; Barth, Landsman, & Lang (2008). Assim, os pesquisadores têm dedicado esforços para estimar tanto o impacto da aprovação de IFRS (Barth, Landsman, Lang, & Williams, 2012), quanto à preparação

e o uso de relatórios financeiros (DeFond, Hu, Hung, & Li, 2011; Brüggenmann, Daske, Homburg, & Pope, 2011). Embora muitos estudos examinem os efeitos da adoção das IFRS no mercado de capitais, menor atenção tem sido dada às suas consequências para os mercados de capitais e, especialmente, para relações da utilização de BRGAAP para IFRS nas teleconferências de resultados.

3.3 METODOLOGIA

Com o objetivo de avaliar os efeitos do tom das teleconferências de resultado sobre a reação do mercado financeiro, adotou-se a análise de conteúdo com abordagem baseada em dicionário, com o emprego de *software Provalis Research®*, utilizando-se a lista de palavras desenvolvida por Loughran & McDonald (2011). O tom é avaliado com base nas transcrições em inglês, realizadas pelo Bloomberg® e disponibilizadas no mesmo dia da realização desse evento corporativo, e a reação do mercado é medida em termos de retornos anormais. Em uma primeira etapa avaliou-se o efeito do tom transcrito nas teleconferências sobre o retorno anormal.

$$BHAR_{it} = \alpha_0 + \beta_0 TONE_{it} + \beta_1 POS_{it} + \beta_2 NEG_{it} + \gamma_k CONTROLS^k_{it} + \delta_0 IFRS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Com

$$TONE_{it} = (POS_{it} - NEG_{it}) / (POS_{it} + NEG_{it}) \quad (3.2)$$

Em que: $BHAR_{it}$ é a *proxy* para retorno anormal acumulado da companhia i no período t ; POS_{it} e NEG_{it} são as frequências de palavras categorizadas pelo dicionário LM como positivas e negativas, respectivamente; enquanto $TONE_{it}$ representa o tom calculado, que é a diferença entre as proporções de palavras POS_{it} e NEG_{it} ; $CONTROLS^k_{it}$ são as k variáveis de controle da companhia i no período t ; e ε_{it} representa o termo de erro da regressão.

A Equação 3.1 é estruturada para avaliar dois objetivos distintos. No Modelo 1, considera-se que $\beta_1 = \beta_2 = 0$. Com isso, é possível mensurar o efeito do tom calculado a partir da equação de Henry (2008), também adotada nos estudos de Price, Doran, Peterson, & Bliss (2012), Henry & Leone (2016) e Brockman et al., (2017). No

Modelo 2, considera-se que $\beta_0 = 0$. Com isso, é possível avaliar o efeito direto da frequência de palavras positivas e negativas¹ listadas no dicionário LM.

O retorno anormal acumulado utilizado no presente estudo é o *Buy-and-Hold Abnormal Return (BHAR)*, calculado conforme Barber & Lyon (1997, p. 344) a rotina para o cálculo do BHAR encontra-se no (Apêndice 3.1). Para os autores, no curto prazo, o BHAR e o *Cumulative Abnormal Return (CAR)* apresentam resultados similares, mas, no longo prazo, o BHAR apresenta um viés menor.²

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^{\tau} [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^{\tau} [1 + E(R_{it})] \quad (3.3)$$

Considerando a notação de MacKinlay (1997, p. 15) para o retorno anormal:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3.4)$$

O *Buy-and-Hold Abnormal Return* pode ser representado por:

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^{\tau} [1 + AR_{it}] \quad (3.5)$$

Em que: AR_{it} é o retorno anormal calculado com base na diferença entre o retorno da companhia R_{it} e o retorno esperado de mercado $E(R_{it})$;

Uma forma usual adotada para o cálculo do retorno anormal (Equação 3.4) é estimar uma equação linear, conforme descrito por Campbell, Lo, & MacKinlay (1997):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{it}, \text{ com } E(\varepsilon_{it}) = 0 \text{ e } Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon_{it}}^2 \quad (3.6)$$

Em que: $R_{it} = (P_t/P_{t-1}) - 1$ é o retorno diário das ações, com P_t e P_{t-1} representando o preço diário da ação das i companhias selecionadas na amostra, respectivamente; $R_{m,t} = (C_t/C_{t-1}) - 1$ é o retorno diário do mercado com C_t e C_{t-1} representando a cotação diária da carteira de mercado (Ibovespa) nos períodos t e $t-1$, respectivamente.

¹ Apesar de a abordagem original de Loughran & McDonald (2011) conter seis diferentes listas de palavras, as listas *positive* e *negative* são as mais frequentes e representativas nos estudos empíricos (Brochet, Miller, Naranjo, & Yu, 2018; Bochkay, Chychyla, & Nanda, 2018; Jung, Wong, & Zhang, 2018; Lee, 2016; Allee & Deangelis, 2015; Mayew & Venkatachalam, 2012; Frankel, Mayew, & Sun, 2010)

² Barber & Lyon, (1997, P. 346) realizaram uma simulação com 200.000 observações para o cálculo do CAR e BHAR, ambos de 12 meses, usando um portfólio de referência de mercado. Os autores chegaram à conclusão de que o CAR é uma estimativa viesada do BHAR, sendo que o BHAR tem uma capacidade maior de reduzir os vieses de listagem, rebalanceamento e assimetria, presentes nesse tipo de análise.

Com base nos resíduos dessa regressão obtêm-se o retorno anormal estimado:

$$\widehat{AR}_{it} = \hat{\varepsilon}_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,t} \quad (3.7)$$

Por se tratar de estudo de evento, é necessário definir as janelas de estimação e as janelas de evento (Apêndice 3.2). A janela de estimação é utilizada como *proxy* do desempenho normal da companhia. No presente estudo adotou-se uma janela de estimação de 30 dias úteis, por se tratar de um evento trimestral. Desse modo, assume-se a hipótese de que, no período de cinco ou seis semanas anteriores ao evento (em dias corridos), não há mais influência da teleconferência anterior. Como janela de evento, definiu-se o período de três dias, por se acreditar que as expectativas do mercado do dia anterior à realização da teleconferências (t-1), o resultado no dia da divulgação (t0) e o tempo necessário para a disseminação dessa informação a todos os participantes do mercado (t+1) devem ser computados no cálculo do retorno anormal acumulado.

A operacionalização das variáveis utilizadas neste estudo encontra-se no (Apêndice 3.3). Quanto às variáveis de controle, utilizou-se o Efeito Surpresa (SUPR) conforme descrito por Bannier et al. (2016) e Brockman et al. (2017), que pode ser definido como:

$$SUPR_{it} = (EPS_{it} - EPS_{i,t-1})/P_{i,t-1} \quad (3.8)$$

Em que: $SUPR_{it}$ é o Efeito Surpresa da companhia i no trimestre atual t , com EPS_{it} e $EPS_{i,t-1}$ representando o lucro por ações no trimestre atual e no trimestre defasado, respectivamente, escalonado por $P_{i,t-1}$, que representa o preço defasado da ação.

Além do efeito surpresa, adotou-se uma variável de controle representativa de prejuízo (LOSS). Com base no exposto por Henry & Leone (2016), utiliza-se uma variável *dummy* que assume o valor de um quando $EPS_{it} < 0$ e de zero caso contrário. Por sua vez, somam-se as variáveis de controle: Retorno dos Ativos (ROA), Alavancagem (LEV) e *Book-to-market* (BM), que também foram adotadas nos estudos de Price et al. (2012) e Brockman et al., (2017) e obtidas no Bloomberg®³.

³ As informações sobre as variáveis de controle: ROA, LEV e BM foram obtidas por meio dos *tickers* RETURN_ON_ASSET, FNCL_LVRG e PX_TO_BOOK_RATIO, respectivamente, no Bloomberg®.

Em uma segunda etapa de análise, avaliou-se a influência da adoção de padrões contábeis internacionais no Brasil. Para esse fim, utilizou-se uma *dummy* que assume valor 0 no período de 2006 e 2009, quando vigorou o padrão contábil BRGAAP, e valor um para o período de 2010 a 2015, com a adoção das IFRS.

$$BHAR_{it} = \alpha_0 + \beta_0 TONE_{it} + \beta_1 POS_{it} + \beta_2 NEG_{it} + \gamma_k CONTROLS^k_{it} + \delta_0 IFRS_{it} + \delta_1 IFRS \times TONE_{it} + \delta_2 IFRS \times POS_{it} + \delta_3 IFRS \times NEG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.9)$$

Seguindo a abordagem inicial, no Modelo 3, considera-se que $\beta_1 = \beta_2 = 0$ e $\delta_2 = \delta_3 = 0$ para avaliar os efeitos do $TONE_{it}$, bem como da interação entre o tom calculado conforme Henry (2008) e a *dummy* que representa a adoção das IFRS ($IFRS \times TONE_{it}$) no retorno anormal. Enquanto que no Modelo 4, supõe-se que $\beta_0 = 0$ e $\delta_1 = 0$ para avaliar tanto o efeito direto da frequência de palavras positivas e negativas listadas no dicionário LM e quanto a interação dessas variáveis com a *dummy* que representa a adoção das IFRS ($IFRS \times POS_{it}$ e $IFRS \times NEG_{it}$).

A amostra utilizada consistiu de companhias brasileiras de capital aberto componentes do índice Ibovespa no período de 2006 a 2015, equivalente a 40 trimestres consecutivos. Dado o ingressos e saídas de companhias durante o período de análise, a abordagem metodológica configura-se como dados de painel desbalanceado, composto de 2500 transcrições das teleconferências de resultados de 128 companhias, sendo que cada teleconferências de resultados havia aproximadamente em média 15 páginas de transcrições.

O primeiro filtro adotado foi a retirada de 60 transcrições devido ao fato de as companhias não terem informações suficientes para o cálculo da variável $TONE_{it}$. A seguir, excluíram-se as companhias que não apresentaram pelo menos o equivalente a um ano de teleconferências (17 transcrições), reduzindo, assim, a incidência de *outliers* na análise. Para reduzir a redundância na análise para as companhias que apresentaram ações ordinárias e preferenciais, optou-se pela manutenção apenas das ações ordinárias (222 transcrições). Por fim, para reduzir a quantidade de *missing values*, foram retiradas companhias com informações trimestrais ausentes que não permitiram uma análise contínua (67 transcrições). Após esses ajustes, a amostra final totalizou 2134 transcrições de teleconferências de resultados de 84 companhias listadas no índice Ibovespa entre 2006 e 2015 (Apêndice 3.4).

Quanto à coleta de dados, as transcrições das teleconferências de resultados e as demais variáveis elencadas no estudo foram compiladas no *vendor Bloomberg®*. O tratamento estatístico foi realizado por meio de regressão de dados em painel, considerando todos os testes de especificação de modelos, com o emprego do *software* estatístico *Stata®*. Em termos metodológicos, a partir da regressão de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), que indica qual a abordagem deve ser utilizada, e demais testes estatísticos convencionais (Teste F, de Breusch-Pagan, de Hausman), identifica-se a correta especificação dos modelos (efeitos fixos, aleatório ou *pooled*) em dados balanceados e não balanceados. As rotinas das estatísticas e regressões encontra-se no Apêndice 3.5.

O teste para verificar se há multicolinearidade é por meio da *Variance Inflation Factor* (VIF). Essa medida fornece o grau em que cada variável independente é explicada pelas demais variáveis independentes. Quanto maior for o VIF, isso aponta que há multicolinearidade nos dados. Os resultados encontrados sugerem-se que um VIF máximo acima de 10 indica que a multicolinearidade pode estar influenciando as estimativas de mínimos quadrados. Como o VIF dos modelos não excedeu o valor 10, então que há algum grau de multicolinearidade nos modelos de regressão pois a média do VIF em todos os modelos ficou entre 1,22 e 3,32, o que o teste aponta é que não ocorre em níveis preocupantes (Apêndice 3.6).

Após o delineamento e o detalhamento dos procedimentos metodológicos necessários para a condução e realização do estudo, procedeu-se à análise dos dados coletados, de forma a verificar a relação entre o tom transcrito nas teleconferências de resultados e a reação do mercado em termos de retornos anormais e adoção de normas contábeis.

3.4 RESULTADOS

Na etapa preliminar, analisa-se o comportamento das variáveis referente às companhias selecionadas no estudo, o qual compreende 2134 teleconferências de resultados que são apresentados no painel A (TABELA 3-1). No painel B estão listadas as 717 teleconferências de resultados em que as normas contábeis eram feitas por BRGAAP (2006 a 2009) e, no painel C as 1417 teleconferências de resultados realizadas no período em que as normas contábeis são feitas conforme as IFRS (2010 a 2015).

TABELA 3-1. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS, SEGREGADAS PARA OS PERÍODOS PRÉ E PÓS-ADOÇÃO DAS IFRS

a) Painel A: Estatísticas descritivas (2006 a 2015)

Estatística	BHAR3	SUPR	LOSS	ROA	LEV	BM	TONE	NEG	POS
Mínimo	-0,271	-6,088	0	-38,809	1,059	0,044	-0,789	11	2
Máximo	0,312	7,545	1	69,433	32,24	47,012	0,639	240	334
Média	-0,002	0,001	0,159	5,107	3,877	2,976	-0,044	68,63	66,045
SD	0,05	0,271	0,366	7,871	3,849	4,354	0,228	33,157	38,503
CV	-23,33	190,649	2,302	1,541	0,993	1,463	-5,24	0,483	0,583
Assimetria	0,105	6,371	1,867	1,443	3,015	3,885	-0,129	0,843	1,236
Curtose	6,187	470,438	4,484	14,131	13,627	22,491	2,780	4,062	5,571

b) Painel B: Estatísticas descritivas do período de vigência do BRGAAP (2006 a 2009)

Estatística	BHAR3	SUPR	LOSS	ROA	LEV	BM	TONE	NEG	POS
Mínimo	-0,243	-6,088	0	-38,809	1,074	0,238	-0,684	11	6
Máximo	0,241	7,545	1	69,433	20,610	47,012	0,497	196	230
Média	-0,004	0,009	0,121	5,681	3,878	3,455	-0,037	65,570	62,200
SD	0,052	0,440	0,326	8,793	3,746	5,438	0,210	31,158	33,530
CV	-13,187	46,864	2,697	1,548	0,966	1,574	-5,621	0,475	0,539
Assimetria	0,232	4,454	2,324	1,567	2,546	3,947	-0,126	0,742	1,200
Curtose	4,804	200,925	6,402	18,320	8,956	20,913	2,780	3,524	5,055

c) Painel C: Estatísticas descritivas do período de vigência das IFRS (2010 a 2015)

Estatística	BHAR3	SUPR	LOSS	ROA	LEV	BM	TONE	NEG	POS
Mínimo	-0,271	-1,836	0	-30,537	1,059	0,044	-0,789	11	2
Máximo	0,312	1,4	1	49,365	32,24	30,132	0,639	240	334
Média	-0,001	-0,003	0,178	4,808	3,86	2,733	-0,047	70,239	68,119
SD	0,049	0,112	0,383	7,358	3,888	3,666	0,237	34,039	40,774
CV	-40,167	-42,663	2,151	1,53	1,007	1,341	-5,075	0,485	0,599
Assimetria	0,035	-2,095	1,685	1,271	3,25	3,066	-0,121	0,861	1,19
Curtose	7,072	90,365	3,839	8,882	15,829	13,618	2,737	4,167	5,392

d) Painel D: Matriz de Correlação de Pearson (2006 a 2015)

	BHAR3	SUPR	ROA	LEV	BM	TONE	NEG	POS
BHAR3	1							
SUPR	0,072***	1						
ROA	0,026	-0,015	1					
LEV	0,023	0,007	-0,199***	1				
BM	-0,001	0,000	0,306***	0,363***	1			
TONE	0,059***	0,034	0,107***	-0,007	0,184***	1		
NEG	-0,044**	-0,048**	-0,037	0,152***	-0,105***	-0,199***	1	
POS	0,017	-0,007	0,044**	0,095***	0,044	0,545***	0,624***	1

Nota: 1. *BHAR3* é Buy-and-Hold Abnormal Return, calculado em uma janela de evento de três dias; *SUPR* é o efeito surpresa; *LOSS* representa o prejuízo; *ROA*, o retorno sobre o ativo; *LEV*, a alavancagem financeira; *BM*, o *book-to-market*; *TONE* é o tom transcrito nas teleconferências; *NEG* e *POS* são as frequências de palavras negativas e positivas respectivamente.

2. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Com base nas estatísticas descritivas, verifica-se uma maior variabilidade dos dados em SUPR. Como o efeito surpresa é um choque não antecipado, essa variável pode ser suscetível à presença de *outliers*. Como exemplo, tem-se a empresa Tim Participações S.A. (Ticker TCSL4 BZ), que, entre planos de expansão e falência de uma antiga fornecedora, alternou entre os efeitos positivos de 7,55 e negativo de -6,09, entre o quarto trimestre de 2006 e o primeiro trimestre de 2007, respectivamente.

Em relação aos períodos de adoção de diferentes normas contábeis (BRGAAP e IFRS), cabe destacar o aumento, em termos médios, tanto de palavras positivas quanto de palavras negativas da lista desenvolvida por Loughran & McDonald (2011). A variável *TONE* apresenta um valor médio negativo, devido à maior ocorrência de *TONE* classificados como negativos ($-1 \leq TONE_{it} < 0$), em aproximadamente 55,5% da amostra, em comparação com o *TONE* positivo ($0 < TONE_{it} \leq 1$), presente em 43,3% da amostra, e ao *TONE* neutro, com participação de 1,2%. Há pouca alteração na participação relativa de *TONE* positivos e negativos, ao compararem os períodos pré e pós-adoção das IFRS.

Na matriz de correlação (Painel D), observou-se correlação entre a variável dependente e variável explicativa. Constatou-se, no nível de significância de 5%, a associação negativa entre as os retornos anormais cumulativos (BHAR) e nas palavras classificadas como negativas. Por sua vez, observou-se uma associação positiva entre o BHAR e o SUPR. Cabe destacar que, na maioria dos casos (52,2% da amostra) encontrou-se um efeito surpresa positivo. Na sequência, foram executados os testes de diagnóstico de painel, a fim de verificar o modelo mais adequado para a regressão (TABELA 3-2).

A estatística do teste F, obtido com a estimativa do modelo de efeitos fixos (Apêndice 3.7), e seu respectivo p-valor, no nível de significância de 5%, apontam para um melhor ajuste do modelo *Pooled* em comparação com o modelo de efeitos fixos. Por sua vez, os resultados do teste LM de Breusch-Pagan demonstram que, no nível de significância de 1%, o modelo *Pooled* é preferível ao modelo de efeitos aleatórios (Apêndice 3.7). Após a não rejeição de ambas as hipóteses nulas dos testes F e LM, aplica-se o método de Mínimos Quadrados Ordinário agrupado ou empilhado (*Pooled*).

Teste de Especificação de Hausman para avaliar ajuste de modelos de efeitos fixos e efeitos aleatórios com os resultados apresentados no teste confirma que o modelo *pooled* é mais adequado. Usou-se o teste de Wooldridge para detectar

autocorrelação entre os resíduos da regressão com dados em painel, rejeita-se a hipótese nula de ausência de autocorrelação no modelo 1 e 2 e no modelo 3 e 4 os resultados são diferentes por haver a existência de interação de variáveis. Ademais, realizou-se o teste de Wald para constatar a presença de heterocedasticidade. A correção desses problemas pode ser feita por estimações considerando erros padrão robustos ou por bootstrap, ou seja, regressão robusta.

TABELA 3-2. RESULTADOS DE DADOS EM PAINEL COM MODELO POOLED

Painel A: Estimação dos modelos *pooled* (2006 a 2015)

VARIÁVEIS	MODELO 1	MODELO 2	MODELO 3	MODELO 4
SUPR	0,011***	0,011***	0,011***	0,011***
LOSS	-0,011***	-0,010***	-0,011***	-0,010**
ROA ⁽¹⁾	0,052***	0,088***	0,037***	0,079*
LEV ⁽¹⁾	0,497***	0,635***	0,469***	0,622*
BM ⁽¹⁾	-0,384***	-0,470***	-0,361***	-0,455*
TONE.....	0,012**	-	-	-
POS ⁽¹⁾	-	0,084***	-	-
NEG ⁽¹⁾	-	-0,133***	-	-
IFRS	0,003***	0,003***	0,004*	0,003-
IFRSxTONE	-	-	-	-
0 (BRGAAP)			0,003	
1 (IFRS)			0,015***	
IFRSxPOS ⁽¹⁾	-	-	-	-
0 (BRGAAP) ⁽¹⁾				0,046
1 (IFRS) ⁽¹⁾				0,095**
IFRSxNEG ⁽¹⁾	-	-	-	-
0 (BRGAAP) ⁽¹⁾				-0,103
1 (IFRS) ⁽¹⁾				-0,141**
Constante ⁽¹⁾	-0,325***	-0,688***	-0,344**	-0,223

a) Painel B: Testes para Especificação dos Modelos e Testes Econométricos

TESTES	MODELO 1	MODELO 2	MODELO 3	MODELO 4
B1) Teste F				
<i>t-stat</i>	1,23	1,15	1,22	1,15
p-valor	0,0810	0,1729	0,0855	0,1770
B2) Teste de Multiplicador de Lagrange (LM) de Breusch-Pagan				
<i>t-stat</i>	0,09	0,01	0,08	0,01
p-valor	0,3815	0,4920	0,3907	0,4673
B3) Teste de Hausman				
<i>t-stat</i>	21,88	15,21	21,86	15,36
p-valor	0,0027	0,0552	0,0052	0,1193
B4) Teste de Wooldridge				
<i>t-stat</i>	177,046	165,498	0,629	0,638
p-valor	0,0000	0,0000	0,4299	0,4266
B5) Teste de Wald				
<i>t-stat</i>	679,78	689,45	672,35	685,65
p-valor	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Nota: 1. Os modelos estimados são: Modelo 1) $BHAR_{it} = \alpha_0 + \beta_0 TONE_{it} + \gamma_k CONTROLS_{it}^k + \delta_0 IFRS_{it} + \varepsilon_{it}$; Modelo 2) $BHAR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 POS_{it} + \beta_2 NEG_{it} + \gamma_k CONTROLS_{it}^k + \delta_0 IFRS_{it} + \varepsilon_{it}$; Modelo 3) $BHAR_{it} = \alpha_0 + \gamma_k CONTROLS_{it}^k + \delta_0 IFRS_{it} + \delta_1 IFRSxTONE_{it} + \varepsilon_{it}$ e Modelo 4) $BHAR_{it} = \alpha_0 + \gamma_k CONTROLS_{it}^k + \delta_0 IFRS_{it} + \delta_2 IFRSxPOS_{it} + \delta_3 IFRSxNEG_{it} + \varepsilon_{it}$.

2. As variáveis utilizadas em cada modelo foram previamente definidas na Tabela 3.1.

3. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

(1) Dada a magnitude dos coeficientes e para facilitar a visualização dos dados, os valores estimados devem ser divididos por 10^3

A variável $TONE$ ($-1 \leq TONE_{it} \leq 1$) é avaliada em termos de proporção de palavras positivas e negativas presentes nas teleconferências de resultados, identificadas a partir do dicionário de Loughran & McDonald (2011). Citando como exemplo, a PDG Realty (Ticker PDGR3 BZ) no terceiro trimestre de 2010, com uma frequência de 60 palavras positivas e 20 palavras negativas, o $TONE$ calculado foi de 0,5. Com isso, o $TONE$ mede a diferença entre a proporção de palavras positivas (0,75) e a proporção de palavras negativas (0,25). Em relação aos achados da pesquisa, no Modelo 1 comprova-se a hipótese inicial de que o tom transcrito nas teleconferências de resultados afeta o BHAR em uma janela de três dias. Assim, a cada aumento 10% na proporção de palavras positivas em relação as palavras negativas presente nas teleconferências de resultados, tem-se um impacto de 0,12% no BHAR.

Analisando somente o período de adoção das IFRS no Brasil (Modelo 3), por meio da interação $IFRSxTONE_{it}$, o resultado foi de 0,15%. Dado que a adoção das IFRS tende a melhorar a qualidade da informação contábil, a aplicação do dicionário LM permite a identificação de um número maior de palavras classificadas como positivas e negativas. Tal fato, contribui para que o índice $TONE$ capte um volume maior de informações, ampliando seu efeito sobre o retorno anormal acumulado (BHAR).

Por outro lado, na tentativa de captar assimetrias entre os resultados de palavras positivas e negativas, nos Modelos 2 e 4 foram utilizadas variáveis de contagem POS_{it} e NEG_{it} . Apesar dos resultados serem estatisticamente significativos e apresentarem os sinais esperados, a magnitude dos efeitos tem baixa relevância na prática. Os efeitos isolados das palavras positivas (0,000084) e das palavras negativas (-0,000133) são praticamente nulos. Uma justificativa para esse resultado é que, ao analisar a quantidade de palavras positivas (ou negativas), passa-se a atribuir o mesmo peso a situações em que a participação relativa dessas palavras aumentou, manteve-se ou diminuiu. Enfim, esses achados empíricos demonstram que medidas de participação relativa são mais robustas do que medidas de contagem de palavras positivas e negativas para captar o tom transcrito nas teleconferências de resultados.

Dentre as variáveis de controle utilizadas, apenas SUPR e LOSS foram estatisticamente significativas em todos os modelos analisados. Desse modo, o efeito surpresa aumenta a reação do mercado. Esse resultado é similar ao obtido por Price et al. (2012) e Brockman et al., (2017). Por sua vez, a *dummy* LOSS tem uma relação negativa com o retorno anormal, resultado similar ao obtido por Henry & Leone (2016).

Em suma, os resultados do presente estudo contribuem com a literatura na medida em que demonstram uma relação entre o tom transcrito nas teleconferências e o retorno anormal acumulado. Além disso, confirmam que a adoção das IFRS ampliou o impacto do TONE no BHAR. O maior volume de palavras identificadas como positivas e negativas pelo dicionário LM no período de adoção das IFRS pode ser utilizado como uma *proxy* de melhoria da qualidade da informação contábil em instrumentos de divulgação voluntária.

3.5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo examinar a relação entre o tom transcrito nas teleconferências de resultados e o retorno anormal, pré e pós-adoção das IFRS. Dentre as contribuições metodológicas deste estudo, cabe destacar o método de cálculo de retorno anormal (BHAR) e a técnica de análise de conteúdo para extração do tom expresso (dicionário de Loughran e McDonald) nas teleconferências de resultados (uma divulgação voluntária) em um país emergente (Brasil). O presente estudo investigou as empresas brasileiras listadas no índice Ibovespa, abrangendo uma amostra de 2134 transcrições em inglês de teleconferências de resultados, no período de 2006 a 2015.

Nesse sentido, a evidência empírica de relação causal entre o tom transcrito nas teleconferências de resultados e o retorno anormal das ações das companhias analisadas, configura-se como uma importante contribuição no tocante ao estudo do comportamento dos investidores no mercado financeiro. Ademais, esses achados de pesquisa também representam uma importante contribuição para o estudo de como os usuários da informação contábil utilizam informações contidas na divulgação voluntária. Dado que a linguagem contábil não é homogênea nos relatórios voluntários, a divulgação de informações como as contidas nas teleconferências de lucro, tem efeito sobre o retorno anormal das ações analisadas.

Em relação à análise da adoção de diferentes normas contábeis (BRGAAP ou IFRS), cabe destacar que houve uma maior influência sobre o retorno anormal no período em que as IFRS eram adotadas. Nesse contexto, a adoção das IFRS teve como principal objetivo alinhar a linguagem contábil entre órgãos governamentais de diferentes países. Ao padronizar a linguagem contábil em relatórios de divulgação voluntária, as IFRS tendem a melhorar a interpretação da informação contábil pelos diferentes tipos de usuários, ampliando as capacidades dos dicionários disponíveis para categorizar o tom transcrito nas teleconferências de resultados. Isso gera maior conteúdo informacional que pode ser útil para entender a ocorrência de retornos anormais.

O estudo de teleconferências de resultados é útil na medida em que busca extrair as informações contábeis que vão além dos números expressos nas demonstrações financeiras. Ao avaliar os efeitos do tom expresso nas teleconferências de resultados no retorno anormal das ações, percebe-se que estes indicam que a narrativa contábil configura-se como um importante ativo da empresa. Ao analisar um país emergente, como é o caso do Brasil, a mudança de padrões contábeis podem ser considerados um choques exógenos, que tem efeito sobre o retorno das empresas.

Por fim, a evidência da existência de efeitos do tom transcrito nas teleconferências de resultados sobre o retorno anormal das ações amplia as possibilidades de estudo no campo da divulgação voluntária. Uma sugestão de pesquisa futura é separar os participantes desse evento corporativo e verificar o índice TONE de cada participante e qual o peso desses índices no retorno anormal acumulado.

REFERÊNCIAS

- Adoriso, A. L. M. (2015). A narrative lens for financial communication: Taking the “linguistic turn.” *Studies in Communication Sciences*, 15(1), 77–82. <https://doi.org/10.1016/j.scoms.2015.03.010>
- Allee, K. D., & Deangelis, M. D. (2015). the structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from tone dispersion. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 241–274. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12072>
- Bannier, C., Pauls, T., & Walter, A. (2016). *CEO-speeches and stock returns*. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2869785

- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 43(3), 341–372. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00890-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00890-2)
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>
- Barth, M. E., Landsman, W. R., Lang, M., & Williams, C. (2012). Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable? *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 68–93. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.03.001>
- Bassemir, M., Novotny-farkas, Z., & Pachta, J. (2013). The Effect of Conference Calls on Analysts' Forecasts – German Evidence. *European Accounting Review*, 22(1), 151–183. <https://doi.org/10.1080/09638180.2011.640454>
- Beattie, V. (2014). Accounting narratives and the narrative turn in accounting research: Issues, theory, methodology, methods and a research framework. *British Accounting Review*, 46(2), 111–134. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.05.001>
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 296–343. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Blau, B. M., DeLisle, J. R., & Price, S. M. (2015). Do sophisticated investors interpret earnings conference call tone differently than investors at large? Evidence from short sales. *Journal of Corporate Finance*, 31, 203–219. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.02.003>
- Bochkay, K., Chychyla, R., & Nanda, D. (2018). Dynamics of CEO Disclosure Style. *The Accounting Review*, in press. <https://doi.org/10.2308/accr-50982>
- Brochet, F., Miller, G. S., Naranjo, P., & Yu, G. (2018). Managers' Cultural Background and Disclosure Attributes Francois. *The Accounting Review*, in press. <https://doi.org/10.2308/accr-50982>
- Brockman, P., Li, X., & Price, S. M. (2017). Conference Call Tone and Stock Returns : Evidence from the Stock Exchange of Hong. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 1–19. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12186>
- Brüggemann, U., Daske, H., Homburg, C., & Pope, P. F. (2011). *How do individual investors react to global IFRS adoption ? University of Cologne* Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1458944>
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. C., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets* (Princeton). Princeton, NJ.

Chan, A. L., Lee, E., Petaibanlue, J., & Tan, N. (2017). Do board interlocks motivate voluntary disclosure ? Evidence from Taiwan. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(2), 441–466. <https://doi.org/10.1007/s11156-016-0557-1>

Chen, J. V., & Li, F. (2015). Discussion of “ Textual analysis and international financial reporting : Large sample evidence ,” 60, 181–186. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.10.003>

Chin, C., Chen, Y., & Liang, J. (2013). International diversification and conference calls. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 20(3), 297_314. <https://doi.org/10.1080/16081625.2012.719856>

Cho, H., & Yoon, H. (2013). English for Specific Purposes A corpus-assisted comparative genre analysis of corporate earnings calls between Korean and native-English speakers. *English for Specific Purposes*, 32(3), 170–185. <https://doi.org/10.1016/j.esp.2013.03.001>

Christensen, H. B., Lee, E., Walker, M., & Zeng, C. (2015). Incentives or Standards: What Determines Accounting Quality Changes around IFRS Adoption? *European Accounting Review*, 24(1), 31–61. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1009144>

Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). (2011). CPC 00 (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Retrieved from http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf

DeFond, M., Hu, X., Hung, M., & Li, S. (2011). The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: The role of comparability. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 240–258. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.02.001>

Dhir, K. S. (2005). The value of language : concept , perspectives , and policies. *Corporate Communications: An International Journal*, 10(4), 358–382. <https://doi.org/10.1108/13563280510630151>

Doran, J. S., Peterson, D. R., & Price, S. M. (2012). Earnings Conference Call Content and Stock Price: The Case of REITs. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45(2), 402–434. <https://doi.org/10.1007/s11146-010-9266-z>

Fernández, Ó. S. (2016). ¿ Es neutral la información sobre resultados ? *Revista de Contabilidade - Spanish Accounting Review*, 19(2), 204–215. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.09.001>

Financial Accounting Standards Board (FASB). (1978). Statement of Financial Accounting Concepts No. 1. Retrieved from https://www.fasb.org/resources/ccurl/816/894/aop_CON1.pdf

Frankel, R., Johnson, M., & Skinner, D. J. (1999). An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 133–150. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2491400>

- Frankel, R., Mayew, W. J., & Sun, Y. (2010). Do pennies matter? Investor relations consequences of small negative earnings surprises. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 220–242. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9089-4>
- Hartman, J., & Lenk, M. M. (2001). Strategic communication capital as an intangible asset. *International Journal on Media Management*, 3(3), 147–153. <https://doi.org/10.1080/14241270109389959>
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication*, 45(4), 363–407. <https://doi.org/10.1177/0021943608319388>
- Henry, E., & Leone, A. J. (2016). Measuring Qualitative Information in Capital Markets Research: Comparison of Alternative Methodologies to Measure Disclosure Tone. *The Accounting Review*, 91(1), 153–178. <https://doi.org/10.2308/accr-51161>
- Jung, M. J., Wong, M. H. F., & Zhang, X. F. (2018). Buy-Side Analysts and Earnings Conference Calls. *Journal of Accounting Research*, 56(3), 913–952. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12180>
- Kearney, C., & Liu, S. (2014). Textual sentiment in finance: A survey of methods and models. *International Review of Financial Analysis*, 33, 171–185. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.02.006>
- Kimbrough, M. (2005). The Effect of Conference Calls on Analyst and Market Underreaction to Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 80(1), 189–219. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/4093166>
- Lang, M., & Stice-Lawrence, L. (2015). Textual analysis and international financial reporting : Large. *Journal of Accounting and Economics*, 60, 110–135. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.09.002>
- Latridis, G. E. (2016). Financial reporting language in financial statements : Does pessimism restrict the potential for managerial opportunism ? *International Review of Financial Analysis*, 45, 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.02.004>
- Lee, J. (2016). Can investors detect managers' lack of spontaneity? Adherence to predetermined scripts during earnings conference calls. *Accounting Review*, 91(1), 229–250. <https://doi.org/10.2308/accr-51135>
- Liang, J.-W., Lin, M.-F., & Chin, C.-L. (2012). Does foreign institutional ownership motivate firms in an emerging market to increase voluntary disclosure ? Evidence from Taiwan. *Rev Quant Finan Acc*, 39(2), 55–76. <https://doi.org/10.1007/s11156-011-0245-0>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Distionaries, and 10-Ks. *Journal of Finance*, 66(1), 35–65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>

Mackinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(March), 13–39. <https://doi.org/10.2307/2729691>

Mayew, W. J., & Venkatachalam, M. (2012). The Power of Voice : Managerial Affective States. *The Journal of Finance*, LXVII(1), 1–43. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01705.x>

Moreira, N. C., Ramos, F., Kozak_Rogo, J., & Rogo, R. (2016). Exemplo. *BBR - Brazilian Business Review*, 13(6), 304–329. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2016.13.6.6>

Pagliarussi, M. S., Aguiar, M. O., & Galdi, F. C. (2016). Sentiment analysis em relatórios anuais de empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBovespa. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*, 13(1), 53–64. <https://doi.org/10.4013/base.2016.131.04>

Palmieri, R., Rocci, A., & Kudrautsava, N. (2015). Argumentation in earnings conference calls. Corporate standpoints and analysts' challenges. *Studies in Communication Sciences*, 15(1), 120–132. <https://doi.org/10.1016/j.scoms.2015.03.014>

Price, S. M., Doran, J. S., Peterson, D. R., & Bliss, B. A. (2012). Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. *Journal of Banking and Finance*, 36(4), 992–1011. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.013>

Seng, J., Wu, Y., & Yang, H. (2016). *Conference Calls ' News Analysis and Stock Price Volatility*. (D. KRÓL, L. MADEYSKI, & N. T. NGUYEN, Eds.) (Recent Dev). Switzerland: Springer US. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-31277-4>

Soderstrom, N. S., & Sun, K. J. (2007). IFRS Adoption and Accounting Quality IFRS Adoption and Accounting Quality : A Review. *European Accounting Review*, 16(4), 675–702. <https://doi.org/10.1080/09638180701706732>

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory* (Prentice-H).

Yamamoto, M. M., & Salotti, B. M. (2006). *Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais* (Atlas). São Paulo.

Yekini, L. S., Wisniewski, T. P., & Millo, Y. (2016). Market reaction to the positiveness of annual report narratives. *The British Accounting Review*, 48, 415–430. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.12.001>

APÊNDICE 3.1 – ROTINA PARA O CÁLCULO DOS RETORNOS ANORMAIS, CAR E BHAR NO STATA®

```

pwd
* cd "D:\STATAresult"
clear
  capture log close
  log using CAR.log, replace
import excel "D:\STATAresult\eventdata.xlsx", sheet("event_data") firstrow
save "D:\STATAresult\eventdata", replace
use "D:\STATAresult\eventdata", clear
set more off

// 1º Passo: base EVENT
encode N_ticker , gen (N_tickernum)
  list N_ticker N_tickernum in 1/10
  list N_ticker N_tickernum in -10/l
  list N_ticker N_tickernum in 1/10 , nolabel
  gen company_id= N_tickernum
  drop N_ticker
  ren N_tickernum targetname
encode trimestre , gen ( trimestrenum)
  list trimestre trimestrenum in 1/10
  list trimestre trimestrenum in -10/l
  list trimestre trimestrenum in 1/10, nolabel
  gen trimestre_id= trimestrenum
  drop trimestre trimestre_id
encode Ano , gen ( Anonum)
  list Ano Anonum in 1/10
  list Ano Anonum in -10/l
  list Ano Anonum in 1/10, nolabel
  gen Ano_id= Anonum
  drop Ano Ano_id
recast int event_date, force
order company_id targetname event_date
misstable sum company_id targetname event_date
  list company_id targetname if event_date==.
misstable sum company_id targetname event_date
  list company_id targetname if event_date==.
drop Name Ticker Time ET Period Description erro
save "D:\STATAresult\event1.dta", replace
  sort company_id
  by company_id: generate eventcount=_N
  by company_id: keep if _n==1
keep company_id eventcount
save "D:\STATAresult\eventcount.dta", replace
clear

// 2º Passo: base STOCK
import excel "D:\STATAresult\stockdata.xlsx", sheet("stockdata") firstrow
save "D:\STATAresult\stockdata.dta", replace
use "D:\STATAresult\stockdata.dta", clear
set more off
encode SHARE, gen (SHAREnum)
  list SHARE SHAREnum in 1/10
  list SHARE SHAREnum in -10/l

```

```

list SHARE SHAREnum in 1/10, nolabel
list SHARE SHAREnum in -10/l, nolabel
gen company_id = SHAREnum
xtset company_id Date, daily

sort company_id SHAREnum Date
gen stock_return =(PX_LAST[_n]/PX_LAST[_n-1])-1
gen stock_return2 = stock_return
replace stock_return = 0 if company_id[_n] != company_id[_n-1]
list SHAREnum company_id Date if stock_return != stock_return2

sort company_id SHAREnum Date
gen market_return =( IBOV_PX_LAST [_n]/ IBOV_PX_LAST[_n-1])-1
gen market_return2 =market_return
replace market_return=0 if company_id[_n] != company_id[_n-1]
list SHAREnum company_id Date if market_return != market_return2

set more off
list if stock_return==.
drop if stock_return==.
save "D:\STATAresult\stock_1.dta", replace

// 3º Passo: Organizar as variáveis base STOCK
use "D:\STATAresult\eventcount.dta", clear
merge 1:m company_id using "D:\STATAresult\stock_1.dta"
tab _merge
keep if _merge==3
drop _merge
expand eventcount
drop eventcount
sort company_id Date
by company_id Date:gen set=_n
sort company_id set
save "D:\STATAresult\stock_2.dta", replace
use "D:\STATAresult\event1.dta", clear
set more off
sort company_id
by company_id:generate set=_n
sort company_id set
save "D:\STATAresult\event_2.dta", replace
use "D:\STATAresult\stock_2.dta", clear
set more off
merge company_id set using "D:\STATAresult\event_2.dta"
tab _merge
set more off
list company_id if _merge==2
keep if _merge==3
drop _merge
egen group_id = group(company_id set)

// 4º Passo: Limpando os dados e calculando a janela de evento e a Janela de Estimação
sort group_id Date
by group_id: gen datenum=_n
by group_id: gen target=datenum if Date==event_date
egen td=min(target), by(group_id)
drop target
gen dif=datenum-td
by group_id: gen event_window=1 if dif>=-1 & dif<=1
egen count_event_obs=count(event_window), by(group_id)
by group_id: gen estimation_window=1 if dif<-30 & dif>=-60

```

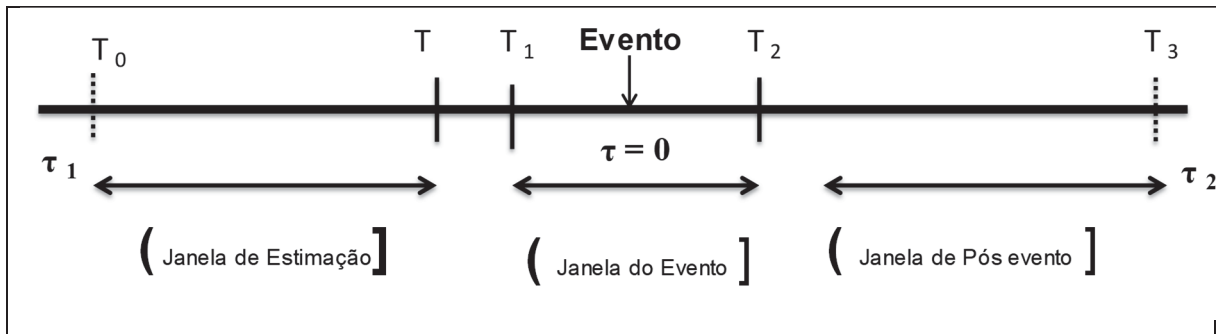
```

egen count_est_obs=count(estimation_window), by(group_id)
  replace event_window=0 if event_window==.
  replace estimation_window=0 if estimation_window==.
*sum group_id if count_event_obs<5
*sum group_id if count_est_obs<30
  drop if count_event_obs < 5
  drop if count_est_obs < 30
set more off
tab group_id if count_est_obs >=30
save "D:\STATAresult\event_3.dta",replace

// 5º Passo: Estimação
gen predicted_return=.
egen id=group(group_id)
forvalues i = 1(1)2460 {
  l id group_id if id==`i' & dif==0
  quietly reg stock_return market_return if id==`i' & estimation_window==1
  predict p if id==`i'
  replace predicted_return = p if id==`i' & event_window==1
  drop p
}
// 6º Passo: Retorno Anormal, CAR e BHAR
sort id Date
gen abnormal_return= stock_return - predicted_return if event_window==1
by id: egen cumulative_abnormal_return = sum(abnormal_return)
  gen BHAR3=.
replace BHAR3=(1+abnormal_return[_n])*(1+abnormal_return[_n-1])*(1+abnormal_return[_n-2])-1 if
dif==1
replace BHAR3= BHAR3[_n+1] if dif==0
replace BHAR3= BHAR3[_n+1] if dif==-1

// 7º Passo: Teste de Significância
sort id date
by id: egen ar_sd = sd(abnormal_return)
gen test1 =(1/sqrt(5))*( cumulative_abnormal_return /ar_sd)
set more off
list group_id cumulative_abnormal_return test1 if dif==0
export excel company_id event_date cumulative_abnormal_return test1 using "stats.xls" if dif==0,
replace
save "D:\STATAresult\stock_4.dta", replace
reg cumulative_abnormal_return if dif==0, robust
log close
exit

```

APÊNDICE 3.2 – JANELA DE ESTIMAÇÃO E DE EVENTO

Fonte: Adaptado de MacKinlay (1997) e Campbell, Lo e MacKinlay (1997)

APÊNDICE 3.3 – OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE PESQUISA

Variável	Código	Classificação	Definição operacional	Mensuração
<i>Buy-and-Hold Abnormal Return</i>	BHAR	Dependente	Acumulação da diferença entre o retorno real e o retorno esperado pelo mercado	$BHAR_{i(\tau_1, \tau_2)} = \prod_{t=0}^{\tau_2} (1 + AR_{i,t})$
Tom transcrito	TONE	Independente	Indica a frequências de palavras positivas e negativas listadas no dicionário de LM	$TONE_j = \frac{Positive\ j - Negative}{Positive\ j + Negative}$
Positivo	POS	Independente	Indica o número de palavras listadas no dicionário de LM	Frequências de palavras positivas listadas no dicionário de LM
Negativo	NEG	Independente	Indica o número de palavras listadas no dicionário de LM	Frequências de palavras negativas listadas no dicionário de LM
IFRS	IFRS	Independente	Indica adoção das IFRS	Dummy 1 (um) para adoção das IFRS
Interação	IFRSXTONE IFRSXPOS IFRSXNEG	Independente	Indica quando o efeito de um fator depende do nível do outro fator.	Interação entre a variável TONE, POS E NEG e adoção das IFRS
Perda	LOSS	Controle	Identifica o período de perda	Dummy 1 (um) para quando há perda
Alavancagem	LEV	Controle	Indica o efeito do capital de terceiros no patrimônio líquido de uma empresa.	Razão entre a média do total de ativos e o valor médio do patrimônio líquido
<i>Book-to-Market</i>	BM	Controle	Indica como o mercado está valorizando a empresa em relação aos seus dados contábeis	Razão entre o valor de mercado de uma empresa e o valor patrimonial da mesma, expresso em seus livros/relatórios contábeis
Retorno sobre o Ativo	ROA	Controle	Indica rentabilidade da empresa	Retorno sobre o ativo Lucro líquido nos últimos doze meses dividido pelo valor contábil total dos ativos
Efeito Surpresa	SUPR	Controle	Representa o efeito surpresa positiva ou negativa em relação ao resultado de uma empresa	$SUPR_{it} = \frac{(EPS_j - EPS_{j,q-4})}{P_{t,q-4}}$ representa o Efeito Surpresa com EPS_j e $EPS_{j,q-4}$ como o lucro por ações no período atual e no período de encerramento do trimestre defasado e $P_{t,q-4}$ é o preço defasado das ações

**APÊNDICE 3.4 – RELAÇÃO DA QUANTIDADE DE TRANSCRIÇÕES DE
TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADO ANALISADO POR EMPRESAS
SELECIONADAS NA AMOSTRA**

N	Código	TT	N	Código	TT	N	Código	TT	N	Código	TT
1	ABEV3	34	22	CSAN3	31	43	HYPE3	24	64	QUAL3	11
2	AEDU3	9	23	CSNA3	39	44	ITUB4	40	65	RADL3	13
3	ALLL3	27	24	CTIP3	19	45	JBSS3	32	66	RDCD3	16
4	ARCZ6	11	25	CYRE3	34	46	KLBN4	24	67	RENT3	30
5	BBAS3	32	26	DASA3	26	47	KROT3	21	68	RSID3	28
6	BBDC3	39	27	DTEX3	20	48	LAME4	35	69	SBSP3	35
7	BBSE3	7	28	ECOR3	12	49	LIGT3	24	70	SMLE3	6
8	BISA3	24	29	ELET3	26	50	LREN3	34	71	SUZB5	31
9	BRFS3	24	30	ELPL4	21	51	MMXM3	17	72	TAMM4	23
10	BRKM5	35	31	EMBR3	40	52	MRFG3	29	73	TCSL4	20
11	BRML3	32	32	ENBR3	23	53	MRVE3	29	74	TIMP3	37
12	BRPR3	21	33	EQTL3	25	54	MULT3	25	75	TMAR5	19
13	BRTP3	13	34	ESTC3	21	55	NATU3	33	76	TNLP3	23
14	BTOW3	33	35	EVEN3	20	56	NETC4	19	77	UBBR1	12
15	BVMF3	28	36	FIBR3	38	57	OGXP3	16	78	UGPA3	38
16	CCRO3	37	37	GFSA3	37	58	OIBR4	24	79	USIM3	30
17	CESP6	31	38	GGBR4	37	59	PCAR4	37	80	VALE3	39
18	CIEL3	24	39	GOAU4	12	60	PDGR3	25	81	VCPA4	13
19	CMIG4	32	40	GOLL4	36	61	PETR3	34	82	VIVO4	15
20	CPFE3	33	41	GVTT3	7	62	POMO4	10	83	VIVT4	17
21	CPLE6	28	42	HGTX3	20	63	POSI3	25	84	WEGE3	23

Nota: Código representa a nomenclatura simplificada (sem adição dos termos BZ Equity) dos tickers criados para extração de dados no Bloomberg; TT é o Total de Transcrições de Teleconferências.

APÊNDICE 3.5 – ROTINA NO STATA® DAS ESTATÍSTICAS E REGRESSÕES

```

cd "D:\StataAnalise"
*import excel "D:\StataAnalise\BASE_STATA 08.11.17.xlsx", sheet("DB") firstrow
log using "Analise_`c(current_date)'.log", replace
preserve
set more off
display in red "Today's date is: `c(current_date)'"
/*****
ESTATISTICAS DESCRITIVAS
*****/
*Format Date
*recast double Date
*encode Date, gen(Date_num)
use "C:\Users\joyce\Dropbox\JOYCE-JULYERMETESE JOYCE REVISADA\base artigo 2\DB
2018.11.20.dta", clear

// Define Longitudinal Panel Data
xtset id Date_num, quarterly
// Create Variables
gen IFRSxTONE=IFRS * H_tone2
gen IFRSxPOS= IFRS * Positive
gen IFRSxNEG= IFRS * Negative// Tabela 1 Painei A, B e C
tabstat BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM H_tone2 Negative Positive, ///
stat(N min max mean sd cv skewness kurtosis) ///
col(variables) labelwidth(8) varwidth(8) format(%9.3f) save by(IFRS)
// Tabela 1 Painei D
pwcrr BHAR3 SUPR ROA LEV BM H_tone2 Negative Positive, star(.05)

// Verificar Missing Value
misstable sum SUPR LOSS ROA LEV BM H_tone2 Negative Positive IFRS IFRSxPOS IFRSxNEG
IFRSxTONE
/*****
MODELO 1
*****/
* Teste F
xtreg BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM H_tone2 IFRS, fe
*Teste Breusch-Pagan LM
xttest2
* Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
xttest3

xtreg BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM H_tone2 IFRS, re
* Teste LM Breusch-Pagan
xttest0
qui xtreg BHAR3 SUPR ROA LOSS LEV BM H_tone2 IFRS, fe
est store fe_m1
qui xtreg BHAR3 SUPR ROA LOSS LEV BM H_tone2 IFRS, re
est store re_m1
* Teste de Hausman
hausman fe_m1 re_m1, sigmamore
** POLS é melhor
** Wooldridge test for autocorrelation in panel data
xtserial SUPR LOSS ROA LEV BM H_tone2 IFRS

/*****
MODELO 2
*****/
xtreg BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM Positive Negative IFRS, fe

```

```

*Teste Breusch-Pagan LM
xttest2
* Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
xttest3

xtreg BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM Positive Negative IFRS, re
* Teste LM Breusch-Pagan
xttest0 //
qui xtreg BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM Positive Negative IFRS, fe
est store fe_m2
qui xtreg BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM Positive Negative IFRS, re
est store re_m2
* Teste de Hausman
hausman fe_m2 re_m2, sigmamore
** POLS é melhor
** Wooldridge test for autocorrelation in panel data
xtserial SUPR LOSS ROA LEV BM Positive Negative IFRS

/*****
                                MODELO 3
*****/
xtreg BHAR3 c.H_tone2#(IFRS)SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, fe
*Teste Breusch-Pagan LM
xttest2
* Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
xttest3

xtreg BHAR3 c.H_tone2#(IFRS)SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, re
* Teste LM Breusch-Pagan
xttest0
qui xtreg BHAR3 c.H_tone2#(IFRS)SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, fe
est store fe_m3
qui xtreg BHAR3 c.H_tone2#(IFRS)SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, re
est store re_m3
* Teste de Hausman
hausman fe_m3 re_m3, sigmamore
** POLS é melhor
** Wooldridge test for autocorrelation in panel data
xtserial BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM IFRSxTONE

/*****
                                MODELO 4
*****/
xtreg BHAR3 c.Positive#(IFRS) C.Negative#(IFRS) SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, fe
*Teste Breusch-Pagan LM
xttest2
* Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
xttest3
xtreg BHAR3 c.Positive#(IFRS) C.Negative#(IFRS) SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, re
* Teste LM Breusch-Pagan
xttest0 //
qui xtreg BHAR3 c.Positive#(IFRS) C.Negative#(IFRS) SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, fe
est store fe_m4
qui xtreg BHAR3 c.Positive#(IFRS) C.Negative#(IFRS) SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, re
est store re_m4
* Teste de Hausman
hausman fe_m4 re_m4, sigmamore
** POLS é melhor
** Wooldridge test for autocorrelation in panel data
xtserial BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM IFRSxPOS IFRSxNEG

```

```

/*****
                RESULTADO POOLED OLS (POLS)
*****/
qui reg BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM H_tone2 IFRS, vce(robust)
est store POLS_m1
estat vif

qui reg BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM Positive Negative IFRS, vce(robust)
est store POLS_m2
estat vif

qui reg BHAR3 c.H_tone2#(IFRS)SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, vce(robust)
est store POLS_m3
estat vif

qui reg BHAR3 c.Positive#(IFRS) C.Negative#(IFRS) SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, vce(robust)
est store POLS_m4
estat vif

esttab POLS_m1 POLS_m2 POLS_m3 POLS_m4 , compress nodepvars nogaps starlevels(* 0.10
** 0.05 *** 0.01)

/*****
                RESULTADO EFEITOS FIXOS (APÊNDICE)
*****/
qui xtreg BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM H_tone2 IFRS, fe
est store EF_m1
xtreg BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM Positive Negative IFRS, fe
est store EF_m2
xtreg BHAR3 c.H_tone2#(IFRS)SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, fe
est store EF_m3
xtreg BHAR3 c.Positive#(IFRS) C.Negative#(IFRS) SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, fe
est store EF_m4

esttab EF_m1 EF_m2 EF_m3 EF_m4, compress nodepvars nogaps starlevels(* 0.10 ** 0.05 ***
0.01)

/*****
                RESULTADO EFEITOS ALEATÓRIOS(APÊNDICE)
*****/
qui xtreg BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM H_tone2 IFRS, re
est store RE_m1
xtreg BHAR3 SUPR LOSS ROA LEV BM Positive Negative IFRS, re
est store RE_m2
xtreg BHAR3 c.H_tone2#(IFRS)SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, re
est store RE_m3
xtreg BHAR3 c.Positive#(IFRS) C.Negative#(IFRS) SUPR LOSS ROA LEV BM IFRS, re
est store RE_m4

esttab RE_m1 RE_m2 RE_m3 RE_m4, compress nodepvars nogaps starlevels(* 0.10 ** 0.05 ***
0.01)

// Para tabela de número de companhias e teleconferências
tabstat BHAR3 , stat(N) by(id)

*****

log close

```

APÊNDICE 3.6 - TESTE DE MULTICOLINEARIDADE NOS MODELOS DE REGRESSÃO

VARIÁVEIS	MODELO 1		MODELO 2		MODELO 3		MODELO 4	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
SUPR	1,02	0,977	1,02	0,976	1,02	0,977	1,02	0,977
LOSS.....	1,26	0,793	1,27	0,789	1,26	0,799	1,26	0,795
ROA	1,52	0,659	1,53	0,652	1,53	0,659	1,52	0,659
LEV.....	1,33	0,751	1,40	0,714	1,34	0,755	1,35	0,741
BM	1,45	0,691	1,48	0,674	1,45	0,706	1,44	0,695
TONE	1,05	0,948	-	-	-	-	-	-
IFRS	1,01	0,989	1,02	0,983	-	-	-	-
Positive	-	-	1,69	0,590	-	-	-	-
Negative	-	-	1,79	0,559	-	-	-	-
IFRSxTONE	-	-	-	-	-	-	-	-
0 (BRGAAP)	-	-	-	-	1,06	0,948	-	-
1 (IFRS)	-	-	-	-	1,04	0,957	-	-
IFRSxPOS ..	-	-	-	-	-	-	-	-
0 (BRGAAP)	-	-	-	-	-	-	6,10	0,164
1 (IFRS)	-	-	-	-	-	-	3,13	0,319
IFRSxNEG ...	-	-	-	-	-	-	-	-
0 (BRGAAP)	-	-	-	-	-	-	7,48	0,164
1 (IFRS)	-	-	-	-	-	-	4,05	0,247
Mean VIF ..	1,24	-	1,40	-	1,22	-	3,32	-

APÊNDICE 3.7 – ESTIMAÇÃO DOS MODELOS DE EFEITOS FIXOS E ALEATÓRIOS

a) Painel A: Estimação dos Modelos de Efeitos Fixos (2006 a 2015)				
Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
SUPR	0,010***	0,010**	0,011***	0,011***
LOSS	-0,010***	-0,011***	-0,011***	-0,011***
ROA ^a	-0,247	-0,219	-0,271	-0,228
LEV ^a	0,173***	0,172***	0,169***	0,169***
BM ^a	-0,113**	-0,113**	-0,106**	-0,111**
TONE	0,025***			
POS ^a		0,142***		
NEG ^a		-0,175***		
IFRS	0,001	0,001	0,001	0,001
IFRSxTONE				
0 (BRGAAP)			0,018	
1 (IFRS)			0,029**	
IFRSxPOS ^a				
0 (BRGAAP)				.0001134
1 (IFRS)				.0001507***
IFRSxNEG ^a				
0 (BRGAAP)				-.0001603**
1 (IFRS)				-.0001784***
Constantea	-0,235	-0,812	-0,246	.0000838
b) Painel B: Estimação dos Modelos de Efeitos Aleatórios (2006 a 2015)				
Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
SUPR	0,011***	0,011***	0,011***	0,011***
LOSS	-0,011***	-0,010***	-0,011***	-0,011***
ROA ^a	0,049	0,081	0,032	0,032
LEV ^a	0,522	0,659*	0,496***	0,502**
BM ^a	-0,404	-0,487	-0,390**	-0,373
TONE	0,012**			
POS ^a		0,087**		
NEG ^a		-0,135***		
IFRS	0,003	0,003	0,003*	0,003
IFRSxTONE				
0 (BRGAAP)			0,004	
1 (IFRS)			0,016**	
IFRSxPOS ^a				
0 (BRGAAP)				0,505
1 (IFRS)				0,986**
IFRSxNEG ^a				
0 (BRGAAP)				-0,109
1 (IFRS)				-0,144***
Constantea	-0,322	-0,682	-0,341	-0,138

Nota: 1. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10, 5 e 1%, respectivamente
2. BHAR3 é Buy-and-Hold Abnormal Return, calculado em uma janela de evento de três dias;
SUPR é o efeito surpresa; LOSS representa o prejuízo; ROA o retorno sobre o ativo; LEV a

alavancagem financeira; BM o book-to-market, TONE é o tom transcrito nas teleconferências, NEG e POS são as frequências de palavras negativas e positivas, respectivamente

a. Dada a magnitude dos coeficientes e para facilitar a visualização dos dados, os valores estimados devem ser divididos por 10^3

4 A REAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO AOS TONS TRANSCRITOS DOS REPRESENTANTES CORPORATIVOS E ANALISTAS DE MERCADO NAS TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS

RESUMO

O presente estudo tem como objetivo analisar os diferentes tons transcritos utilizados pelos participantes nas teleconferências de resultados e sua influência no comportamento do retorno das ações, em termos de geração de retornos anormais. Este estudo pretende preencher uma lacuna de pesquisa que é a segregação da análise do tom por tipo de analista (buy-side e sell-side) e por representantes corporativos (Chief Executive Officer (CEO), Chief Financial Officer (CFO) ou Investor Relations (IR)) durante esse evento corporativo. A amostra utilizada consiste de empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) componentes do Índice Ibovespa, no período de 2010 a 2017, a amostra final totalizou 1165 transcrições de teleconferências de resultados e 44 companhias listadas. Esse estudo aprimora a compreensão de que o tom transcrito e as palavras utilizadas têm um poder de influenciar o mercado de ações, ou seja, é uma divulgação que deve ser considerada além dos números apresentadas por outras demonstrações financeiras. O principal achado é que o tom transcrito e as palavras utilizadas com base no dicionário de Loughran & McDonald (2011), tem poder de previsão significativo sobre as reações do mercado de ações nas teleconferências de resultados.

Palavras-chave: Teleconferências de Resultados. BHAR. Analistas. Gerentes. Tom.

ABSTRACT

The objective of this study is to analyze the different transcribed tones used by the participants in the earnings conference calls and their influence on the behavior of the stock returns, in terms of generating abnormal returns. This study aims to fill a research gap that is the segregation of tone by analysts (buy-side and sell-side) and corporate representatives (Chief Executive Officer (CEO), Chief Financial Officer (CFO) or Investor Relations (IR)) during this corporate event. The sample used consists of Brazilian companies listed in Brasil, Bolsa, Balcão (B3) components of the Ibovespa Index, in the period from 2010 to 2017, the final sample totaled 1165 transcripts of earnings conference calls and 44 listed companies. This study enhances the understanding that the tone transcribed and that the words used have a power to influence the stock market shares, i.e. it is a disclosure that has to be considered beyond the figures presented by other financial statements. The main finding is that the transcribed tone and the words used based on the Loughran & McDonald (2011) dictionary have significant predictive power over the stock market shares reactions in the earnings conference calls.

Keywords: Earnings conference calls. BHAR. Analysts. Managers. Tone.

4.1 INTRODUÇÃO

Ao cumprir as regulamentações do mercado, as companhias emitem, juntamente com os relatórios obrigatórios, uma série de informações voluntárias que são incorporadas na tomada de decisão dos investidores. O maior volume de divulgação voluntária tende a reduzir o risco, a assimetria informacional e o custo de capital e aumentar a transparência organizacional e a liquidez de mercado (Beyer, Cohen, Lys & Walther, 2010). Assim, o conteúdo informacional presente nos relatórios contábeis extrapola os números expressos nas demonstrações financeiras (Frankel, Johnson, & Skinner, 1999; Chin, Chen, & Liang, 2013; Kearney & Liu, 2014), sendo expresso na teleconferência de resultado de forma escrita, falada ou por meio da linguagem corporal.

Na literatura sobre o tema, dentre os principais achados de pesquisa, cabe destacar que, em companhias norte-americanas, os representantes corporativos tendem a utilizar um tom mais positivo em seu discurso, em comparação aos dos analistas financeiros (Brockman, Li, & Price, 2015). Por sua vez, o mercado acionário reage mais fortemente ao discurso dos analistas financeiros do que ao dos gerentes ou demais representantes das companhias (Brockman et al., 2015). Em outras jurisdições, como por exemplo Hong Kong, os participantes do mercado tendem a dar mais importância ao tom da companhia do que ao tom do analista, contrariando os resultados encontrados em pesquisas que estudaram companhias norte-americanas (Brockman, Li, & Price, 2017).

Ao centrar o foco de análise no tom transcrito na teleconferência de resultado, no presente estudo, objetiva-se analisar os diferentes tons utilizados pelos participantes desse tipo de evento corporativo e sua influência no comportamento do retorno das ações, em termos de geração de retornos anormais. Nesse contexto, a lacuna que se pretende preencher com este estudo é a da segregação da análise do tom por tipo de analista (*buy-side* e *sell-side*) e por representantes corporativos (*Chief Executive Officer* (CEO), *Chief Financial Officer* (CFO) ou *Investor Relations* (IR)) durante as teleconferências de resultado.

As teleconferências de resultado destacam-se pelas suas características interativas (Chan, Lee, Petaibanlue, & Tan, 2017) e por facilitar a transferência de informações da administração para os investidores (Brockman et al., 2017). Como a teleconferência é interativa, os participantes podem realizar suas perguntas para obter

informações que abordem suas preocupações pontuais (Tasker, 1998), emitir suas opiniões ou confirmar suas inferências (Palmieri, Rocci, & Kudrautsava, 2015), ou, ainda, discutir questões que não foram adequadamente esclarecidas nos relatórios financeiros (Bassemir, Novotny-farkas, & Pachta, 2013).

Nas teleconferências de resultado, além de informações, os representantes corporativos e analistas compartilham suas expectativas sobre o desempenho financeiro da companhia. Nesse contexto, os gestores podem influenciar as expectativas e a tomada de decisão dos analistas (Black, 2016), mas a interpretação das informações disponibilizadas pela companhia pode divergir entre os analistas *buy-side* e *sell-side* (Yamamoto & Hirata, 2012).

A forma como a informação é transmitida tem potencial de afetar o desempenho das ações, ou seja, o tom transcrito nas teleconferências de resultado tem correlação direta com a reação dos investidores no mercado acionário (Kang, Park, & Han, 2018). Ao avaliar o tom de cada um dos principais participantes das teleconferências, é possível captar sua influência nas oscilações dos retornos das ações. Assim, além de identificar como os tons divergem entre os gerentes das companhias e analistas financeiros, pretende-se identificar qual dos intervenientes tem maior efeito sobre os retornos das ações.

Uma importante contribuição do presente estudo é o recorte espacial da análise, ao avaliar o tom transcrito nas teleconferências de resultado no contexto de países emergentes, especificamente as companhias brasileiras, já que os principais estudos sobre essa temática foram elaborados no contexto de companhias norte-americanas (Doran, Peterson & Price, 2012; Blau et al. 2015; Palmieri et al. 2015; Brockman, Li & Price (2015); Henry & Leone, 2016). Entretanto, estudos em outros países podem apontar diferentes graus de incentivo para a divulgação voluntária, afetando a qualidade e a transparência dos relatórios (Chan et al., 2017).

Em suma, pretende-se contribuir com a literatura sobre divulgação contábil, reunindo nesta análise os seguintes objetos de estudo: a) o tom expresso em palavras faladas, não em relatórios escritos; b) os documentos de divulgação voluntária, como as teleconferências de resultado, ao invés dos documentos gerais da empresa; c) a interação entre tons dos gerentes (CEO, CFO e IR) e os dos analistas financeiros (*buy-side* e *sell-side*), e d) o efeito do tom de diferentes tipos de intervenientes em um mercado menos desenvolvido, como é o caso das companhias brasileiras.

As teleconferências de resultado têm estruturas argumentativas características, em que um conjunto de palavras específicas pode conduzir a determinado tipo de interpretação (positiva ou negativa) das informações quantitativas. O tom da narrativa financeira pode ser avaliado com dicionário de palavras (Henry & Leone, 2016). No presente estudo pretende-se empregar as listas de palavras elaboradas por Loughran & McDonald (2011), criando um índice que expressa o tom dos gestores e dos analistas no contexto de companhias brasileiras. Para avaliar a influência desse tom no mercado financeiro, utiliza-se o conceito do *Buy-and-Hold Abnormal Return* (BHAR) para representar os retornos anormais.

4.2 REFERENCIAL TEÓRICO

As teleconferências de resultados se tornaram-se um mecanismo comum de divulgação voluntária ao mercado de capitais (Baik & Nam, 2009). Esse tipo de evento corporativo configura-se como um meio de comunicação pelo qual gerentes e analistas são capazes de trocar informações, entre si, ou com os demais participantes do mercado acionário (Borochin, Cicon, DeLisle, & Price, 2018). As comunicações voluntárias nas teleconferências de resultado, especialmente quando executivos das companhias fazem apresentações aos demais investidores, transmitem informações importantes ao mercado acionário (Bushee, Jung, & Miller, 2011). Logo, a maneira pela qual a teleconferência é recebida pelo mercado é um assunto importante para economia e com consequências que podem ser substanciais (Borochin et al., 2018).

As teleconferências de resultados são realizadas por líderes corporativos com analistas financeiros imediatamente após o anúncio de resultados trimestrais. Os participantes desses eventos podem ser divididos em três categorias distintas (Palmieri et al., 2015), conforme segue:

- a) **Os representantes corporativos**, que são CEO, o CFO e o departamento de IR;
- b) **As comunidades de investimento**, que são geralmente representadas por analistas financeiros e outros investidores, em particular, aqueles que acompanham regularmente a empresa e participam ativamente da chamada fazendo perguntas, sendo divididos em analistas *buy-side* (categoria que abrange os analistas e os gestores de fundos de

investimentos); e analistas *sell-side* (profissionais que atuam em bancos e corretoras de valores);

- c) **Os operadores**, que desenvolvem as principais fases da conferência são geridos por um operador externo de uma empresa especializada.

As teleconferências de resultado são divididas em duas sessões: a) sessão de apresentação dos representantes corporativos e b) sessão de perguntas e respostas (Q&A). A interação entre diferentes agentes ocorre principalmente no momento de Q&A. Nessa etapa, é possível avaliar o posicionamento, a atuação e a influência de gerentes e analistas, isolando-se assim a influência de cada um desses agentes no tom expresso das teleconferências de resultados (Brockman et al., 2015).

Como evidência desse tipo de interação, pode-se citar o caso do CEO Elon Musk, que, em uma teleconferência no primeiro trimestre de 2018, abdicou de responder perguntas que por ele eram classificadas como “tediosas e estúpidas”. Como resultado desse confronto entre CEO e os analistas financeiros, as ações da Tesla caíram 5,6% (Valor; 2018; Folha; 2018). Com base nesses fatos, percebe-se que o discurso adotado nas teleconferências pode afetar a reação dos agentes no mercado financeiro.

Estudos sobre o tom das teleconferências de resultado têm-se tornado uma importante vertente de análise textual e de comunicação transcrita. Na literatura sobre esse tema, uma atenção especial é dada ao tom geral dos representantes corporativos e dos analistas financeiros (Brockman et al., 2015; Henry & Leone, 2016; Loughran & McDonald, 2016, e Brockman et al., 2017).

De modo geral, a teleconferência pode ser dividida em duas partes principais. Na primeira parte, os participantes exclusivamente ouvem as declarações dos representantes corporativos (Camiciottoli, 2011). Assim, a intervenção monólogo dos representantes da empresa tem o intuito de apresentar detalhadamente os resultados trimestrais à comunidade de investimento. Na segunda parte, a de perguntas e respostas (Q&A), os analistas financeiros têm a possibilidade de fazer perguntas aos representantes corporativos, que as respondem imediatamente (Camiciottoli, 2011).

Com a proposta de ser uma forma de divulgação verbal, em um ambiente menos estruturado, esse evento corporativo oportuniza a interação entre gerentes e analistas, os quais desempenham um papel importante na formação da opinião pública sobre os resultados da companhia no mercado de capitais (Matsumoto, Pronk,

& Roelofsen, 2011). Nesse contexto, destaca-se a maior interação gerente-analista na seção Q&A. No entanto, há muito o que se aprender sobre os padrões gerais dessa interação e o resultado em termos de comportamento das ações das companhias. Nas teleconferências o processo interativo é dinâmico, distinguindo-se do processo estático que ocorre na divulgação de relatórios anuais, comunicados de imprensa e artigos de notícias, dentre outros (Blau et al., 2015).

Na literatura de análise textual utilizando as teleconferências de resultado, Lee (2016) desenvolveu medidas para capturar as diferenças de tom expresso entre as afirmações introdutórias dos gerentes e suas respostas de perguntas e respostas. A compreensão de quais escolhas de palavras nas divulgações corporativas promovem a confiança e a credibilidade dos destinatários da divulgação pode ajudar os gerentes a adaptarem sua divulgação para ser mais informativa ou para explorar a credulidade dos investidores (Teoh, 2018).

Em relação ao contexto dos mercados financeiros, em que os gestores comunicam informações aos investidores sobre o desempenho passado e projeções para o desempenho futuro, é provável que os gerentes exibam diferentes estados afetivos dependendo de sua interpretação de eventos e situações pertencentes à empresa. Tais estados afetivos são mais provavelmente desencadeados quando os gerentes respondem a perguntas dos analistas. O padrão de comportamento dos gestores, dado o estado afetivo demonstrado na teleconferência, pode afetar a avaliação dos investidores quanto ao desempenho da empresa (Mayew & Venkatachalam, 2012).

Os integrantes do alto escalão das companhias possuem estilos distintos, ou seja, alguns gestores são falantes diretos e informativos, enquanto outros são falantes vagos (Dzieliński, Wagner, & Zeckhauser, 2017). Além das diferenças próprias de cada indivíduo, em termos da forma como que transmitem a informação, há diferenças na comunicação, dependendo da função que cada gestor assume na empresa. Nesse contexto, há diferença entre CFO e CEO, no grau de conhecimento que cada um tem sobre a companhia (Mayew & Venkatachalam, 2012). Ademais, as demonstrações de resultados trimestrais de uma corporação precisam ser interpretadas por analistas do mercado. Nesse sentido, as escolhas das palavras pelos gerentes afetam o processamento da informação. Considera-se que o estilo de comunicação dos representantes corporativos afeta os resultados das teleconferências de resultados no andamento de perguntas e repostas para os analistas financeiros.

Existem três vertentes na literatura que explicam a diferença na formação das expectativas dos analistas *buy-side* e *sell-side*: a dispersão das expectativas surge quando os a) os agentes têm acesso a informações sobre o estado atual da economia; ou b) os agentes interpretam as mesmas informações sobre o estado atual da economia de forma diferente; ou c) ou é atribuída à natureza heterogênea das previsões, em que, expectativas divergentes são formadas a partir de um conjunto diversificado de informações e estratégias (Yamamoto & Hirata, 2012).

Na literatura sobre o tema, diferenças entre os tons dos gerentes e dos analistas foram identificadas em companhias norte-americanas. Ao estudar as transcrições de teleconferências de 16 trimestres, durante os anos de 2004 a 2007, Brockman et al. (2015) identificaram que, em média, os gestores apresentam tons mais otimistas do que os analistas financeiros. Esses resultados ensejam o debate sobre dois aspectos importantes. Primeiro, destacam o papel dos intermediários na disseminação do conteúdo informacional presente nesse tipo de divulgação pública. E, por fim, intensificam o debate sobre quem, investidores institucionais ou investidores individuais, têm maior capacidade de analisar e interpretar os tons presentes nas teleconferências.

Nesse contexto, Brockman et al. (2017) investigaram as reações do mercado aos tons de gerentes e analistas durante as teleconferências de resultado, usando 409 transcrições da Bolsa de Valores de Hong Kong, do período de 2005 a 2015. Além da diferença na frequência de divulgação das teleconferências — em Hong Kong, é semestral, enquanto nos Estados Unidos, é trimestral—, os autores encontraram uma diferença na credibilidade conferida aos participantes desse evento corporativo. Enquanto nos Estados Unidos os investidores depositam mais credibilidade no tom dos analistas do que no dos gestores, os investidores de Hong Kong são mais propensos a acreditar no tom dos gestores da companhia do que no dos analistas que seguem a empresa.

No mercado brasileiro, Moreira, Ramos, Kozak-Rogo, & Rogo (2016) analisaram as teleconferências das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), de 2008 a 2015. Como estratégia de pesquisa, os autores desenvolveram uma *proxy* para a duração da teleconferência, seguindo a abordagem de Matsumoto et al. (2011). A duração da interação entre os participantes da teleconferência é útil, tanto para medir a influência da quantidade de informação divulgada nos resultados, quanto para testar as hipóteses de ofuscação e ontologia. Dentre os achados da pesquisa, cabe

destacar que, durante as teleconferências, as companhias com más notícias entregam mais informações do que as empresas com boas notícias. Além disso, foram encontradas evidências de que empresas com resultados positivos e transitórios entregam um volume maior de informação do que empresas com resultados positivos e permanentes.

Adicionalmente, cabe destacar o estudo de Souza (2017), que avalia o tom empregado nos discursos durante as conferências de apresentação de resultados e a sua relação com o desempenho da empresa, em termos do *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA). Ao avaliar as empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2014, com base nos modelos desenvolvidos por Huang, Teoh, & Zhang (2014) e Davis, Ge, & Matsumoto (2014), o autor demonstrou que empresas com melhor desempenho têm o tom mais otimista, com efeitos sobre o trimestre corrente e o trimestre subsequente à realização da teleconferência de resultado.

Para Souza (2017), a premissa básica que justificaria a importância de estudar discursos é a percepção de que as informações de natureza quantitativa comumente evidenciada não permitem por si só a apresentação de um retrato fiel da situação das empresas, mais especificamente no que se refere ao desempenho e aos demais aspectos econômicos. Além disso, o autor salienta que o estudo sobre as apresentações de conferências de resultados é essencialmente um estudo sobre o comportamento da evidenciação de forma voluntária das informações contidas nas demonstrações financeiras.

4.3 METODOLOGIA

4.3.1 Caracterização da amostra

A amostra utilizada consiste de companhias brasileiras de capital aberto componentes do Índice Ibovespa da carteira de janeiro a abril de 2018, no período de 2010 a 2017, equivalente a 32 trimestres consecutivos, sendo composta de 1.408 transcrições das teleconferências de resultados de 44 companhias com ações ordinárias, tendo-se optado pela manutenção apenas das ações ordinárias. Na sequência, excluíram-se as teleconferências que não havia arquivo em pdf (241 transcrições), e após foram excluídas por não calcular o retorno anormal (2

transcrições). Após esses ajustes, a amostra final totalizou 1165 transcrições de teleconferências de resultados e 44 companhias listadas no índice Ibovespa (Apêndice 4.1).

A coleta de dados, as transcrições das teleconferências de resultados e as demais variáveis elencadas no estudo provém do vendor Bloomberg®. O tratamento estatístico foi realizado por meio de regressão de dados em painel, considerando todos os testes de especificação de modelos, com o emprego do software estatístico Stata®. Foi aplicado o método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), que indicou qual a abordagem a ser utilizada — Teste F, de *Breusch-Pagan* ou de *Hausman* — para identificar a existência do modelo de efeitos fixos, aleatório ou *poled* em dados balanceados e não balanceados.

4.3.2 Caracterização do modelo e variáveis

Preliminarmente, realizou-se um estudo de evento para analisar como os diferentes tons utilizados pelos intervenientes (gestores e analistas) que participam das teleconferências de resultado influenciam o retorno das ações. O estudo de eventos justifica-se porque mede o impacto de um evento específico sobre o valor da companhia (MacKinlay, 1997). Além disso, o estudo de evento configura-se como uma ferramenta ideal para examinar o conteúdo informacional das divulgações contábeis e financeiras (Campbell, Lo, & MacKinlay, 1997). Para consecução dos objetivos do presente estudo utiliza-se a Equação 4.1:

$$BHAR_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j TONE^j_{it} + \gamma_k CONTROLS^k_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

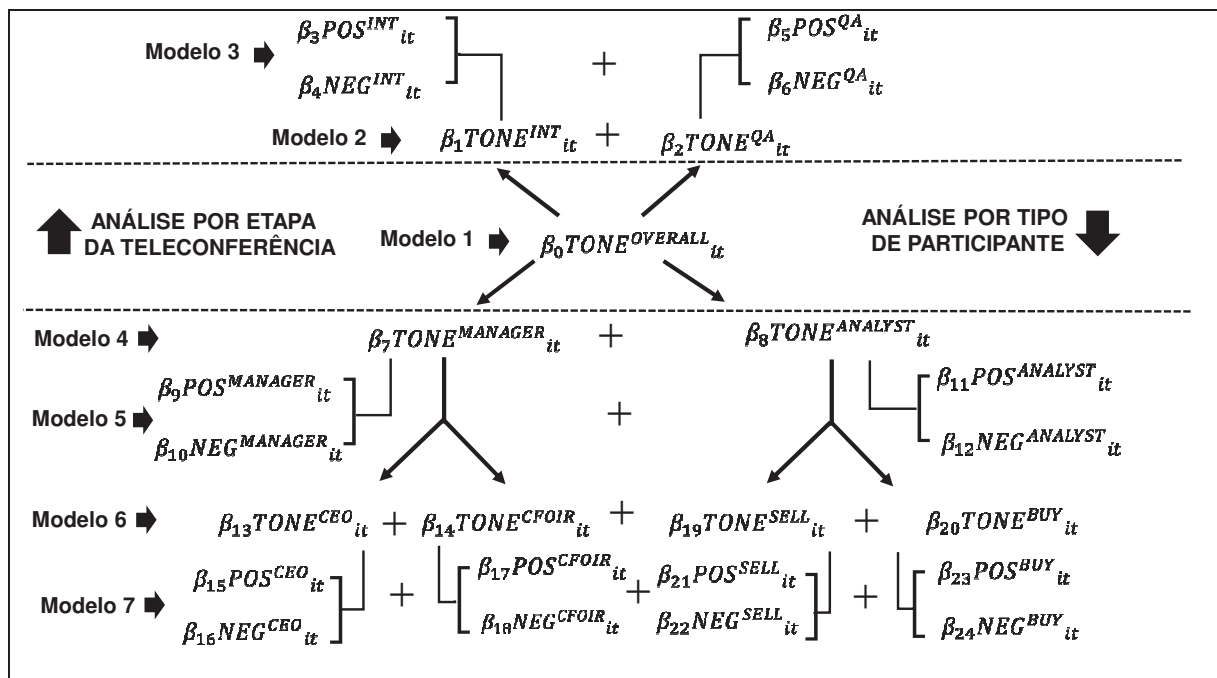
Em que: $BHAR_{it}$ é o *Buy-and-Hold Abnormal Return* da companhia i no período t ; α_0, β_j e γ_k são os coeficientes do modelo de regressão; $TONE^j_{it}$ é o tom expresso na teleconferência de resultados da companhia i no período t para os j participantes desse evento; $CONTROLS^k_{it}$ representa as k variáveis de controle da companhia i no período t ; e ε_{it} representa o termo de erro da regressão.

Para o cálculo do tom expresso nas teleconferências ($TONE^j_{it}$), adotou-se a análise de conteúdo com abordagem baseada em dicionário, com o emprego de *software Provalis Research®*. Cabe ressaltar que a abordagem baseada em dicionário emprega um glossário elaborado por especialistas da área, sendo que, de acordo com

Kearney e Liu (2014), o dicionário desenvolvido por Loughran e McDonald (2011) é o mais apropriado para a análise textual financeira.

Dado que a variável $TONE^j_{it}$ é uma representação segregada do tom para cada participante da teleconferência (Apêndice 4.2), ao considerar que $j = 1$, o tom é calculado como $TONE_{it} = (POS_{it} - NEG_{it}/POS_{it} + NEG_{it})$, conforme metodologia de Henry (2008) também adotada por Price, Doran, Peterson, & Bliss (2012); Henry & Leone (2016) e Brockman et al., (2017). Se $j > 1$, têm-se o cálculo do tom para cada tipo de participantes. Para abranger os principais grupos de participantes, e também para avaliar o tom de cada seção da teleconferência (Apêndice 4.3), na FIGURA 4-1, é apresentada a sequência de análise.

FIGURA 4-1. ETAPAS DE ANÁLISE DO TOM POR TIPO DE PARTICIPANTE E SEÇÃO DA TELECONFERÊNCIA DE RESULTADOS



Desse modo, o modelo geral de análise do tom para os j participantes, segue duas abordagens distintas:

$$BHAR_{it} = \alpha_0 + \beta_{13} TONE^{CEO}_{it} + \beta_{14} TONE^{CFOIR}_{it} + \beta_{19} TONE^{SELL}_{it} + \beta_{20} TONE^{BUY}_{it} + \gamma_k CONTROLS^k_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

Em que: $TONE^{CEO}_{it}$ é tom calculado para os CEO, e $TONE^{CFOIR}_{it}$ é o tom calculado para o CFO ou IR, que participaram da teleconferência; $TONE^{SELL}_{it}$ e $TONE^{BUY}_{it}$ são os tons dos analistas *sell-side* e *buy-side*, respectivamente.

Em uma abordagem alternativa, avalia-se o efeito direto das palavras categorizadas como positivas ou negativas pelo dicionário de LM:

$$\begin{aligned}
 BHAR_{it} = & \alpha_0 + \beta_{15}POS^{CEO}_{it} + \beta_{16}NEG^{CEO}_{it} + \beta_{17}POS^{CFOIR}_{it} + \\
 & \beta_{18}NEG^{CFOIR}_{it} + \beta_{21}POS^{SELL}_{it} + \beta_{22}NEG^{SELL}_{it} + \\
 & \beta_{23}POS^{BUY}_{it} + \beta_{24}NEG^{BUY}_{it} + \gamma_k CONTROLS^k_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (4.3)$$

Em que: para os j participantes da teleconferência já nominados, POS^j_{it} e NEG^j_{it} representam a quantidade de palavras positivas e negativas, respectivamente, identificadas em cada teleconferência. Assim, $POS^{MANAGER}_{it} = POS^{CEO}_{it} + POS^{CFOIR}_{it}$ equivale ao montante de palavras positivas dos representantes corporativos e $POS^{ANALYST}_{it} = POS^{SELL}_{it} + POS^{BUY}_{it}$ representa o montante de palavras positivas dos analistas que participaram da teleconferência. A mesma interpretação é aplicada ao montante de palavras negativas.

De forma análoga, a abordagem para identificar o tom de cada participante, também é aplicada para identificar qual é o tom geral de cada seção da teleconferência:

$$BHAR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 TONE^{INT}_{it} + \beta_2 TONE^{QA}_{it} + \gamma_k CONTROLS^k_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.4)$$

Em que: $TONE^{INT}_{it}$ representa o tom no momento introdutório, enquanto que $TONE^{QA}_{it}$ equivale ao tom no momento de perguntas e respostas. A análise dos efeitos de palavras positivas e negativas também é aplicada no contexto das diferentes seções das teleconferências.

A *proxy* para retorno anormal acumulado utilizada neste estudo é o *Buy-and-Hold Abnormal Return (BHAR)* (Apêndice 4.4), sendo acumulado conforme o proposto por Barber & Lyon (1997) e o cálculo do retorno anormal conforme postulado por MacKinlay (1997):

$$BHAR_{i(\tau_1, \tau_2)} = \prod_{t=0}^{\tau_2} (1 + AR_{i,t}) \quad \text{com } AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (4.5)$$

Em que: $BHAR_{it}$ é o *Buy-and-Hold Abnormal Return* da companhia i no período t , acumulado em uma janela de eventos que engloba o dia do evento (t_0) e o dia seguinte ($t+1$) e uma janela de estimação de 30 dias; $AR_{i,t}$ é o retorno anormal para a companhia i no período t , com $R_{it} = \ln(P_t/P_{t-1})$ sendo o retorno diário das ações, com P_t e P_{t-1} representando o preço diário da ação das i companhias selecionadas na amostra e $R_{mt} = \ln(C_t/C_{t-1})$ como o retorno diário do mercado com C_t e C_{t-1} representando a cotação diária da carteira de mercado (Ibovespa) nos períodos t e $t-1$, respectivamente.

Em relação às variáveis de controle, no presente estudo adotou-se o Book-to-Market (BM_{it}), a alavancagem (LEV_{it}), a capitalização de mercado ($SIZE_{it}$) e o efeito surpresa ($SUPR_{it}$), que são variáveis presentes nos estudos de Price et al. (2012),

Bannier et al. (2016) e Brockman et al. (2017). Cabe destacar, que Brockman et al. (2015) também incluem em seu estudo, a alavancagem entre as variáveis de controle e que Henry & Leone (2016) também utilizam a capitalização de mercado. Como variável adicional, utilizou-se o ativo total, expresso em logaritmo ($LnAT_{it}$). As variáveis de controle podem ser definidas como:

$$BM_{it} = \text{BOOK_VAL_PER_SH} \quad (4.6)$$

$$LnAT_{it} = \ln(\text{BS_TOT_ASSET}) \quad (4.7)$$

$$LEV_{it} = \frac{\text{BS_TOT_LIAB2}}{\text{BS_TOT_ASSET}} \quad (4.8)$$

$$SIZE_{it} = \ln(\text{TOT_MKT_VAL}) \quad (4.9)$$

$$SUPR_{it} = \frac{(\text{EPS}_{it} - \text{EPS}_{i,t-1})}{P_{i,t-1}} \quad (4.10)$$

Em que: seguindo a nomenclatura adotada no Bloomberg®, BS_TOT_ASSET é o ativo total; BS_TOT_LIAB2 é o passivo total; $BOOK_VAL_PER_SH$ é o valor contábil por ação; TOT_MKT_VAL é o valor total de mercado; $EPS_{it} = IS_EPS$ representa o lucro por ação, com $P_{i,t-1}$ sendo o preço da ação no trimestre anterior.

4.4 RESULTADOS

O tom transcrito extraído da amostra das teleconferências de resultados foi dividido de acordo com as seções e de acordo com os participantes da teleconferência. Com a aplicação do dicionário LM, verifica-se, em termos médios, um volume maior de palavras tanto positivas quanto negativas, na seção Q&A, em comparação com a seção introdutória da teleconferência. Por um lado, a maior interação na seção Q&A justifica esse fato, entretanto, a condução do debate e o encaminhamento do diálogo na seção de Q&A dependem de que tipo de informação foi apresentada na seção introdutória. O volume de palavras positivas e negativas também é útil para identificar o padrão de atuação de cada tipo de participante. Em termos médios, CEO e CFO usam mais palavras positivas do que negativas em seus discursos, mas, em termos comparativos, o CFO tende a utilizar um volume maior de palavras negativas do que o CEO (TABELA 4-1). Por sua vez, na comparação entre o volume de palavras utilizadas pelos analistas *sell-side* e *buy-side*, os analistas *sell-*

side utilizam maior número de palavras tanto positivas quanto as negativas comparadas com os *buy-side*.

TABELA 4-1. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

a) Painel A: estatísticas descritivas TONE (2010-17)

ESTATÍSTICAS	MÍNIMO	MÁXIMO	MÉDIA	SD	CV	ASSIMETRIA	CURTOSE
BHAR (0,1)	-0,239	0,242	0,000	0,043	247,438	0,421	8,217
TONE ^{OVERALL}	-0,714	0,818	0,042	0,235	5,623	-0,130	2,824
TONE ^{INT}	-0,800	1,000	0,224	0,306	1,369	-0,363	2,867
TONE ^{QA}	-1,000	0,700	-0,133	0,309	-2,322	-0,707	4,017
TONE ^{MANAGER}	-0,733	0,846	0,168	0,265	1,579	0,124	2,978
TONE ^{ANALYST}	-1,000	1,000	-0,099	0,281	-2,852	-0,301	4,354
TONE ^{CEO}	-0,714	0,911	0,181	0,274	1,514	0,471	2,749
TONE ^{CFOIR}	-0,867	0,938	0,117	0,294	2,509	-0,112	2,947
TONE ^{SELL}	-0,833	0,750	-0,084	0,261	-3,116	0,082	3,097
TONE ^{BUY}	-0,857	0,846	-0,031	0,210	-6,839	-0,678	6,706

b) Painel B: Estatísticas descritivas de palavras classificadas em positivas e negativas pelo dicionário LM

ESTATÍSTICAS	MÍNIMO	MÁXIMO	MÉDIA	SD	CV	ASSIMETRIA	CURTOSE
POS ^{INT}	2	189	33,209	24,608	0,741	1,734	7,919
NEG ^{INT}	0	126	19,068	13,181	0,691	2,041	11,589
POS ^{QA}	0	286	36,227	28,268	0,780	1,452	8,734
NEG ^{QA}	0	164	41,548	28,844	0,694	0,920	3,854
POS ^{MANAGER}	1	339	58,409	38,390	0,657	1,479	7,048
NEG ^{MANAGER}	2	203	38,657	22,932	0,593	1,472	7,554
POS ^{ANALYST}	0	49	11,894	8,790	0,739	0,782	3,377
NEG ^{ANALYST}	0	73	15,397	12,391	0,805	1,154	4,477

c) Painel C: Estatísticas descritivas de palavras classificadas em positivas e negativas, segregadas por tipo de participante

ESTATÍSTICAS	MÍNIMO	MÁXIMO	MÉDIA	SD	CV	ASSIMETRIA	CURTOSE
POS ^{CEO}	0	180	25,112	31,311	1,247	1,594	5,554
NEG ^{CEO}	0	117	13,464	17,334	1,287	1,816	7,245
POS ^{CFOIR}	0	121	24,026	20,921	0,871	1,504	5,778
NEG ^{CFOIR}	0	126	18,097	15,732	0,869	1,539	6,959
POS ^{SELL}	0	46	9,930	7,804	0,786	0,859	3,588
NEG ^{SELL}	0	61	12,711	10,855	0,854	1,155	4,421
POS ^{BUY}	0	15	1,249	2,310	1,849	2,356	9,227
NEG ^{BUY}	0	39	1,670	3,205	1,920	3,593	26,643

Nota: O número de observações é de 1.165. SD representa o desvio-padrão; CV, o coeficiente de variação; BHAR (0,1) é o Buy-and-Hold Abnormal Return, calculado em uma janela de evento que compreende os períodos t_0 e $t + 1$; TONE é o tom calculado; POS e NEG são a contagem de palavras positivas e negativas, respectivamente, para cada participante e para cada seção da teleconferência.

Na TABELA 4-2, nota-se que a correlação entre o tom dos representantes corporativos ($TONE^{MANAGER}$) e o tom geral da teleconferência é maior do que a correlação entre o tom geral e o tom dos analistas ($TONE^{ANALYST}$). Resultados similares foram observados nos estudos de Brockman et al. (2015) e Brockman et al. (2017). A menor correlação entre o tom do analista ($TONE^{ANALYST}$) e o tom introdutório ($TONE^{INT}$) já era esperada, porque a atuação do analista se limita à seção de perguntas e respostas.

Por sua vez, na análise das seções das teleconferências de resultados, a correlação entre a seção introdutória ($TONE^{INT}$) e a seção de perguntas e respostas ($TONE^{QA}$) foi de 0,3055. Na análise entre os participantes, a correlação entre o tom do gestor ($TONE^{MANAGER}$) e o tom do analista ($TONE^{ANALYST}$) foi de 0,3265. Esses patamares menores de correlação demonstram a ocorrência de mudanças de posicionamento entre as seções e entre os participantes desse evento corporativo. O Painel B contém as correlações para as variáveis de controle. Nesse aspecto, observa-se uma baixa correlação entre a variável dependente e as variáveis explicativas, situando-se em torno de 0,10 em relação ao tom, e em patamares inferiores a 0,05, na maioria dos casos, com as variáveis de controle.

TABELA 4-2. MATRIZ DE CORRELAÇÃO

a) Painel A: Correlação de Pearson TONE (2010-17)

VARIÁVEIS	BHAR(0,1)	$TONE^{OVERALL}$	$TONE^{INT}$	$TONE^{QA}$	$TONE^{MANAGER}$	$TONE^{ANALYST}$
BHAR(0,1)	1					
$TONE^{OVERALL}$	0,1147*	1				
$TONE^{INT}$	0,1087*	0,7622*	1			
$TONE^{QA}$	0,0723*	0,5867*	0,3055*	1		
$TONE^{MANAGER}$	0,0926*	0,9475*	0,8270*	0,5453*	1	
$TONE^{ANALYST}$	0,1137*	0,4759*	0,1751*	0,4779*	0,3265*	1

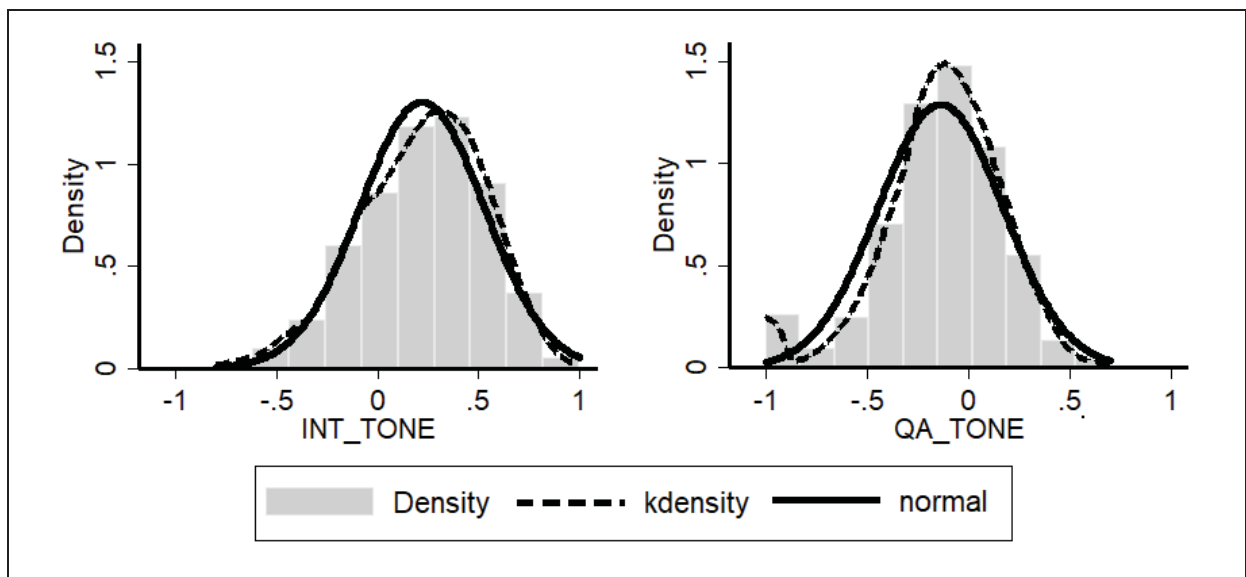
b) Painel B: Correlação de Pearson variáveis de controle (2010-17)

VARIÁVEIS	BHAR(0,1)	SIZE	BM	LnAT	SUPR	LEV
BHAR(0,1) ...	1					
SIZE	-0,0604*	1				
BM	0,0364	-0,0244	1			
LnAT	-0,0814*	0,8578*	-0,3240*	1		
SUPR	-0,0236	-0,0034	-0,0021	0,0061	1	
LEV	0,0197	0,2501*	0,1610*	0,3376*	0,0086	1

Nota: * corresponde a variáveis estatisticamente significativas ao nível de 5%.

Em relação às diferenças entre as seções introdutória e Q&A, verifica-se que a distribuição do tom na seção introdutória se assemelha a uma distribuição normal, com grau moderado de assimetria, enquanto, na seção Q&A é leptocúrtica, com assimetria negativa em decorrência de cauda pesada (no lado negativo). Tal fato deve-se à ocorrência de teleconferências em que o tom transcrito registrou apenas palavras negativas (FIGURA 4-2).

FIGURA 4-2. DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIAS DE CADA SEÇÃO DAS TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADOS



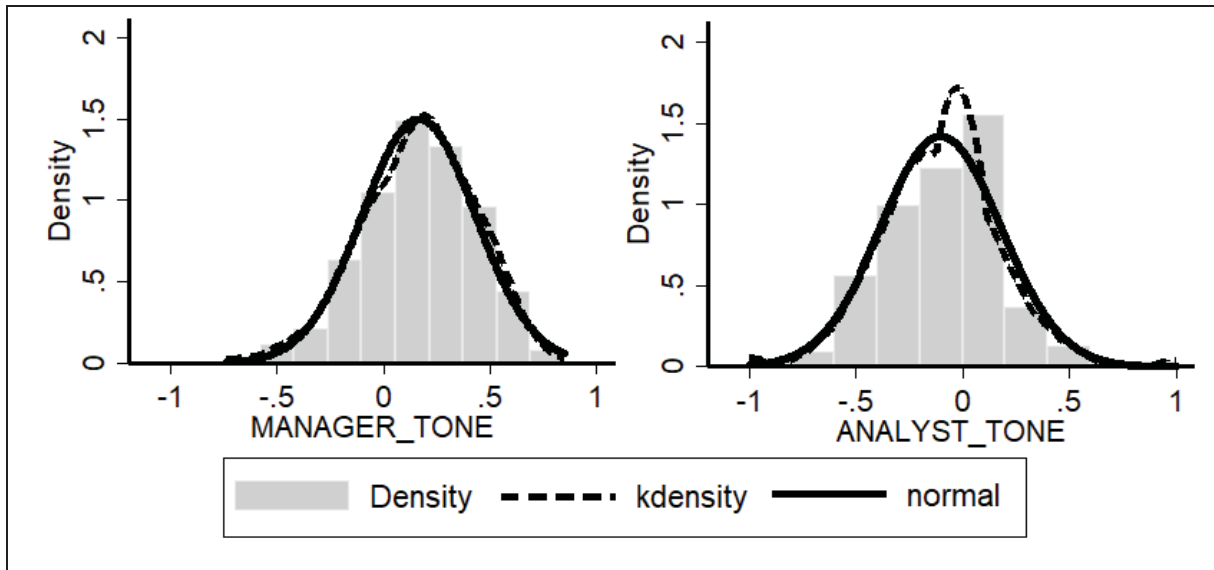
Nota 1. Kdensity representa a estimativa de densidade Kernel.

2. Teste de normalidade de Jarque-Bera: $TONE^{INT}$ – test $\chi^2 = 105,42$ p-value=0,000
 $TONE^{QA}$ - test $\chi^2 = 25,14$ p-value=0,000

Por sua vez, em relação aos principais grupos de participantes (

FIGURA 4-3), a distribuição de frequência do tom do grupo de gestores da empresa ($TONE^{MANAGER}$) é levemente deslocada à direita (média de 0,168), enquanto o tom do grupo de analistas ($TONE^{ANALYST}$) tem assimetria negativa (média de -0,099), com concentração de valores próximos à média (leptocurtose). Resultados similares foram encontrados por Brockman et al. (2015).

FIGURA 4-3. DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIAS ENTRE GESTORES E ANALISTAS



Nota 1. Kdensity representa a estimativa de densidade Kernel.

2. Teste de normalidade de Jarque-Bera: $TONE^{MANAGER}$ - test $\chi^2 = 17,10$ p-value=0,002
 $TONE^{ANALYST}$ - test $\chi^2 = 39,10$ p-value=0,000

Em seguida, procedeu-se à análise do efeito do tom transcrito sob o retorno anormal, em termos gerais, por seção e por tipo de participante e a análise do efeito direto de palavras positivas e negativas (TABELA 4-3). Primeiramente, o tom geral ($TONE^{OVERALL}$) exerce influência sobre o retorno anormal, similar ao encontrado nos estudos de Price et al. (2012) e Henry & Leone (2016), entre outros. Entre as variáveis de controle, há indícios de que os investidores reagem às representações numéricas do tamanho da empresa (LnAT) e da alavancagem financeira (LEV). Os sinais observados nessas variáveis condizem com os achados de Brockman et al. (2017).

Analisando o Modelo 2, na divisão da apresentação ($TONE^{INT}$) e perguntas e respostas ($TONE^{QA}$), o tom no momento introdutório e perguntas e respostas teve um efeito estatisticamente significativo, ao nível de 1%, com o retorno anormal. O efeito positivo entre tom introdutório e o retorno anormal é similar ao encontrado no estudo de Brockman et al. (2017) para o mercado de Hong Kong, que adotou a especificação CAR (0,1) para o retorno anormal, e com o estudo de Price et al. (2012), para o mercado norte-americano, no qual a especificação para o retorno anormal acumulado foi o CAR (-1,1). Nesse contexto, uma possível interpretação é a de que os participantes da teleconferência tendem a dar mais relevância ao conteúdo disponibilizado na seção introdutória, sendo que o diálogo na etapa subsequente tende a ser estruturado com base nas informações apresentadas na etapa inicial.

Como a metodologia foi a utilização de dados de painel para verificar os efeitos individuais podem estar correlacionados com alguma outra variável independente, porém com o teste de Hausman favorece o uso do método de efeitos aleatórios no modelo 1, 4 e 5 e os modelos 2 e 3 conforme os testes Teste F e o Teste de LM indica que o método pooled é o mais adequado (TABELA 4-3).

TABELA 4-3. RESULTADOS DE DADOS EM PAINEL COM MODELO *POOLED* E EFEITO ALEATÓRIO.

a) Painel A: Estimação do tom, segregado por seção da teleconferência e por tipo de participante

VARIÁVEIS	MODELO 1	MODELO 2	MODELO 3	MODELO 4	MODELO 5
TONE ^{OVERALL} ...	0,0174***	-	-	-	-
TONE ^{INT}	-	0,0120***	-	-	-
POS ^{INT (1)}	-	-	0,0148*	-	-
NEG ^{INT (1)}	-	-	-0,0203	-	-
TONE ^{QA}	-	0,0058***	-	-	-
POS ^{QA (1)}	-	-	0,0124	-	-
NEG ^{QA (1)}	-	-	-0,0048	-	-
TONE ^{MANAGER}	-	-	-	0,0061	-
POS ^{MANAGER (1)}	-	-	-	-	0,0033***
NEG ^{MANAGER (1)}	-	-	-	-	-0,0055***
TONE ^{ANALYST} ..	-	-	-	0,0145***	-
POS ^{ANALYST (1)}	-	-	-	-	0,0951***
NEG ^{ANALYST (1)}	-	-	-	-	-0,0453***
SIZE ⁽¹⁾	0,4650***	0,5140***	0,4480***	0,4360***	0,3960***
BM ⁽¹⁾	-0,0627***	-0,0452***	-0,0445***	-0,0653***	-0,0700***
LnAT ⁽¹⁾	-0,447***	-0,4520***	-0,4770***	-0,4360***	-0,4520***
SUPR ⁽¹⁾	-0,4650***	-0,4560***	-0,4810***	-0,4880***	-0,4950***
LEV ⁽¹⁾	0,0199***	0,0168***	0,0171***	0,0193***	0,0168***
constante	0,0139***	0,0123***	0,0159***	0,0156***	0,0161***

b) Painel B: Testes de especificação dos modelos

TESTES	MODELO 1	MODELO 2	MODELO 3	MODELO 4	MODELO 5
b.1) Teste F					
<i>t-stat</i>	1,59	1,56	1,58	1,71	1,72
p-valor	0,0097	0,0131	0,0111	0,0034	0,0030
b.2) Teste LM Breusch-Pagan					
<i>t-stat</i>	2,12	1,44	1,53	3,24	3,34
p-valor	0,0728	0,1155	0,1077	0,0359	0,0338
b.3) Teste Hausman					
<i>t-stat</i>	5,15	-	-	7,56	12,15
p-valor	0,5253	-	-	0,373	0,2049
especificação	RE	POLS	POLS	RE	RE

Nota: 1. POLS representa a especificação Pooled OLS, e RE efeitos aleatórios.

2. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente

(1) Dada a magnitude dos coeficientes e para facilitar a visualização dos dados, os valores estimados devem ser divididos por 100.

Por sua vez, o Modelo 3 tem o intuito de captar os efeitos diretos de palavras positivas (ou negativas) sobre o retorno anormal. Nesse contexto, apenas as palavras positivas no momento de abertura (POS^{INT}) exercem influência sobre o retorno anormal. Conforme exposto por Verrecchia (2001), em sua categorização da divulgação baseada em associação, ao avaliar a divulgação voluntária, o autor destaca que os gestores tendem a assegurar a transmissão de informações que impactam de forma positiva e reter as informações que impactam de forma negativa nas avaliações da companhia. Nesse contexto, pode-se observar que o volume médio de palavras positivas no momento introdutório (33,209) supera a média de palavras negativas (19,068) em 74,16%. Assim, a comprovação de informações negativas, geralmente é obtida no decorrer da seção Q&A, na qual o volume médio de palavras negativas (41,548) supera o de palavras positivas (36,227).

Na avaliação dos principais grupos de participantes das teleconferências, no Modelo 4, pode-se evidenciar que apenas o tom do analista ($TONE^{ANALYST}$) tem efeito estatisticamente significativo, ao nível de 1%, sobre o retorno anormal. Resultados similares foram obtidos nos estudos de Brockman et al. (2015), com a especificação de $CAR(0,1)$ para o retorno anormal e no estudo de Borochoin et al. (2018), ao relacionar tom do analista com a volatilidade do preço das ações. Nesse contexto, dada a ocorrência mais frequente de tons positivos por parte dos gestores, o mercado tende a captar informações adicionais transmitidas ao longo da teleconferência. Entre essas informações, o posicionamento dos analistas (*sell-side* ou *buy-side*), considerados como “investidores sofisticados” Blau et al. (2015), pode induzir o comportamento dos demais investidores.

Nessa linha de análise, corroborando os resultados apresentados no Modelo 4, o Modelo 5 demonstra que tanto as palavras positivas quanto as negativas dos analistas afetam o retorno anormal. Nesse contexto, uma variação de 1% na quantidade de palavras positivas tem um efeito de 0,095% no retorno anormal, enquanto a mesma variação na quantidade de palavras negativas tem um efeito negativo de 0,045% no retorno anormal. Como os analistas utilizam, em média, um volume de palavras negativas maior do que o de palavras positivas, na ocorrência de palavras positivas por parte dos analistas, há uma reação do mercado, resultando em retornos anormais positivos.

Na análise por tipo de participante, com a não rejeição de ambas as hipóteses nulas dos teste F e LM, ao nível de significância de 5%, aplica-se o método de Mínimos Quadrados Ordinário agrupado ou empilhado (*Pooled*) (TABELA 4-4).

TABELA 4-4. RESULTADOS DE DADOS EM PAINEL TOM TRANSCRITO POR PARTICIPANTES COM MODELO *POOLED* E EFEITO ALEATÓRIO

a) Painel A: estimação do tom, segregado por seção da teleconferência e por tipo de participante

VARIÁVEIS	MODELO 6	MODELO 7
TONE ^{CEO}	0,0070***	-
POS ^{CEO} (1)	-	-0,0006***
NEG ^{CEO} (1)	-	-0,0041***
TONE ^{CFOIR}	0,0089***	-
POS ^{CFOIR} (1)	-	0,0195***
NEG ^{CFOIR} (1)	-	-0,0199***
TONE ^{SELL}	0,0112***	-
POS ^{SELL} (1)	-	0,0761***
NEG ^{SELL} (1)	-	-0,0382***
TONE ^{BUY}	0,0053***	-
POS ^{BUY} (1)	-	0,1720***
NEG ^{BUY} (1)	-	-0,0384***
SIZE (1)	0,5020***	0,3910***
BM (1)	-0,0393***	-0,0486***
LnAT (1)	-0,3910***	-0,4200***
SUPR (1)	-0,5150***	-0,5480***
LEV (1)	0,0167***	0,0143***
constante	0,0073***	0,0134***

b) Painel B: testes de especificação dos Modelos

TESTES	MODELO 6	MODELO 7
b.1) Teste F		
<i>t-stat</i>	1,61	1,66
p-valor	0,0082	0,0054
b.2) Teste LM Breusch-Pagan		
<i>t-stat</i>	1,82	2,22
p-valor	0,0885	0,068
especificação	POLS	POLS

Nota: 1. POLS representa a especificação Pooled OLS robusto, e RE efeitos aleatórios.

2. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

(1) Dada a magnitude dos coeficientes e para facilitar a visualização dos dados, os valores estimados devem ser divididos por 100.

No modelo 6, o grupo de gestores das empresas foi dividido em CEO e CFO ou IR, enquanto o grupo de analistas foi dividido em *sell-side* e *buy-side*. Dentre os resultados, cabe destacar que o tom dos CFO ou IR tem efeito positivo e estatisticamente significativo sobre o retorno anormal e o tom do CEO também foi significativo, mas menor em comparação com CFO ou IR. Em que pese as diferenças

identificadas na literatura em termos de estado emotivo (Mayew & Venkatachalam, 2012), ou a presença de práticas enganosas (Larcker & Zakolyukina, 2012), no comportamento dos CEO ou CFOs, o fato de o CEO utilizar praticamente o dobro de palavras positivas (em termos médios, de 25,112) do que negativas (13,464), torna o comportamento desses gestores mais previsível, sem efeitos perceptíveis sobre o retorno anormal.

Por sua vez, o tom do analista *sell-side* tem efeito positivo e estatisticamente significativo sobre o retorno anormal. Nesse contexto, cabe destacar que, nas teleconferências há uma participação mais frequente dos analistas *sell-side*, e, como, esse tipo de analista tem uma relação direta com os gestores da companhia, esse fato contribui para aprimorar sua interlocução no decorrer das teleconferências, influenciando, assim, outros investidores. Ademais, ao se analisar o efeito direto das palavras classificadas como positivas e negativas pelo dicionário LM, de cada participante do evento, verifica-se que as palavras positivas do CFO ou IR, do analista *sell-side* e do analista *buy-side* têm efeito positivo sobre o retorno anormal. Em relação ao tom do analista *buy-side*, também se observou efeito positivo e estatisticamente significativo sobre o retorno anormal, mas cabe ressaltar que o efeito é menor quando comparado ao analista *sell-side*. Entretanto, quando se compara o uso de palavras, pode-se observar um maior efeito no uso de palavras positivas usadas pelos analistas *buy-side* comparado ao efeito relacionado aos analistas *sell-side*.

Em suma, o aumento de palavras positivas pelos CEOs, que normalmente têm um tom positivo, não exerce influência sobre o retorno anormal. Enquanto que, o aumento de palavras positivas dos CFOs ou IRs, considerados com um tom mais neutro (em média, aproximadamente, 57% das palavras são positivas e 43% negativas) tem um efeito pequeno (0,019) sobre o retorno anormal. Em contrapartida, o analista *sell-side*, que detém mais informação, ao pronunciar palavras classificadas como positivas pelo dicionário LM, gera um positivo maior (0,076). Mas, se o *buy-side*, que é considerado o analista com menor volume de informação, pronunciar palavras positivas, o efeito é ainda maior (0,172). Enfim, ao melhorar a sua comunicação com os analistas de mercado, a empresa pode gerar um efeito multiplicador na transmissão de informações ao mercado.

4.5 CONCLUSÃO

As divulgações voluntárias por meio das teleconferências de resultados trimestrais fogem aos padrões da obrigatoriedade regulamentada por lei por se tratarem de um meio de comunicação entre os gestores e os *stakeholders*, com interação dinâmica, cujo evento corporativo foi o foco principal deste estudo. Ao centrar o foco de análise no tom transcrito nas teleconferências de resultados trimestrais, no presente estudo, objetivou-se analisar os diferentes tons utilizados pelos participantes deste evento corporativo e sua influência no comportamento do retorno das ações, em termos de geração de retornos anormais. Nesse contexto, as principais contribuições deste estudo referem-se à lacuna que pretende preencher, qual seja, a segregação da análise do tom transcrito por tipo de analista (*buy-side* e *sell-side*) e por representantes corporativos: — CEO, CFO ou IR —, durante as teleconferências de resultados.

Vale ressaltar que os achados de pesquisa deste estudo reforçam outros estudos e pesquisas sobre o tema, porém em um mercado diferente que o caso do Brasil, já que a maioria dos estudos sobre essa temática foi realizada em mercados norte-americanos. Com isso, o presente trabalho aprimora a compreensão de que o tom transcrito e as palavras utilizadas têm poder de influenciar o mercado de ações, ou seja, trata-se de uma divulgação que tem que ser considerada além dos números apresentados por outras demonstrações financeiras.

Neste artigo, apresentou-se a investigação da relação do tom transcrito nas teleconferências de resultados na reação do mercado de ações usando firmas brasileiras listadas na B3, com cinco descobertas principais. Primeiro, que o tom transcrito das teleconferências de resultados tem poder de previsão significativo sobre as reações do mercado de ações. Em segundo lugar, a previsibilidade é impulsionada predominantemente no momento da apresentação, especificamente na fala inicial dos gestores.

A terceira descoberta é que, nas teleconferências de resultados no Brasil, os participantes tendem a dar mais peso para o tom dos analistas do que para tom dos gestores. Esse resultado é similar ao das recentes descobertas no cenário norte-americano e contrário às do cenário de Hong Kong. A quarta descoberta, é em relação à segregação por representantes corporativos CEO, CFO e IR, durante as teleconferências de resultados, e que ambos representantes corporativos

impulsionam a reação do mercado. E por fim, a quinta descoberta refere-se à segregação da análise do tom transcrito por tipo de analista *buy-side* e *sell-side* indicando que há uma maior reação ao o tom apresentado pelo analista *sell-side*.

Cabe ressaltar que, na análise da interação dinâmica entre os representantes corporativos e a comunidade de investimento externos foi possível identificar quatro resultados principais. A primeira descoberta empírica mostra que o tom no momento introdutório é mais positivo do que o tom no momento de perguntas e respostas. A segunda descoberta, refere-se aos efeitos positivos do tom do analista sobre o retorno do mercado. Analisando de forma agregada o conjunto de analistas que participa das teleconferências, a sua atuação, pronunciando palavras classificadas como positivas ou negativas, na seção de Q&A, é acompanhada e avaliada pelos demais investidores no mercado. De forma segregada, no grupo dos gestores, evidencia-se uma influência maior do CFO ou do IR, no comparativo com a atuação do CEO.

Por fim, este estudo trouxe contribuições para compreensão dos tons transcritos apresentados por gerentes e analistas nesse tipo de evento corporativo. Primeiro, mediu o tom geral, depois comparou conforme o momento entre apresentação e momento de perguntas e respostas e mostrou os diferentes tons apresentados de acordo com cada participante segregado em gerentes (CEO, CFO e IR) e analistas (*sell-side* e *buy-side*) durante as teleconferências de resultados. Essa descoberta sugere que os investidores devem prestar muita atenção a todos os participantes desse tipo de evento corporativo, por gerar uma reação ao mercado acionário. Para futuras pesquisas, pode-se investigar o tom vocal e, em relação ao tom transcrito verificar a relação com os modelos de gerenciamento de resultados. Podem ser examinados os padrões entre os participantes desses eventos corporativos utilizando o aprendizado de máquina.

REFERÊNCIAS

Baik, B., & Nam, H.-J. (2009). The Effect of Regulation Fair Disclosure on Conference Calls : The Case of Earnings Surprises *. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 38(6), 801–829. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.2041-6156.2009.tb00031.x>

Bannier, C., Pauls, T., & Walter, A. (2016). *CEO-speeches and stock returns*. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2869785

- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 43(3), 341–372. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00890-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00890-2)
- Bassemir, M., Novotny-farkas, Z., & Pachta, J. (2013). The Effect of Conference Calls on Analysts' Forecasts – German Evidence. *European Accounting Review*, 22(1), 151–183. <https://doi.org/10.1080/09638180.2011.640454>
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 296–343. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Black, E. L. (2016). The Ethical Reporting of Non-GAAP Performance Measures. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(70), 7–11. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201690090>
- Blau, B. M., DeLisle, J. R., & Price, S. M. (2015). Do sophisticated investors interpret earnings conference call tone differently than investors at large? Evidence from short sales. *Journal of Corporate Finance*, 31, 203–219. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.02.003>
- Borochin, P. A., Cicon, J. E., DeLisle, R. J., & Price, S. M. (2018). The effects of conference call tones on market perceptions of value uncertainty. *Journal of Financial Markets*. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2017.12.003>
- Brockman, P., Li, X., & Price, S. M. (2015). Differences in Conference Call Tones: Managers vs. Analysts. *Financial Analysts Journal*, 71(4), 24–42. <https://doi.org/https://doi.org/10.2469/faj.v71.n4.1>
- Brockman, P., Li, X., & Price, S. M. (2017). Conference Call Tone and Stock Returns : Evidence from the Stock Exchange of Hong. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 1–19. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12186>
- Bushee, B. J., Jung, M. J., & Miller, G. S. (2011). Conference Presentations and the. *Journal of Accounting Research*, 49(5), 1163–1192. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00426.x>
- Call, A., Sharp, N., & Shohfi, T. (2016). Buy-side analysts' participation on public earnings conference calls. Unpublished paper, Arizona State University, Texas A&M University, Rensselaer Polytechnic Institute.
- Camiciottoli, B. C. (2011). Ethics and Ethos in Financial Reporting : analyzing persuasive language in earnings calls, 74(3), 298–313. <https://doi.org/10.1177/1080569911413810>
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. C., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets* (Princeton). Princeton, NJ.

- Chan, A. L., Lee, E., Petaibanlue, J., & Tan, N. (2017). Do board interlocks motivate voluntary disclosure ? Evidence from Taiwan. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(2), 441–466. <https://doi.org/10.1007/s11156-016-0557-1>
- Chin, C., Chen, Y., & Liang, J. (2013). International diversification and conference calls. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 20(3), 297_314. <https://doi.org/10.1080/16081625.2012.719856>
- Davis, A. K., Ge, W., & Matsumoto, D. (2014). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9309-4>
- Doran, J. S., Peterson, D. R., & Price, S. M. (2012). Earnings Conference Call Content and Stock Price: The Case of REITs. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45(2), 402–434. <https://doi.org/10.1007/s11146-010-9266-z>
- Dzieliński, M., Wagner, A. F., & Zeckhauser, R. J. (2017). *Straight Talkers and Vague Talkers: The Effects of Managerial Style in Earnings Conference Calls*. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2965108>
- Folha. (2018). Elon Musk rejeita perguntas “tediosas e estúpidas”, e ações da Tesla caem. *FOLHA DE SÃO PAULO*. Retrieved from <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/05/elon-musk-rejeita-perguntas-tediosas-e-estupidas-e-aco-es-da-tesla-caem.shtml>
- Frankel, R., Johnson, M., & Skinner, D. J. (1999). An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 133–150. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2491400>
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication*, 45(4), 363–407. <https://doi.org/10.1177/0021943608319388>
- Henry, E., & Leone, A. J. (2016). Measuring Qualitative Information in Capital Markets Research: Comparison of Alternative Methodologies to Measure Disclosure Tone. *The Accounting Review*, 91(1), 153–178. <https://doi.org/10.2308/accr-51161>
- Huang, X., Teoh, S. H., & Zhang, Y. (2014). Tone management. *Accounting Review*, 89(3), 1083–1113. <https://doi.org/10.2308/accr-50684>
- Kang, T., Park, D. H., & Han, I. (2018). Beyond the numbers: The effect of 10-K tone on firms’ performance predictions using text analytics. *Telematics and Informatics*, 35(2), 370–381. <https://doi.org/10.1016/j.tele.2017.12.014>
- Kearney, C., & Liu, S. (2014). Textual sentiment in finance: A survey of methods and models. *International Review of Financial Analysis*, 33, 171–185. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.02.006>

Larcker, D. F., & Zakolyukina, A. A. (2012). Detecting Deceptive Discussions in Conference Calls. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 495–540. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00450.x>

Lee, J. (2016). Can investors detect managers' lack of spontaneity? Adherence to predetermined scripts during earnings conference calls. *Accounting Review*, 91(1), 229–250. <https://doi.org/10.2308/accr-51135>

Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Distionaries, and 10-Ks. *Journal of Finance*, 66(1), 35–65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>

Loughran, T., & McDonald, B. (2016). Textual Analysis in Accounting and Finance : A Survey. *Working Paper*, 1–56. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2504147>

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(March), 13–39. <https://doi.org/10.2307/2729691>

Matsumoto, D., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2011). What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions. *The Accounting Review*, 86(4), 1383–1414. <https://doi.org/10.2308/accr-10034>

Mayew, W. J., & Venkatachalam, M. (2012). The Power of Voice : Managerial Affective States. *The Journal of Finance*, LXVII(1), 1–43. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01705.x>

Moreira, N. C., Ramos, F., Kozak-Rogo, J., & Rogo, R. (2016). Exemplo. *BBR - Brazilian Business Review*, 13(6), 304–329. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2016.13.6.6>

Palmieri, R., Rocci, A., & Kudrautsava, N. (2015). Argumentation in earnings conference calls. Corporate standpoints and analysts' challenges. *Studies in Communication Sciences*, 15(1), 120–132. <https://doi.org/10.1016/j.scoms.2015.03.014>

Price, S. M., Doran, J. S., Peterson, D. R., & Bliss, B. A. (2012). Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. *Journal of Banking and Finance*, 36(4), 992–1011. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.013>

Souza, A. C. de. (2017). *As palavras importam? o uso do tom linguístico nos discursos das Apresentações de resultados*. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.

Tasker, S. C. (1998). Bridging the Information Gap: Quarterly Conference Calls as a Medium for Voluntary Disclosure. *Review of Accounting Studies*, 3(1–2), 137–167.

Teoh, S. H. (2018). The Promise and Challenges of New Datasets for Accounting Research. *SSRN Electronic Journal*, 1–9. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2018.03.008>

Valor. (2018). Dono da Tesla perde a paciência com analistas e ações caem. *VALOR ECONÔMICO*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/5500077/dono-da-tesla-perde-paciencia-com-analistas-e-aco-es-caem>

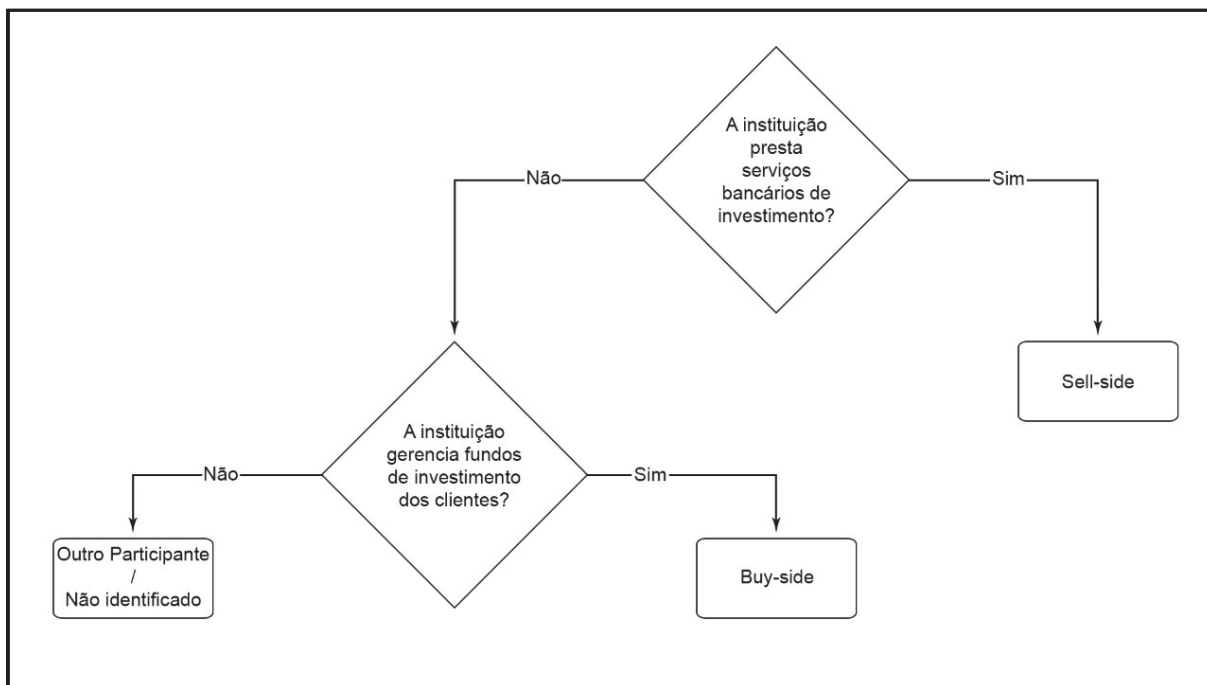
Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)

Yamamoto, R., & Hirata, H. (2012). Belief changes and expectation heterogeneity in buy- and sell-side professionals in the Japanese stock market. *Pacific Basin Finance Journal*, 20(5), 723–744. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2012.03.001>

**APÊNDICE 4.1 - RELAÇÃO DA QUANTIDADE DE TRANSCRIÇÕES DE
TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADO ANALISADO POR EMPRESAS
SELECIONADAS NA AMOSTRA INÍCIO E FINAL**

Ticker	N	Início	Fim	Ticker	N	Início	Fim
ABEV3	30	Q1-2010	Q3-2017	HYPE3	31	Q2-2010	Q4-2017
B3SA3	31	Q1-2010	Q3-2017	IGTA3	21	Q4-2012	Q4-2017
BBAS3	31	Q1-2010	Q4-2017	JBSS3	31	Q1-2010	Q3-2017
BBDC3	30	Q1-2010	Q3-2017	KROT3	24	Q1-2010	Q4-2017
BBSE3	15	Q2-2013	Q4-2017	LREN3	30	Q1-2010	Q3-2017
BRFS3	31	Q1-2010	Q4-2017	MGLU3	20	Q4-2012	Q4-2017
BRML3	29	Q1-2010	Q3-2017	MRFG3	27	Q1-2010	Q3-2017
CCRO3	28	Q1-2010	Q4-2017	MRVE3	28	Q1-2010	Q4-2017
CIEL3	30	Q1-2010	Q4-2017	MULT3	26	Q1-2010	Q4-2017
CPFE3	26	Q1-2010	Q3-2017	NATU3	29	Q1-2010	Q4-2017
CSAN3	29	Q1-2010	Q4-2017	PETR3	30	Q1-2010	Q4-2017
CSNA3	27	Q1-2010	Q3-2017	QUAL3	19	Q4-2012	Q3-2017
CYRE3	29	Q1-2010	Q3-2017	RADL3	18	Q4-2011	Q4-2017
ECOR3	20	Q4-2012	Q4-2017	RAIL3	23	Q1-2010	Q4-2017
EGIE3	28	Q1-2010	Q4-2017	RENT3	28	Q3-2010	Q4-2017
ELET3	26	Q1-2010	Q3-2017	SBSP3	28	Q1-2010	Q3-2017
EMBR3	32	Q1-2010	Q4-2017	SMLS3	10	Q2-2013	Q3-2016
ENBR3	30	Q1-2010	Q4-2017	SUZB3	28	Q1-2010	Q4-2017
EQTL3	21	Q1-2010	Q3-2017	TIMP3	29	Q1-2010	Q4-2017
ESTC3	23	Q1-2011	Q4-2017	UGPA3	29	Q1-2010	Q2-2017
FIBR3	30	Q1-2010	Q4-2017	VALE3	31	Q1-2010	Q4-2017
FLRY3	19	Q4-2012	Q4-2017	WEGE3	30	Q1-2010	Q4-2017

APÊNDICE 4.2 - TAXONOMIA DOS ANALISTAS DA TELECONFERÊNCIA DE RESULTADOS



Fonte: Adaptado (Call, Sharp, & Shohfi, 2016)

APÊNDICE 4.3 - INFORMAÇÕES PARA A TAXONOMIA DOS PARTICIPANTES DA TELECONFERÊNCIA DE RESULTADOS E A SEÇÃO DO MOMENTO INTRODUTÓRIO (INT) E A SEÇÃO DE PERGUNTAS E RESPOSTAS (Q&A)

final

<p>Company Name: Ambev Company Ticker: ABEV3 BZ Date: 2017-10-26 Event Description: Q3 2017 Earnings Call</p>	<p>Market Cap: 328,498.16 Current PX: 20.90 YTD Change(\$): +4.50 YTD Change(%): +27.439</p>	<p>Bloomberg Estimates - EPS Current Quarter: 0.279 Current Year: 0.677 Bloomberg Estimates - Sales Current Quarter: 14563.400 Current Year: 47646.133</p>
--	---	---

script

Q3 2017 Earnings Call

Company Participants

- Ricardo Rittes CFO IR
- Bernardo Pinto Paiva CEO

Other Participants

Analistas profissionais: Buy-side e Sell -side

- Isabella Simonato Sell-side
- Luca Cipiccia Buy-side
- Antonio González Sell-side
- Pedro Leduc Sell-side
- Lauren Torres Sell-side
- Robert Ottenstein Buy-side
- Tristan van Strien Sell-side
- Alexander Robarts Sell-side

MANAGEMENT DISCUSSION SECTION

Operator

Good morning and thank you for waiting. We would like to welcome everyone to Ambev's Third Quarter of 2017 Results Conference Call. Today with us, we have Mr. Bernardo Paiva, CEO for Ambev; and Mr. Ricardo Rittes, CFO and Investor Relations Officer.

Momento de Perguntas e Respostas (Q&A)

Bloomberg Tra

Q&A


Operator

We will now begin the question-and-answer session. [Operator Instructions] The first question comes from Isabella Simonato with Bank of America Merrill Lynch. Please go ahead.

<Q - Isabella Simonato>: Good afternoon, Bernardo [indiscernible] (29:12). My question is on beer volumes and the decline that we saw was a little bit stronger than what we thought. If you could give us more details on per channel or segment or even packaging, how did you see volume declining accordingly?

And also talking about industry volumes, did you see any gradual evolution throughout the quarter? When we look on a monthly – run a monthly performance, is there any sign that – or any month that we already saw positive volume for the industry or this is still not happening? Thank you.

<A - Bernardo Pinto Paiva>: Thanks, Isabella. Thanks for the question. I think the beer industry has not reached its inflection point. Just a quick recall for the year, in the first half of the year, the industry fell around 2.4% according to



Page 6 of 15

**APÊNDICE 4.4 - ROTINA NO STATA® PARA ESTIMAÇÃO DOS MODELOS
ECONOMÉTRICOS DE AVALIAÇÃO DA TONS TRANSCRITOS DOS REPRESENTANTES
E ANALISTAS DE MERCADOS NAS TELECONFERÊNCIAS DE RESULTADO.**

```
// Após a operacionalização das bases EVENT.dta e STOCK.dta, para o cálculo do retorno anormal
acumulada, a rotina descreve os passos subsequentes para a estimação dos modelos selecionados
na análise.

use "C:\STATAresult\stock4.dta", clear
xtset company_id date_BP , quarterly
log using "Analise_`c(current_date)'.log", replace
preserve
set more off

// Checar duplicidade
duplicates report company_id date_BP
duplicates list company_id date_BP

// ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS
tabstat BHAR01 overall_tone INT_TONE QA_TONE MANAGER_TONE ANALYST_TONE, ///
stat(N min max mean sd cv skewness kurtosis) col(variables) labelwidth(8) varwidth(8)
format(%9.3f) save
pwcorr BHAR01 overall_tone INT_TONE QA_TONE MANAGER_TONE ANALYST_TONE, star(.05)

pwcorr BHAR01 overall_tone INT_TONE INT_Pos INT_Neg QA_TONE QA_Pos QA_Neg
MANAGER_TONE MANAGER_Pos MANAGER_Neg ANALYST_TONE ANALYST_Pos
ANALYST_Neg, star(.05)

// Verificar se há missing value
misstable sum BHAR01 MANAGER_TONE ANALYST_TONE SIZE BM LnAT SUPR LEV

//ANÁLISE GRÁFICA
graph close _all
foreach nameVAR of varlist overall_tone INT_TONE QA_TONE MANAGER_TONE
ANALYST_TONE ceo_tone cfo_tone sell_tone buy_tone {
hist `nameVAR', bin(10) fcolor(gs13) lcolor(dimgray) lwidth(vvthin) normal normopts(lcolor(black)
lwidth(thick) connect(stairstep_up)) kdensity kdenopts (lcolor(black) lwidth(thick)
lpattern(dash)connect(stairstep_up)) ytitle(, margin(left)) yscale(lwidth(medthick) line extend)
ylabel(#5, labels nogrid) xscale(lwidth(medthick)) legend(off) scale(1.3) graphregion(fcolor(white)
lcolor(white) ifcolor(white) ilcolor(white)) name(GH_`nameVAR', replace)
}
graph combine GH_INT_TONE GH_QA_TONE, ycommon xcommon imargin(zero)
graphregion(fcolor(white) ifcolor(white))
graph combine GH_MANAGER_TONE GH_ANALYST_TONE, ycommon xcommon imargin(zero)
graphregion(fcolor(white) ifcolor(white))
graph drop _all

// Teste de Normalidade
sktest INT_TONE , noadjust
sktest QA_TONE, noadjust
sktest MANAGER_TONE , noadjust
sktest ANALYST_TONE , noadjust

// Looping para regressões e seleção de modelos
eststo clear
local type `"' overall_tone" "INT_TONE QA_TONE" "INT_Pos INT_Neg QA_Pos QA_Neg"
"MANAGER_TONE ANALYST_TONE" "MANAGER_Pos MANAGER_Neg ANALYST_Pos
ANALYST_Neg" "ceo_tone cfo_tone" "ceo_pos ceo_neg cfoir_pos cfoir_neg" "sell_tone
buy_tone" "sell_pos sell_neg buy_pos buy_neg" "ceo tone cfo tone sell tone buy tone"
```

```

"ceo_pos ceo_neg cfoir_pos cfoir_neg sell_pos sell_neg buy_pos buy_neg" ""
foreach x of local type {
  di in red "POLS"
  reg BHAR01 `x' SIZE BM LnAT SUPR LEV, vce(robust)
  eststo POLS_01
  di in red "FIXED EFFECTS"
  xtreg BHAR01 `x' SIZE BM LnAT SUPR LEV, fe
  eststo fe_01, add(testeF e(F_f))
  di in red "RANDOM EFFECTS"
  xtreg BHAR01 `x' SIZE BM LnAT SUPR LEV, re
  di in red "Breusch-Pagan"
  xttest0
  eststo re_01, add(BP r(p))
  di in red "HAUSMAN"
  hausman fe_01 re_01, sigmamore force
  eststo re_01, add(Hausman r(p))
  esttab,stat(testeF BP Hausman) mtitle nonumbers noeqlines nogaps compress ///
  star(* 0.10 ** 0.05 *** 0.01) replace
drop _est_*
}

```

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta tese foi realizar um estudo abrangente sobre a divulgação voluntária utilizando como meio de comunicação as teleconferências de resultados. As teleconferências de resultados configuram-se como um importante instrumento do processo de comunicação da companhia com outros atores corporativos. Essa divulgação contábil voluntária pode influenciar o comportamento do retorno das ações.

Neste contexto, a proposta da tese é de que narrativas discutidas nas teleconferências de resultados apresentam tons veladas por sentimentos positivos ou negativos sobre previsões de mercado, as quais podem causar equívocos interpretativos por parte dos tomadores de decisão no mercado de ações. Desta forma, a tese defendida é que o tom transcrito pelos participantes das teleconferências de resultados impacta na intensidade e na direção da reação do mercado acionário ao longo do tempo.

Para defender essa proposta de tese foram elaborados três ensaios independentes, utilizando em dois deles empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) que compõem o Índice Ibovespa como amostra de pesquisa.

No primeiro ensaio, o objetivo foi realizar uma revisão sistemática da literatura sobre as teleconferências de resultados como um meio de divulgação voluntária; observou-se que o período de 2010 a 2018 foi quando houve maior propagação de estudos sobre as teleconferências de resultados e que os aspectos mais discutidos nestes estudos foram a reação de mercado por meio de estudo de eventos, a manipulação de resultados e a assimetria da informação. Considerando que a proposta da tese foi verificar se o tom transcrito pelos participantes das teleconferências de resultados impactou na intensidade e na direção da reação do mercado acionário ao longo do tempo, foi possível confirmar isto, pois com essa revisão sistemática, verificou-se a existência de trabalhos empíricos que utilizaram o estudo de evento para cálculo do retorno anormal apropriado. Em relação ao tom transcrito proveniente nas teleconferências de resultados trimestrais, observou-se que os tons transcritos são analisados utilizando-se o dicionário de Loughran & McDonald (2011), com a divisão somente entre palavras positivas e negativas.

No segundo ensaio objetivou-se verificar o impacto do tom transcrito nas teleconferências de resultados sobre o retorno acionário, nos períodos pré e pós-adoção das IFRS. Constatou-se que houve uma maior influência sobre o retorno

anormal acionário após a adoção das IFRS no contexto contábil brasileiro. Com isso, este ensaio confirma a proposta da tese, pois, o tom transcrito nas teleconferências de resultados no período de adoção das IFRS gerou um conteúdo informacional maior e que pode ser útil para entender a ocorrência de retornos anormais.

Por fim, no terceiro ensaio buscou-se analisar o impacto sobre o retorno acionário dos diferentes tons utilizados pelos participantes nas teleconferências de resultados segregados em analista (*buy-side* e *sell-side*) e por representantes corporativos (CEO, CFO ou IR), obtendo-se cinco contribuições principais. A primeira contribuição é que o tom transcrito das teleconferências de resultados tem poder de previsão significativo sobre as reações do mercado de ações. A segunda contribuição é que a previsibilidade é impulsionada predominantemente no momento da apresentação, especificamente na fala inicial dos gestores. A terceira contribuição é que, nas teleconferências de resultados no Brasil, os participantes tendem a dar mais peso para o tom dos analistas do que para tom dos gestores. A quarta contribuição é que, em relação à segregação por representantes corporativos (CEO, CFO ou IR) durante as teleconferências de resultados, ambos representantes corporativos impulsionam a reação do mercado. E por fim, a última contribuição refere-se à segregação da análise do tom transcrito por tipo de analista *buy-side* e *sell-side*, indicando que há uma maior reação ao tom apresentado pelo analista *sell-side*. Esses achados de pesquisa confirmam a proposta desta tese de que o tom transcrito dos participantes das teleconferências de resultados impacta na intensidade e na direção da reação do mercado acionário ao longo do tempo.

Em suma, avançando em relação à estudos anteriores, que limitam seu foco ao tom expresso pelos gerentes e analistas, a contribuição marginal desta tese é que se utilizou o período pré e pós-adoção do IFRS, se diferenciou o tom do diálogo entre os gerentes (CEO, CFO e IR) e os analistas (*sell-side* e *buy-side*), bem como houve separação entre palavras positivas e negativas para ajudar a entender melhor o comportamento dos retornos das ações após as teleconferências de resultados. Cabe ressaltar ainda que se diferenciou em duas seções principais de uma teleconferência de resultados, separando os comentários em seção introdutória e a parte mais espontânea de perguntas e respostas deste evento corporativo. Em geral, os principais achados destes ensaios sobre teleconferências de resultados e o retorno de ações apontam para várias áreas interessantes para futuras pesquisas.

REFERÊNCIAS

- Abraham, S., & Bamber, M. (2017). The Q & A: Under surveillance. *Accounting, Organizations and Society*, 58, 15–31. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2017.04.001>
- Adoriso, A. L. M. (2015). A narrative lens for financial communication: Taking the “linguistic turn.” *Studies in Communication Sciences*, 15(1), 77–82. <https://doi.org/10.1016/j.scoms.2015.03.010>
- Allee, K. D., & Deangelis, M. D. (2014). The Structure of Voluntary Disclosure Narratives: Evidence from Conference Calls. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2375898>
- Baik, B., & Nam, H.-J. (2009). The Effect of Regulation Fair Disclosure on Conference Calls: The Case of Earnings Surprises *. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 38(6), 801–829. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.2041-6156.2009.tb00031.x>
- Bannier, C., Pauls, T., & Walter, A. (2016). CEO-speeches and stock returns. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2869785
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 43(3), 341–372. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00890-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00890-2)
- Bardin, L. (2011). *Análise de Conteúdo* (1a Edição). São Paulo: Edições 70.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>
- Barth, M. E., Landsman, W. R., Lang, M., & Williams, C. (2012). Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable? *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 68–93. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.03.001>
- Bassemir, M., Novotny-farkas, Z., & Pacht, J. (2013). The Effect of Conference Calls on Analysts’ Forecasts – German Evidence. *European Accounting Review*, 22(1), 151–183. <https://doi.org/10.1080/09638180.2011.640454>
- Beattie, V. (2014). Accounting narratives and the narrative turn in accounting research: Issues, theory, methodology, methods and a research framework. *British Accounting Review*, 46(2), 111–134. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.05.001>
- Beattie, V., Dhanani, A., & Jones, M. J. (2008). Investigating presentational change in U.K. annual reports: A longitudinal perspective. *Journal of Business Communication*, 45(2), 181–222. <https://doi.org/10.1177/0021943607313993>
- Benninga, S. (2014). *Financial Modeling* (Fourth). Massachusetts: MIT Press Books.

- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 296–343. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Black, E. L. (2016). The Ethical Reporting of Non-GAAP Performance Measures. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(70), 7–11. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201690090>
- Black, E. L., Christensen, T. E., Kiosse, P. V., & Steffen, T. D. (2013). Does management discussion of pro forma earnings in press releases and conference calls influence street earnings exclusions. In Working Paper presented at American Accounting Association conference.
- Blau, B. M., DeLisle, J. R., & Price, S. M. (2015). Do sophisticated investors interpret earnings conference call tone differently than investors at large? Evidence from short sales. *Journal of Corporate Finance*, 31, 203–219. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.02.003>
- Bochkay, K., Chychyla, R., & Nanda, D. (2018). Dynamics of CEO Disclosure Style. *The Accounting Review*, in press. <https://doi.org/10.2308/accr-50982>
- Borochin, P. A., Cicon, J. E., DeLisle, R. J., & Price, S. M. (2018). The effects of conference call tones on market perceptions of value uncertainty. *Journal of Financial Markets*. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2017.12.003>
- Brochet, F., Loumiotis, M., & Serafeim, G. (2015). Speaking of the short-term: disclosure horizon and managerial myopia. *Review of Accounting Studies* (Vol. 20). Springer US. <https://doi.org/10.1007/s11142-015-9329-8>
- Brochet, F., Miller, G. S., Naranjo, P., & Yu, G. (2018). Managers' Cultural Background and Disclosure Attributes Francois. *The Accounting Review*, in press. <https://doi.org/10.2308/accr-50982>
- Brockman, P., Li, X., & Price, S. M. (2015). Differences in Conference Call Tones: Managers vs. Analysts. *Financial Analysts Journal*, 71(4), 24–42. <https://doi.org/https://doi.org/10.2469/faj.v71.n4.1>
- Brockman, P., Li, X., & Price, S. M. (2017). Conference Call Tone and Stock Return: Evidence from the Stock Exchange of Hong. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 1–19. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12186>
- Brüggemann, U., Daske, H., Homburg, C., & Pope, P. F. (2011). How do individual investors react to global IFRS adoption? University of Cologne Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1458944>
- Bushee, B. J., Gow, I. D., & Taylor, D. J. (2018). Linguistic Complexity in Firm Disclosures: Obfuscation or Information? *Journal of Accounting Research*, 56(1), 85–121. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12179>

- Bushee, B. J., Jung, M. J., & Miller, G. S. (2011). Conference Presentations and the Journal of Accounting Research, 49(5), 1163–1192. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00426.x>
- Call, A., Sharp, N., & Shohfi, T. (2016). Buy-side analysts' participation on public earnings conference calls. Unpublished paper, Arizona State University, Texas A&M University, Rensselaer Polytechnic Institute.
- Camiciottoli, B. C. (2011). Ethics and Ethos in Financial Reporting: analyzing persuasive language in earnings calls, 74(3), 298–313. <https://doi.org/10.1177/1080569911413810>
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. C., & MacKinlay, A. C. (1997). The econometrics of financial markets (Princeton). Princeton, NJ.
- Chan, A. L., Lee, E., Petaibanlue, J., & Tan, N. (2017). Do board interlocks motivate voluntary disclosure? Evidence from Taiwan. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(2), 441–466. <https://doi.org/10.1007/s11156-016-0557-1>
- Chen, J. V, & Li, F. (2015). Discussion of “Textual analysis and international financial reporting: Large sample evidence” 60, 181–186. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.10.003>
- Chin, C., Chen, Y., & Liang, J. (2013). International diversification and conference calls. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 20(3), 297_314. <https://doi.org/10.1080/16081625.2012.719856>
- Cho, H., & Yoon, H. (2013). English for Specific Purposes A corpus-assisted comparative genre analysis of corporate earnings calls between Korean and native-English speakers. *ENGLISH FOR SPECIFIC PURPOSES*, 32(3), 170–185. <https://doi.org/10.1016/j.esp.2013.03.001>
- Christensen, H. B., Lee, E., Walker, M., & Zeng, C. (2015). Incentives or Standards: What Determines Accounting Quality Changes around IFRS Adoption? *European Accounting Review*, 24(1), 31–61. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1009144>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). (2011). CPC 00 (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Retrieved from http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf
- Davis, A. K., Ge, W., & Matsumoto, D. (2014). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9309-4>
- Davis, A. K., Ge, W., Matsumoto, D., & Zhang, J. L. (2015). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 20, 639–673. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9309-4>

DeFond, M., Hu, X., Hung, M., & Li, S. (2011). The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: The role of comparability. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 240–258. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.02.001>

Dhir, K. S. (2005). The value of language: concept, perspectives, and policies. *Corporate Communications: An International Journal*, 10(4), 358–382. <https://doi.org/10.1108/13563280510630151>

Doran, J. S., Peterson, D. R., & Price, S. M. (2012). Earnings Conference Call Content and Stock Price: The Case of REITs. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45(2), 402–434. <https://doi.org/10.1007/s11146-010-9266-z>

Dzieliński, M., Wagner, A. F., & Zeckhauser, R. J. (2017). Straight Talkers and Vague Talkers: The Effects of Managerial Style in Earnings Conference Calls. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2965108>

Fernández, Ó. S. (2016). ¿ Es neutral la información sobre resultados? *Revista de Contabilidade - Spanish Accounting Review*, 19(2), 204–215. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.09.001>

Financial Accounting Standards Board (FASB). (1978). Statement of Financial Accounting Concepts No. 1. Retrieved from https://www.fasb.org/resources/ccurl/816/894/aop_CON1.pdf

Folha. (2018). Elon Musk rejeita perguntas “tediosas e estúpidas”, e ações da Tesla caem. *FOLHA DE SÃO PAULO*. Retrieved from <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/05/elon-musk-rejeita-perguntas-tediosas-e-estupidas-e-acoes-da-tesla-caem.shtml>

Frankel, R., Johnson, M., & Skinner, D. J. (1999). An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 133–150. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2491400>

Frankel, R., Mayew, W. J., & Sun, Y. (2010). Do pennies matter? Investor relations consequences of small negative earnings surprises. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 220–242. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9089-4>

Goldner, F. (2006). O disclosure das demonstrações contábeis e financeiras dos maiores bancos brasileiros o disclosure das demonstrações contábeis e. Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças. Retrieved from http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/8/Dissertacao Fabio Goldner.pdf

Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>

Green, T. C., Jame, R., & Lock, B. (2018). Online Early — Preprint of Accepted Manuscript preprint accepted manuscript. *Journal of International Accounting Research*, 90(4), 1395–1435. <https://doi.org/10.2308/accr-50982>

- Hales, J., Kuang, X. I. J., & Venkataraman, S. (2011). Who Believes the Hype? An Experimental Examination of How Language Affects Investor Judgments. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 223–255. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00394.x>
- Hartman, J., & Lenk, M. M. (2001). Strategic communication capital as an intangible asset. *International Journal on Media Management*, 3(3), 147–153. <https://doi.org/10.1080/14241270109389959>
- Heinrichs, A., Park, J., & Soltes, E. F. (2018). Who Consumes Firm Disclosures? Evidence from Earnings Conference Calls. *Journal of International Accounting Research*, 90(4), 1395–1435. <https://doi.org/10.2308/accr-50982>
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication*, 45(4), 363–407. <https://doi.org/10.1177/0021943608319388>
- Henry, E., & Leone, A. J. (2016). Measuring Qualitative Information in Capital Markets Research: Comparison of Alternative Methodologies to Measure Disclosure Tone. *The Accounting Review*, 91(1), 153–178. <https://doi.org/10.2308/accr-51161>
- Hobson, J. L., Mayew, W. J., & Venkatachalam, M. (2012). Analyzing Speech to Detect Financial Misreporting. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 349–392. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00433.x>
- Hollander, S., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2010). Does silence speak? An empirical analysis of disclosure choices during conference calls. *Journal of Accounting Research*, 48(3), 531–563. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00365.x>
- Hope, O. K., & Wang, J. (2018). Management deception, big-bath accounting, and information asymmetry: Evidence from linguistic analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 70(February), 33–51. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2018.02.004>
- Huang, X., Teoh, S. H., & Zhang, Y. (2014). Tone management. *Accounting Review*, 89(3), 1083–1113. <https://doi.org/10.2308/accr-50684>
- International Monetary Fund (IMF). (2018). No Title. Retrieved from https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/BRA
- ludícibus, S. de. (2009). *Teoria da Contabilidade*. (Atlas, Ed.). São Paulo.
- Jung, M. J., Wong, M. H. F., & Zhang, X. F. (2018). Buy-Side Analysts and Earnings Conference Calls. *Journal of Accounting Research*, 56(3), 913–952. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12180>
- Kang, T., Park, D. H., & Han, I. (2018). Beyond the numbers: The effect of 10-K tone on firms' performance predictions using text analytics. *Telematics and Informatics*, 35(2), 370–381. <https://doi.org/10.1016/j.tele.2017.12.014>

Kearney, C., & Liu, S. (2014). Textual sentiment in finance: A survey of methods and models. *International Review of Financial Analysis*, 33, 171–185. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.02.006>

Kimbrough, M. (2005). The Effect of Conference Calls on Analyst and Market Underreaction to Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 80(1), 189–219. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/4093166>

Lang, M., & Stice-Lawrence, L. (2015). Textual analysis and international financial reporting: Large. *Journal of Accounting and Economics*, 60, 110–135. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.09.002>

Larcker, D. F., & Zakolyukina, A. A. (2012). Detecting Deceptive Discussions in Conference Calls. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 495–540. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00450.x>

Latridis, G. E. (2016). Financial reporting language in financial statements: Does pessimism restrict the potential for managerial opportunism? *International Review of Financial Analysis*, 45, 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.02.004>

Lee, J. (2016). Can investors detect managers' lack of spontaneity? Adherence to predetermined scripts during earnings conference calls. *Accounting Review*, 91(1), 229–250. <https://doi.org/10.2308/accr-51135>

Li, F. (2010). The information content of forward- looking statements in corporate filings-A naïve bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049–1102. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>

Liang, J.-W., Lin, M.-F., & Chin, C.-L. (2012). Does foreign institutional ownership motivate firms in an emerging market to increase voluntary disclosure? Evidence from Taiwan. *Rev Quant Finan Acc*, 39(2), 55–76. <https://doi.org/10.1007/s11156-011-0245-0>

Lima, G. A. S. F. de. (2007). Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras. Universidade de São Paulo. <https://doi.org/10.11606/T.12.2007.tde-26112007-165145>

Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Distionaries, and 10-Ks. *Journal of Finance*, 66(1), 35–65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>

Loughran, T., & McDonald, B. (2016). Textual Analysis in Accounting and Finance: A Survey. Working Paper, 1–56. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2504147>

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(March), 13–39. <https://doi.org/10.2307/2729691>

Matsumoto, D., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2011). What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions. *The Accounting Review*, 86(4), 1383–1414. <https://doi.org/10.2308/accr-10034>

Mayew, W. J., & Venkatachalam, M. (2012). The Power of Voice: Managerial Affective States. *The Journal of Finance*, LXVII(1), 1–43. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01705.x>

Milian, J. A., Smith, A. L., Milian, J. A., & Smith, A. L. (2017). An Investigation of Analysts' Praise of Management During Earnings Conference Calls An Investigation of Analysts' *Journal of Behavioral Finance*, 18(1), 65–77. <https://doi.org/10.1080/15427560.2017.1276068>

Miller, G. S., & Skinner, D. J. (2015). The evolving disclosure landscape: How changes in technology, the media, and capital markets are affecting disclosure. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 221–239. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12075>

Moreira, N. C., Ramos, F., Kozak-Rogo, J., & Rogo, R. (2016). Exemplo. *BBR - Brazilian Business Review*, 13(6), 304–329. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2016.13.6.6>

National Investor Relations Institute (NIRI). (2004). No Tit. Retrieved from <https://www.niri.org/advocacy/regulations/regulation-fair-disclosure>

Pagliarussi, M. S., Aguiar, M. O., & Galdi, F. C. (2016). Sentiment analysis em relatórios anuais de empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBovespa. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*, 13(1), 53–64. <https://doi.org/10.4013/base.2016.131.04>

Palmieri, R., Rocci, A., & Kudrautsava, N. (2015). Argumentation in earnings conference calls. Corporate standpoints and analysts' challenges. *Studies in Communication Sciences*, 15(1), 120–132. <https://doi.org/10.1016/j.scoms.2015.03.014>

Price, S. M., Doran, J. S., Peterson, D. R., & Bliss, B. A. (2012). Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. *Journal of Banking and Finance*, 36(4), 992–1011. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.013>

Rocci, A., & Raimondo, C. R. (2017). Conference Calls a Communication Perspective. In *The Handbook of Financial Communication and Investor Relations* (p. 293).

Ryan, T., & Jacobs, C. (2005). *Using investor relations to maximize equity valuation* (John Wiley).

Seng, J., Wu, Y., & Yang, H. (2016). Conference Calls' News Analysis and Stock Price Volatility. (D. KRÓL, L. MADEYSKI, & N. T. NGUYEN, Eds.) (Recent Dev). Switzerland: Springer US. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-31277-4>

- Soderstrom, N. S., & Sun, K. J. (2007). IFRS Adoption and Accounting Quality IFRS Adoption and Accounting Quality: A Review. *European Accounting Review*, 16(4), 675–702. <https://doi.org/10.1080/09638180701706732>
- Souza, A. C. de. (2017). *As palavras importam? o uso do tom linguístico nos discursos das Apresentações de resultados*. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics* (Vol. 87). Academic Press, INC. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>
- Tasker, S. C. (1998). Bridging the Information Gap: Quarterly Conference Calls as a Medium for Voluntary Disclosure. *Review of Accounting Studies*, 3(1–2), 137–167.
- Teoh, S. H. (2018). The Promise and Challenges of New Datasets for Accounting Research. *SSRN Electronic Journal*, 1–9. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2018.03.008>
- Valor. (2018). *Dono da Tesla perde a paciência com analistas e ações caem*. VALOR ECONÔMICO. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/5500077/dono-da-tesla-perde-paciencia-com-analistas-e-acoes-caem>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory* (Prentice-H).
- Williams, C. C. (2008). Toward a taxonomy of corporate reporting strategies. *Journal of Business Communication*, 45(3), 232–264. <https://doi.org/10.1177/0021943608317520>
- Yamamoto, M. M., & Salotti, B. M. (2006). *Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais (Atlas)*. São Paulo.
- Yamamoto, R., & Hirata, H. (2012). Belief changes and expectation heterogeneity in buy- and sell-side professionals in the Japanese stock market. *Pacific Basin Finance Journal*, 20(5), 723–744. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2012.03.001>
- Yekini, L. S., Wisniewski, T. P., & Millo, Y. (2016). Market reaction to the positiveness of annual report narratives. *The British Accounting Review*, 48, 415–430. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.12.001>