

Evidenciação Empresarial Voluntária:

Análise empírica sobre o tom utilizado em *conference-calls*

Diego Campana Fiorot, Mestre em Administração

Fucape Business School

diego.fiorot@gmail.com

Felipe Ramos Ferreira, Doutor em Ciências Contábeis e Administração

Fucape Business School

felipe.ramos@fucape.br

Fabio Yoshio Suguri Motoki, Doutor em Ciências Contábeis e Administração

Fucape Business School

fmotoki@fucape.br

Nadia Cardoso Moreira, Doutoranda em Ciências Contábeis e Administração

Fucape Business School

nadiacmoreira@fucape.br

Resumo

O objetivo desta pesquisa é realizar duas análises orientadas a compreensão de efeitos associados ao *disclosure* voluntário. Primeiro, verificar se o tipo de notícia apresenta correlação com o tom verbal da divulgação voluntária em empresas brasileiras. Segundo, verificar se o tom verbal de divulgações voluntárias está correlacionado com os resultados de empresas brasileiras no tempo futuro em até 4 trimestres. Para aferição do tom verbal foi realizada uma análise de conteúdo computadorizada sobre os arquivos transcritos referentes às *conference-calls* de empresas brasileiras com ADR no exterior entre os anos de 2002 a 2016 tendo como base para extração do tom os dicionários de *Harvard IV-4 Psychosocial* e de Loughran e McDonald (2011). Para categorização do tipo de notícia foi considerado o resultado da empresa no trimestre e para aferição do resultado futuro foi utilizado o lucro por ação (LPA). Durante o processo de análise dos dados, além do conteúdo proveniente das *conference-calls* em sua seção de apresentação, também foram avaliadas as seções de perguntas e respostas de forma separada. As evidências encontradas sugerem uma correlação positiva entre o tom verbal utilizado pelos gestores durante as *conference-calls* (seção apresentação) e os resultados futuros para um período de até 3 trimestres posteriores ao resultado divulgado. Os resultados encontrados também reforçam o maior potencial de análise de dicionários específicos da área de finanças e contabilidade. Não foram encontradas evidências que apresentem significâncias perante as demais análises.

Palavras-chave: *Conference-calls*. Tom verbal. Análise de conteúdo computadorizada.

1 Introdução

Pesquisas em tom verbal, realizadas através da análise de conteúdo computadorizada, têm demonstrado notoriedade em complementar a área de finanças e contabilidade verificando anúncios de resultados, anúncios ao mercado e imprensa, *conference-calls* e outros exemplos através de estudos como de Henry (2008), Sadique et al. (2008), Davis et al. (2012), Tetlock (2007), Tetlock et al. (2008) e Engelberg (2008). Especificamente sobre *conference-calls*, destacam-se avanços obtidos sobre a compreensão do tom verbal conforme variação dos resultados comparados a previsões de analistas (FRANKEL et al., 2010) e sua associação com

a volatilidade dos retornos anormais das ações (PRICE et al., 2012).

Dado o avanço recente de pesquisa relacionado ao tema proposto, ao conhecimento do autor ainda não foram realizadas pesquisas que, junto as ferramentas e técnicas utilizadas neste trabalho, procurassem compreender a associação entre o tom contido nas informações divulgadas nas *conference-calls* e os resultados trimestrais nos tempos presente e futuro considerando como cenário de pesquisa o mercado de capitais brasileiro - composto por expressiva movimentação financeira de 455 empresas listadas de capital aberto segundo a Bolsa de Mercadorias & Futuros Bovespa (BM&FBOVESPA, 2017). Há um aumento ininterrupto do número anual de *conference-calls* desde 2008 no Brasil (MOREIRA et al., 2016), o que reforça a necessidade de melhor compreensão das informações disponibilizadas, uma vez que são complementares e podem estar indicando algum direcionamento sobre resultados futuros (DAVIS et al., 2012).

Os objetivos desta pesquisa são: verificar, através das *conference-calls*, se a natureza da notícia no presente representa alguma associação com o tom da divulgação hoje e se o tom verbal utilizado pelos gestores na divulgação presente possa indicar alguma direção quanto a performance empresarial no futuro. Logo, se o tipo de notícia, de característica boa ou ruim, afeta o tom (sentimento) encontrado nas palavras utilizadas por gestores em um tipo de divulgação voluntária sobre informações referentes a seus resultados trimestrais; e se a característica do tom verbal evidenciado no presente está associada com a performance da empresa no tempo futuro. Para aferir a variável referente ao tom contido na divulgação será realizada uma análise de conteúdo computadorizada sobre as transcrições provenientes das *conference-calls* de empresas listadas na BM&F Bovespa entre os anos de 2002 a 2016.

Fatores como o baixo nível de compreensão atual sobre o *disclosure* voluntário e sua relação entre gestores e investidores (PRICE et al., 2012), a necessidade apontada pela literatura de ampliar os estudos relativos a área do *disclosure* (DYE, 2001) e a proposta de aumentar o debate sobre evidenciação voluntária e seus impactos no mercado acionário brasileiro visto que esta prática foge dos padrões obrigatórios definidos por lei complementam a justificativa por esta pesquisa. A combinação de variáveis até o momento não verificadas desta maneira no Brasil contribui com a literatura e preenche uma lacuna de pesquisa até o momento carente de compreensão sobre o comportamento de gestores e a existência de informações complementares sobre direções futuras do mercado de capitais brasileiro.

Este trabalho também carrega contribuições pela introdução de um ferramental de análise que, diferente de práticas já realizadas em território nacional, como Silva (2017), permite a extração e categorização automatizada de dados específicos sobre o conteúdo informacional presente em divulgações voluntárias e subjetivas. Por consequência, permite-se o aumento da capacidade de extração e análise de dados de forma robustamente maior do que a análise manual sem o aumento do recurso envolvido.

Este trabalho está estruturado em 5 etapas. Inicia-se com a introdução apresentando o tema e o objetivo da pesquisa. Em seguida, o referencial teórico abordará as teorias e campos de estudo utilizados. Sequencialmente, a metodologia selecionada junto as técnicas escolhidas para coleta de dados e posterior tratamento dos dados. A quarta etapa descreve os resultados da pesquisa e a análise das informações obtidas frente aos principais resultados referenciados no referencial teórico. Por último, a conclusão deste trabalho resumirá todos os principais feitos deste trabalho, limitações e sugestões para futuras pesquisas.

2 Referencial Teórico

2.1 Análise tonal

Tom verbal, segundo definições encontradas na literatura contábil, pode ser conceituado como o sentimento envolvido na comunicação (HENRY, 2008), composto pelo uso entre palavras de características positivas e/ou negativas em uma sentença (SADIQUE, 2008).

Sobre trabalhos que analisaram os anúncios sobre resultados empresariais, Henry (2008) em seu trabalho de análise sobre as “*press releases*”, verificou, entre outros detalhes, se o tipo de escrita, ou tom verbal utilizado, possui efeito sobre a reação dos investidores. Suas evidências sugerem que a proporção de palavras de cunho positivo ou negativo detém impacto sobre a reação inicial dos investidores quanto aos anúncios de resultados empresariais. Além de seus resultados citados Henry (2008) também desenvolveu em seu trabalho um dicionário, ou lista de palavras específicas da área de finanças e contabilidade que fora utilizada posteriormente por outros pesquisadores da área como Price et al., (2012) e Davis et al (2015).

Davis et al. (2012) buscaram verificar a relação entre o tom verbal (positivo/negativo) utilizado nas “*press releases*” com a performance futura das firmas e com a reação do mercado analisando uma amostra de aproximadamente 24.000 “*earning press releases*”. Em seu trabalho optaram por utilizar o dicionário DICTION 5.0 como base de definição das palavras entre positivas ou negativas. Suas evidências encontradas sugerem que o uso de tom verbal positivo, ou otimista, nas *press releases* está positivamente relacionado ao retorno sobre os ativos da firma (ROA).

Tetlock et al. (2008), em sequência, analisaram o tom da linguagem contido em reportagens específicas sobre empresas individuais nos jornais “*Wall Street Journal*” e o “*Down Jones News Service*” e verificaram possíveis associações com informações futuras de resultados contábeis e retornos das ações dessas empresas. Tetlock et al. (2008) encontraram em seus resultados que a fração de palavras negativas em reportagens específicas sobre cada empresa estavam associadas a uma previsão de menores lucros; que os preços das ações absorvem as informações incorporadas em palavras negativas mas com um breve atraso; e que a presença de palavras negativas em reportagens específicas sobre aspectos de avaliação individual de uma empresa (expressão utilizada pelo autor como “*firm fundamentals*”) estavam associados a resultados contábeis futuros como lucro e retorno.

Em sequência aos autores relatados, dado o fato de muitos estudos terem sido realizados com dicionários não específicos do contexto financeiro e contábil, Loughran e McDonald (2011) desenvolveram em seu trabalho uma nova base de termos, ou novo dicionário, a partir de cinco listas de palavras para melhor abordar o contexto referido. Utilizando uma amostra de relatórios “10K” anuais entre o período de 1994 a 2008 encontraram uma correlação significativa entre sua lista de palavras desenvolvida e reações do mercado em torno da data de emissão do relatório citado, como volume de negócios, ganhos inesperados e volatilidade nos retornos das ações.

2.2 Conference-calls

Por natureza, a configuração das *conference-calls* é composta por duas seções com a interação de agentes internos e externos (FRANKEL et al., 2010; PRICE et al., 2012; MOREIRA et al., 2016; HEALY; PALEPU, 2001). Na primeira seção, de apresentação, o gestor da firma apresenta os resultados do trimestre e suas perspectivas sobre o desempenho futuro da empresa nos próximos trimestres. Na segunda seção, de perguntas e respostas, os agentes externos – participantes como analistas, investidores e convidados – tem a oportunidade de questionar diretamente e em tempo real os gestores sobre as informações apresentadas quanto ao desempenho da empresa no trimestre. De forma complementar às ferramentas de evidenciação, obrigatórias ou voluntárias, o gestor não apenas apresentará informações de forma planejada e deliberada como também será questionado sobre essas informações no momento da *conference-call* (FRANKEL et al., 2010; PRICE et al., 2012; MOREIRA et al., 2016).

Moreira et al. (2016) em seu trabalho buscaram verificar a relação entre o conteúdo informacional (tamanho) das *conference-calls* – tanto nas seções de apresentação quanto de perguntas e respostas - e o tipo de notícia divulgada pelas firmas (lucro ou prejuízo) bem como

a persistência dos resultados no tempo. Seus resultados evidenciam que gestores divulgam mais informações quando a empresa tem prejuízo, sugerindo a ocorrência de maior questionamento pelos participantes da conferência neste cenário (MOREIRA et al., 2016).

Matsumoto et al. (2011), utilizando-se de uma amostra de mais de 10.000 *conference-calls* transcritas, analisaram o conteúdo informacional destas de forma separada entre as seções de apresentação e de perguntas e respostas (ou de discussão). Sua pesquisa, teve como objetivo verificar se as *conference-calls* eram fonte de informações incrementais às *press releases* (comunicados voluntários a imprensa por parte da própria firma). Em seus resultados foram encontradas evidências que ambas seções eram incrementalmente informativas, mas que a seção de discussões apresentou maior conteúdo de informações devido ao envolvimento de analistas externos. Seus resultados também inferem que gestores apresentam maior quantidade de informações quando ocorrem resultados ruins - baixa performance da firma.

2.3 Abordagens conjuntas na literatura: *conference-calls* & análise tonal

Price et al. (2012), em seu trabalho buscaram, através da análise de conteúdo computadorizada, verificar o tom contido em transcrições provenientes de 2800 *conference-calls* ao longo de 16 trimestres consecutivos. Sua pesquisa teve como foco analisar a relação entre o tom das diferentes seções de *conference-calls* (apresentação e discussão) e a reação inicial do mercado bem como os retornos anormais das ações. Price et al. (2012), levaram em consideração tipos diferentes de base de dados para análise de conteúdo das transcrições – ou categorização das palavras – sendo o dicionário “*Harvard IV-4 Psychosocial Dictionary*” e o dicionário customizado para termos financeiros desenvolvido no trabalho de Henry (2008). Price et al. (2012) verificaram em seus resultados que o tom positivo presente tanto na seção de apresentação das *conference-calls* quanto na seção de perguntas e respostas apresentou associação positiva a maiores retornos das ações.

Frankel et al. (2010), inicialmente basearam-se no princípio de que gestores investem esforços para evitar divergências negativas nos resultados quando comparados com a previsão de analistas no intuito de evitar prejuízos desproporcionais relacionados ao preço das ações. Nessa perspectiva, buscaram analisar se pequenas variações (centavos), quando comparados resultados e projeção de analistas, provocaria efeitos sobre a relação com investidores. Utilizaram como amostra de pesquisa, para cada resultado, as características provenientes em suas provenientes *conference-calls*, como tamanho, tom e propensão e emitir previsão de lucros. Em seus resultados foram encontradas evidências de que o tamanho das *conference-calls* aumenta significativamente quando os resultados ficam abaixo das previsões por um centavo e que a propensão para emissão de previsões de lucros sofre queda quando a firma não alcança a previsão de analistas. Com relação a análise do tom, não foram encontradas evidências estatisticamente significantes.

Davis et al., (2015) procuraram em seu trabalho analisar a se a característica individual de cada gestor poderia carregar elementos que indicassem a natureza do tom verbal presente em *conference-calls* apresentadas por esses gestores. Sua metodologia utilizou informações econômicas do presente e futuro para construção de seu modelo bem como variáveis de incentivo aos gestores. Em seus resultados verificou que o tom da *conference-call* contém características idiossincráticas e não somente características de natureza econômica e estratégica.

Como exemplo de pesquisa realizada no Brasil, Souza (2017) verificou 47 companhias abertas brasileiras entre o período de 2010 a 2014. Em sua coleta de dados realizou uma análise de conteúdo onde categorizou manualmente as sentenças provenientes de 837 *conference-calls* (seção apresentação) entre otimistas/pessimistas e verificou sua relação com resultados de EBITDA no tempo presente e futuro. Encontrou correlação significativa entre empresas com desempenho positivo e tom verbal positivo no tempo presente e futuro. Apesar da semelhança

com este trabalho justifica-se a realização desta dissertação pelo uso de técnicas e ferramentas como software de captação automatizada de palavras e os próprios dicionários, ou lista de palavras, já validados pela literatura para categorização e análise do tom verbal. O que permite introduzir neste campo de estudo, a nível Brasil, uma diferente abordagem com um ferramental que demonstra potencial de análise de maior proporção e com maior alinhamento a técnicas utilizadas pelas pesquisas e jornais de maior impacto da área.

Com base na discussão realizada até o momento, a primeira hipótese formulada para este estudo, procura buscar o entendimento quanto a associação entre a natureza da notícia divulgada e a característica do tom verbal presente nas *conference-calls* brasileiras (seção apresentação). Portanto, a primeira hipótese deste trabalho, H1a:

H1a: A natureza da notícia divulgada no presente (lucro ou prejuízo) está associada à característica do tom verbal presente da seção de apresentação das *conference-calls*.

Há entendimento na literatura que o envolvimento de analistas externos na seção de perguntas e respostas possa gerar resultados diferentes, como exemplificado por Matsumoto et al. (2011) - a presença de maior conteúdo informacional quando a ocorrência de resultados ruins. Logo, em complemento a hipótese H1a, é formulada a hipótese H1b onde será analisada somente a seção de perguntas e respostas da *conference-call*:

H1b: A natureza da notícia divulgada no presente (lucro ou prejuízo) está associada à característica do tom verbal presente da seção de perguntas e respostas das *conference-calls*.

A segunda parte deste trabalho, fundamenta-se no princípio de que o conteúdo informacional contido na *conference-call*, mensurado através do tom verbal, possa conter informações complementares associadas a performance futura das firmas, podendo assim indicar algum direcionamento sobre resultados futuros, como encontrado para as “*earning press releases*” por Davis et al., (2012) e por outros trabalhos que também examinaram *conference-calls* como Davis et al., (2015) e Price et al., (2012).

Por existirem trabalhos que obtiveram resultados de tal maneira quanto a relação entre tom verbal de anúncios empresariais e resultados futuros (DAVIS et al., 2012; DAVIS et al., 2015) espera-se que estes resultados possam também ser observados com empresas brasileiras. Logo, é formulada a segunda hipótese deste estudo com objetivo de analisar o tom contido nas *conference-calls* (seção apresentação) no tempo presente e verificar sua associação com resultados empresariais futuros. Portanto a segunda hipótese H2a:

H2a: A presença de um tom verbal positivo contido nas seções de apresentação das *conference calls* está positivamente associada à melhoria nos índices futuros de performance empresarial.

Assim como verificado por Matsumoto et al., (2011), Price et al., (2012) também encontrou resultados diferentes para a seção de perguntas e respostas, em seu trabalho de análise da relação entre o tom verbal contido na *conference-call* e a reação inicial do mercado e dos retornos anormais das ações. O que reitera a possibilidade de analisar individualmente esta seção na busca de conteúdo explicativo pela presença de analistas externos participantes da *conference-call*. Logo, em complemento a segunda hipótese, temos a hipótese H2b:

H2b: A presença de um tom verbal positivo contido nas seções de perguntas e respostas das *conference-calls* está positivamente associada à melhoria nos índices futuros de performance empresarial.

3 Metodologia

Os objetivos deste estudo são: (1) verificar a associação entre o tipo de notícia (boa ou ruim) divulgada nas *conference-calls* e o tom verbal utilizado pelos gestores (positivo ou negativo); (2) analisar se a presença de um tom verbal mais positivo ou otimista incluso nas

conference-calls no presente está associado a melhoria nos índices futuros de performance empresarial.

3.1 Aferição do tipo de notícia e do tom verbal

Graham et al., (2005) cita quatro maneiras importantes para aferição de metas, ou *benchmarks*, sendo elas: (i) resultado do mesmo trimestre no ano anterior; (ii) previsão de analistas para o trimestre; (iii) apresentar lucro; (iv) lucro por ação (LPA) do trimestre anterior. Embora exemplos na literatura de *conference-calls* tenham utilizado a previsão de analistas para o trimestre como *benchmark* em suas análises (MATSUMOTO et al., 2011; FRANKEL et al., 2010), em detrimento de uma situação menos favorecida para obtenção de previsões de analistas para o mercado brasileiro, a aferição do tipo de notícia neste trabalho será o resultado trimestral da empresa. Logo, de acordo com o trabalho de Moreira et al. (2016), a consideração de uma notícia boa ocorrerá quando a empresa tiver lucro e de notícia ruim quando a empresa tiver prejuízo.

Para aferição do tom proveniente nas *conference-calls* trimestrais, e posterior análise junto ao tipo de notícia, será utilizado um método de análise de conteúdo computadorizada. Tal método foi amplamente utilizado por pesquisas na área de tom verbal como Henry (2008), Sadique (2008), Engelberg (2008), Frankel et al. (2010), Price et al. (2012), Davis et al. (2012). Esta análise verificará no conteúdo das transcrições das *conference-calls* a existência de palavras provenientes de uma base de termos específicos (previamente classificadas em positivas ou negativas). O resultado líquido desta aferição – mais palavras positivas ou negativas – refletirá o tom verbal contido em cada sentença analisada.

A base de termos – ou dicionário – inicialmente selecionada para aferição do tom verbal foi a *Harvard IV-4 Psychosocial Dictionary*. O potencial de uso desta ferramenta é percebido na literatura através dos trabalhos de Tetlock (2007), Tetlock et al. (2008), Engelberg (2008), Frankel et al. (2010), Price et al. (2012). Em complemento a análise, também foi selecionado o dicionário de Loughran e McDonald (2011) para extração dos dados e aplicação no modelo para posterior comparação. Sua escolha é fundamentada por seu próprio trabalho (LOUGHRAN e MCDONALD, 2011) qual demonstra em seus resultados maior poder de explicação de sua ferramenta desenvolvida em comparação ao dicionário *Harvard IV-4 Psychosocial* por ser uma lista de termos específica do contexto financeiro e contábil. Este argumento é reforçado por Price et al. (2012) que demonstra em seus resultados que dicionários específicos do contexto são mais apropriados para uso em pesquisas sobre finanças.

3.2 Seleção da amostra

Para melhor adaptação e análise neste trabalho, uma vez que o idioma padrão dos dicionários validados pela literatura é o Inglês (TETLOCK, 2007; TETLOCK et al., 2008; ENGELBERG, 2008; FRANKEL et al., 2010; PRICE et al., 2012; LOUGHRAN; MCDONALD, 2011) a composição da amostra de dados utilizada nesta pesquisa foi limitada a empresas brasileiras com *ADR* (*American Depositary Receipt* ou recibos depositários americanos), ou seja, que possuem ativos negociados em bolsas de valores americanas e emitem *conference-calls* no idioma inglês. Tal limitação da amostra justifica-se no intuito de evitar inicialmente disparidades com os dicionários já validados.

Foram coletados manualmente os arquivos transcritos de *conference-calls* nos respectivos sites de relacionamento com investidor (RI) das próprias empresas da amostra referente ao período de 2002 a 2016. No total foram coletados 392 arquivos transcritos de *conference-calls* referentes a um total de 11 empresas. Devido ao fato de alguns períodos não haverem sido disponibilizados os respectivos arquivos de *conference-calls* no formato integral, alguns arquivos correspondem a seções individuais, sendo 392 arquivos referentes a somente a seção de apresentação e 370 arquivos somente da seção de perguntas e respostas.

Os dados referentes aos resultados trimestrais de cada empresa e as variáveis de controle foram obtidos através da base de dados do Economática.

Para equilibrar a amostra de dados, foram excluídos os *missing values* de cada variável, resultando em 362 informações referentes a *conference-calls* em sua seção de apresentação e 347 informações referentes a seção de perguntas e respostas.

3.3 Modelo econométrico e variáveis de controle

Para construção do modelo econométrico referente à verificação das hipóteses H1a e H1b foram utilizados como referência trabalhos da literatura na área de *conference-calls* assim como também pesquisas sobre tom verbal. Primeiramente, com relação a aferição da variável dependente – natureza do tom verbal contido nas *conference-calls* (seção apresentação) – foi selecionado o índice descrito abaixo na equação (1), também utilizado nos trabalhos de Frankel et al. (2010), Davis et al. (2012), Sadique (2008); Uang et al. (2006), Henry (2008) e Price et al. (2012).

$$T_CONF_{it} = \left(\frac{Q_{positivo_{it}} - Q_{negativo_{it}}}{QTOTAL_{it}} \right) \times 1000 \quad (1)$$

Segundo a equação (1), a variável T_CONF_{it} tem por objetivo aferir o tom contido em cada *conference-call* (seção apresentação) da amostra referente a empresa i no trimestre t através do cálculo da diferença entre a quantidade de palavras positivas e negativas divididas pelo total de palavras contidas na *conference-call* referente a empresa i no trimestre t . Será informado, desta forma, o resultado líquido sobre o tom contido em cada *conference-call* entre mais positivo ou mais negativo. Com o intuito de melhorar a visualização do coeficiente nos resultados na análise multivariada, foi adicionado o fator multiplicador (x1000).

Para associação junto à variável independente, o tipo de notícia, será utilizado um modelo com base na equação desenvolvida no trabalho de Moreira et al. (2016) em consonância com os trabalhos de Matsumoto et al. (2011) e Frankel et al. (2010).

$$T_CONF_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PREJ_{it} + \alpha_k CONTROLE_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Na equação (2) a variável independente $PREJ_{it}$ reflete se a empresa i teve prejuízo, no trimestre t , especificando assim o benchmark sobre o tipo de notícia para cada empresa i no trimestre t (boa notícia se houve lucro e má notícia se houve prejuízo). Para uma análise mais abrangente, conforme Matsumoto et al. (2011), Moreira et al. (2016) e Price et al. (2012), este trabalho não somente analisará as *conference-calls* apresentadas pelos gestores, mas também, separadamente as seções de perguntas e respostas, sendo assim:

$$T_PERG_{it} = \beta_0 + \beta_1 PREJ_{it} + \beta_k CONTROLE_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

Na equação (3), com relação a variável dependente T_PERG_{it} , o modelo de aferição será similar ao utilizado pela variável T_CONF_{it} conforme equação (1), porém, destacando que para a variável dependente T_PERG_{it} , a análise de palavras - contagem e categorização - será específica para a seção de perguntas e respostas da *conference-call* referente a empresa i no trimestre t .

Variáveis de controle foram selecionadas conforme trabalhos na literatura sobre tom verbal como Davis et al. (2012) e Price et al. (2012), bem como trabalhos sobre *conference-calls* como Moreira et al. (2016) e Frankel et al. (2010).

Para controle do desempenho, foram selecionadas as variáveis de retorno sobre as vendas (RETV) e o percentual de trimestres com prejuízo nos últimos quatro anos (%PREJ). Para controle de informações em ambientes voláteis, segundo Moreira et al. (2016) e Frankel

et al (2010), foi incluída o valor absoluto da mudança sazonal no retorno sobre vendas (MUD_RV).

Segundo Frankel et al. (1999, 2010) e Moreira et al. (2016), tamanho e crescimento da empresa possuem associação com divulgações voluntárias. Logo, foram selecionados o logaritmo natural do valor de mercado da empresa (LNVM) e a proporção do índice *book-to-market* (BTM) medido através da razão entre patrimônio líquido e o valor de mercado. De forma complementar, foi incluída a *dummy* para presença de normas internacionais de contabilidade, obrigatórias a partir de 2009 (IFRS). Para controle de efeitos fixos de trimestre e empresa, foram incluídas as variáveis indicadoras de trimestre e de identificação de cada empresa.

A estruturação do modelo econométrico para verificação das hipóteses H2a e H2b teve como base de referência os trabalhos de Matsumoto et al. (2011), Frankel et al (2010), Moreira et al. (2016), Li (2008), Davis et al., (2012) e Davis et al., (2015). Embora exemplos da literatura como de Davis et al. (2012; 2015) tenham abordado aspectos como o retorno sobre os ativos futuros (ROA), neste estudo será realizada a abordagem com dados de performance como o lucro por ação (LPA), segundo Moreira et al. (2016), conforme as equações (4) e (5) a seguir:

$$LPA_{i,t+n} = \alpha_0 + \alpha_1 T_CONF_{it} + \alpha_2 LPA_{it} + \alpha_k CONTROLE_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$LPA_{i,t+n} = \beta_0 + \beta_1 T_PERG_{it} + \beta_2 LPA_{it} + \beta_k CONTROLE_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

Nas equações (4) e (5) a variável dependente descrita $LPA_{i,t+n}$ representa o lucro por ação da empresa i no trimestre $t + n$ onde, segundo o trabalho de Li (2008), n representa a variação temporal entre 1 até 4 trimestres no tempo futuro de t . Desta maneira, estão sendo realizadas 4 análises para cada equação, verificando a hipótese de correlação das variáveis em tempos futuros diferentes conforme Li (2008). As variáveis independentes descritas em cada equação T_CONF_{it} e T_PERG_{it} representam respectivamente os tons verbais contidos nas seções de apresentação e de perguntas e respostas das *conference-calls* referentes a empresa i no trimestre j . As variáveis LPA_{ij} representam o lucro por ação da empresa i no trimestre j .

Foram incluídas nos modelos (4) e (5) as mesmas variáveis de controle presentes nas equações (2) e (3), juntamente aos controles de efeito fixo de trimestre e empresa.

4 Análise de Resultados

Na Tabela 1 é representada a estatística descritiva das variáveis selecionadas para aplicação este estudo. O tom verbal extraído da amostra de *conference-calls*, seção de apresentação, apresenta média numérica positiva de 6,03. Com relação a seção de perguntas e respostas, verifica-se uma média menor, porém ainda positiva de 0,48. Uma possível explicação para o fato se deve ao aumento na proporção de palavras negativas proferidas nos questionamentos dos analistas presentes na seção e pelo tom da justificativa dos gestores em resposta aos questionamentos sobre os resultados do respectivo trimestre. Ainda assim, a presença de um tom verbal mais positivo encontrado na amostra de *conference-calls* é compatível com os resultados iniciais encontrados por Davis et al., (2015). Considerando a média da variável PREJ como 0,12, logo, 12% da amostra representa prejuízos.

TABELA 1 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

| Variáveis | Média | 1º percentil | 25º percentil | Mediana | 75º percentil | 99º percentil | Desv Padrão | Nº Obs |
|-----------|-------|--------------|---------------|---------|---------------|---------------|-------------|--------|
| T_CONF | 6.03 | -14.74 | 1.85 | 5.31 | 10.04 | 25.73 | 6.22 | 362 |
| T_PERG | 0.48 | -17.92 | -3.50 | 0.30 | 4.07 | 35.18 | 6.21 | 347 |
| LPA | 0.30 | -6.51 | 0.16 | 0.35 | 0.59 | 2.39 | 0.90 | 362 |
| PREJ | 0.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.32 | 362 |

| | | | | | | | | |
|--------|-------|----------|-------|-------|-------|---------|--------|-----|
| %PREJ | 0.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.24 | 362 |
| RETV | 20.15 | -2294.43 | 5.61 | 10.88 | 39.86 | 475.01 | 132.28 | 362 |
| MUD_RV | 30.39 | 0.00 | 1.71 | 5.58 | 20.06 | 2351.09 | 132.44 | 362 |
| LNVM | 17.05 | 13.68 | 15.87 | 16.83 | 18.43 | 19.88 | 1.49 | 362 |
| BTM | 0.56 | -5.23 | 0.34 | 0.51 | 0.75 | 2.78 | 0.58 | 362 |
| IFRS | 0.65 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 0.48 | 362 |

Fonte: Dados da pesquisa.

Elaborado pelo autor.

Onde:

T_CONF: tom verbal da seção de apresentação da *conference-call*; **T_PERG**: tom verbal da seção de perguntas e respostas da *conference-call*; **LPA**: lucro por ação; **PREJ**: variável indicadora igual à 1 quando a empresa *i* no trimestre *j* apresentou prejuízo e 0 caso contrário; **%PREJ**: percentual de trimestres com prejuízo nos últimos quatro anos; **RETV**: retorno sobre vendas (razão entre receita e o lucro líquido) da empresa *i* no trimestre *j*; **MUD_RV**: valor absoluto da variação do retorno sobre vendas da empresa *i* do trimestre *t-4* ao trimestre *t*; **LNVM**: logaritmo natural do valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*; **BTM**: razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*; **IFRS**: variável indicadora igual a 1 quando o trimestre *t* for igual ou posterior ao primeiro trimestre do ano de 2009.

4.1 Análise do Tom Verbal Contido nas *Conference-Calls*

Na Tabela 2 é descrita a regressão do modelo apresentado na equação (2) com o intuito de verificar a hipótese H1a. A coluna [a], representa o tom da *conference-call* (seção apresentação) obtido através do dicionário de *Harvard Psychosocial*. A coluna [b], representa o tom da mesma seção obtido através do dicionário de Loughran e McDonald (2011). As variáveis independentes e seus coeficientes resultantes do modelo são apresentados na tabela, bem como suas significâncias conforme legenda.

Verifica-se inicialmente a correlação negativa a pelo menos 1% de significância entre variável %PREJ, que representa o percentual de prejuízos nos últimos 4 anos anteriores ao trimestre *t* da empresa *i*, e o tom verbal da *conference-call* extraído pelo dicionário de Loughran e McDonald (2011). Tal resultado sugere que a presença de prejuízos, conforme descrição da variável, está relacionada com a presença de um tom verbal mais negativo durante a seção de apresentação da *conference-call* no trimestre *t*. Embora relação citada seja significativa não há informações suficientes para suportar ou rejeitar a Hipótese H1a, pois não foram encontradas significâncias a pelo menos de 10% para os coeficientes apresentados referente a correlação entre a variável independente PREJ e os tons verbais analisados em todos os dois dicionários selecionados (variável dependente). Logo, não há evidências suficientes para sustentar a hipótese H1a.

TABELA 2 – REGRESSÃO DO MODELO (2) – HIPÓTESE H1A

| Variável Dependente ^a Variável Independente ^b | Harvard Psychosocial [a] T_CONF | | Loughran e McDonald [b] T_CONF | |
|--|---------------------------------------|----------|--------------------------------------|-----------|
| | Coef. | Estat-t | Coef. | Estat-t |
| PREJ | -1.6402 | -1.14 | -1.5360 | -0.75 |
| %PREJ | -3.8973 | 1.51 | -11.2315 | -3.06 *** |
| RETV | -0.0042 | -1.16 | -0.0089 | -1.72 * |
| MUD_RV | -0.0011 | 2.26 | -0.0019 | -0.37 |
| LNVM | 1.7347 | 3.36 ** | 0.7650 | 0.70 |
| BTM | 1.8390 | 3.34 *** | 1.7311 | 2.23 ** |
| IFRS | 7.2985 | 1.32 | -13.3333 | -1.69 * |
| Nº de Obs | 362 | | 362 | |
| R ² | 0.51 | | 0.42 | |
| Variáveis de efeito fixo de trimestre e empresa | Sim | | Sim | |

Fonte: Dados da pesquisa.

Elaborado pelo autor

Nota: ***, **, * significante a 1%, 5% e 10%

Onde:

^a **T_CONF**: tom verbal da seção de apresentação da *conference-call*;

^b **PREJ**: variável indicadora igual à 1 quando a empresa *i* no trimestre *t* apresentou prejuízo e 0 caso contrário
%PREJ: percentual de trimestres com prejuízo nos últimos quatro anos; **RETV**: retorno sobre vendas (razão entre receita e o lucro líquido) da empresa *i* no trimestre *t*; **MUD_RV**: valor absoluto da variação do retorno sobre vendas da empresa *i* do trimestre *t-4* ao trimestre *j*; **LNVM**: logaritmo natural do valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*; **BTM**: razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*; **IFRS**: variável indicadora igual a 1 quando o trimestre *t* for igual ou posterior ao primeiro trimestre do ano de 2009.

Em sequência na Tabela 3 é descrita a regressão do modelo apresentado na equação (3), visando verificar a hipótese H1b. A Tabela 3 apresenta sua organização de maneira similar a Tabela 2, separando os coeficientes encontrados para a variável dependente (T_PERG) referente a cada lista de palavras e sua correlação com cada variável independente.

TABELA 3 - REGRESSÃO DO MODELO (3) – HIPÓTESE H1B

| Variável Dependente ^a Variável Independente ^b | Harvard Psychosocial | | Loughran e McDonald | |
|--|-------------------------|---------|---------------------|---------|
| | T_PERG Coef. | Estat-t | T_PERG Coef. | Estat-t |
| PREJ | 0.9734 | 0.66 | 1.6595 | 0.74 |
| %PREJ | 0.6183 | 0.22 | 1.0336 | 0.24 |
| RETV | 0.0025 | 0.64 | -0.0021 | -0.36 |
| MUD_RV | 0.0024 | 0.63 | -0.0038 | -0.35 |
| LNVM | 0.1645 | 0.19 | 2.5745 | 1.94 * |
| BTM | 0.9867 | 1.73 * | 0.4028 | 0.46 |
| IFRS | 6.7801 | 1.11 | -0.5565 | -0.06 |
| Nº de Obs | 347 | | 347 | |
| R ² | 0.46 | | 0.40 | |
| Variáveis de efeito fixo de trimestre e empresa | Sim | | Sim | |

Fonte: Dados da pesquisa.

Elaborado pelo autor

Nota: ***, **, * significante a 1%, 5% e 10%

Onde:

^a **T_PERG**: tom verbal da seção de perguntas e respostas da *conference-call*;

^b **PREJ**: variável indicadora igual à 1 quando a empresa *i* no trimestre *t* apresentou prejuízo e 0 caso contrário
%PREJ: percentual de trimestres com prejuízo nos últimos quatro anos; **RETV**: retorno sobre vendas (razão entre receita e o lucro líquido) da empresa *i* no trimestre *t*; **MUD_RV**: valor absoluto da variação do retorno sobre vendas da empresa *i* do trimestre *t-4* ao trimestre *t*; **LNVM**: logaritmo natural do valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*; **BTM**: razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*; **IFRS**: variável indicadora igual a 1 quando o trimestre *t* for igual ou posterior ao primeiro trimestre do ano de 2009.

De acordo com a Tabela 3, a variável PREJ não apresentou correlação significativa com a variável dependente T_PERG (tom verbal da seção de perguntas e respostas da *conference-call*) em nenhuma das duas listas de palavras utilizadas. Logo, os resultados obtidos através do modelo (3) não apresentam suporte para a hipótese H1b.

4.2 Relação entre Tom Verbal e Resultados Futuros

Nas Tabelas 4 e 5 apresentam-se as regressões dos modelos descritos pelas equações (4) e (5) respectivamente. As referências de cada performance empresarial (LPA), sendo 1, 2, 3 e 4 trimestres no futuro de *t* são representada através das colunas [a], [b], [c] e [d]. Os valores de tom verbal foram calculados com base nas extrações em conformidade com os dicionários *Harvard IV-4 Psychosocial* e de Loughran e McDonald (2011) conforme indicações em cada linha. Na Tabela 4 foram analisadas as informações referentes as seções de apresentação e na Tabela 5, as informações de tom verbal presente na seção de perguntas e respostas. As significâncias são apontadas em cada coluna conforme a legenda.

Verifica-se, conforme Tabela 4, que o dicionário de *Harvard Psychosocial* não apresentou significância suficiente para nenhuma das correlações analisadas neste modelo. Analisando-se os resultados através do dicionário desenvolvido por Loughran e McDonald (2011) verifica-se que os coeficientes de tom verbal das conference-calls apresentaram correlação positiva e significativa a pelo menos 10% com os resultados de performance futura das empresas nos tempos de 1, 2 e 3 trimestres futuros do resultado divulgado conforme as colunas [a], [b] e [c].

Logo, as evidências encontradas demonstram suporte para a hipótese H2a. Tal resultado reforça outros estudos da literatura onde a presença do tom verbal mais positivo durante as divulgações voluntárias apresenta correlação positiva com resultados de performance futura da firma (DAVIS et al., 2012; DAVIS et al., 2015) e onde a presença de dicionários, ou listas de palavras, especializados na área de finanças e contabilidade são mais apropriados para aplicação nos modelos de análise de tom verbal (HENRY 2008; PRICE et al., 2012; LOUGHRAN; MCDONALD, 2011).

TABELA 4 - REGRESSÃO DO MODELO (4) – HIPÓTESE H2A

| Variável Dependente ^a | [a] LPA (t+1) | | [b] LPA (t+2) | | [c] LPA (t+3) | | [d] LPA (t+4) | |
|---------------------------------------|---------------|--------|---------------|---------|---------------|--------|---------------|------|
| Variável Independente ^b | Coef.Estat-t | | Coef.Estat-t | | Coef.Estat-t | | Coef. Estat-t | |
| <i>Harvard Psychosocial</i> | | | | | | | | |
| T_CONF | 0.0099 | 1.16 | 0.0003 | 0.04 | 0.0138 | 1.42 | 0.0047 | 0.48 |
| LPA | 0.0416 | 0.60 | -0.0980 | -1.32 | 0.0191 | 0.24 | 0.0843 | 1.06 |
| Nº de Obs | 362 | | 362 | | 362 | | 362 | |
| R ² | 0.41 | | 0.38 | | 0.36 | | 0.35 | |
| <i>Loughran e McDonald</i> | | | | | | | | |
| T_CONF | 0.0114 | 1.84 * | 0.0113 | 1.71 * | 0.0129 | 1.84 * | 0.0015 | 0.21 |
| LPA | 0.0171 | 0.24 | -0.1304 | -1.72 * | -0.0060 | -0.08 | 0.0840 | 1.03 |
| Nº de Obs | 362 | | 362 | | 362 | | 362 | |
| R ² | 0.41 | | 0.38 | | 0.36 | | 0.35 | |
| Variáveis de controle ^c | Sim | | Sim | | Sim | | Sim | |
| Variáveis de efeito fixo de trimestre | Sim | | Sim | | Sim | | Sim | |
| Variáveis de efeito fixo de empresa | Sim | | Sim | | Sim | | Sim | |

Fonte: Dados da pesquisa.

Elaborado pelo autor

Nota: ***, **, * significante a 1%, 5% e 10%

Onde:

^a **LPA (t+1)**: lucro por ação da empresa *i* no tempo futuro de 1 trimestre; **LPA (t+2)**: lucro por ação da empresa *i* no tempo futuro de 2 trimestres; **LPA (t+3)**: lucro por ação da empresa *i* no tempo futuro de 3 trimestres; **LPA (t+4)**: lucro por ação da empresa *i* no tempo futuro de 4 trimestres;

^b **T_CONF**: tom verbal da seção de apresentação da conference-call; **LPA**: lucro por ação da empresa *i* no trimestre *t*; **T_PERG**: tom verbal da seção de perguntas e respostas da *conference-call*;

^c **PREJ**: variável indicadora igual à 1 quando a empresa *i* no trimestre *j* apresentou prejuízo e 0 caso contrário; **%PREJ**: percentual de trimestres com prejuízo nos últimos quatro anos; **RETV**: retorno sobre vendas (razão entre receita e o lucro líquido) da empresa *i* no trimestre *j*; **MUD_RV**: valor absoluto da variação do retorno sobre vendas da empresa *i* do trimestre *j-4* ao trimestre *j*; **LNVM**: logaritmo natural do valor de mercado da empresa *i* no trimestre *j*; **BTM**: razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa *i* no trimestre *j*; **IFRS**: variável indicadora igual a 1 quando o trimestre *j* for igual ou posterior ao primeiro trimestre do ano de 2009.

Na Tabela 5 é apresentada a regressão do modelo descrito na equação (5), considerando-se como seção de análise de tom verbal a de perguntas e respostas da *conference-call* e sua relação com resultados no tempo futuro de até 4 trimestres de *t* conforme modelo apresentado. A organização de valores, coeficientes e significâncias foi realizada conforme Tabela 4.

Não foram verificados coeficientes de correlação entre as variáveis com significância ao menos de 10%. O que não fornece base suficiente para suportar ou rejeitar a hipótese H2b e comparar os resultados com outras pesquisas que também buscaram analisar especificamente o tom verbal proveniente em seções de perguntas e respostas em *conference-calls* como Matsumoto et al., (2011) e Price et al., (2012).

TABELA 5 - REGRESSÃO DO MODELO (5) – HIPÓTESE H2B

| Variável Dependente ^a | [a] LPA (t+1) | | [b] LPA (t+2) | | [c] LPA (t+3) | | [d] LPA (t+4) | |
|---------------------------------------|---------------|------|---------------|-------|---------------|------|---------------|-------|
| Variável Independente ^b | Coef.Estat-t | | Coef.Estat-t | | Coef.Estat-t | | Coef. Estat-t | |
| <i>Harvard</i> | | | | | | | | |
| <i>Psychosocial</i> | | | | | | | | |
| T_PERG | 0.0011 | 0.13 | 0.0024 | 0.27 | 0.0018 | 0.18 | -0.0031 | -0.33 |
| LPA | 0.0565 | 0.77 | -0.0785 | -1.03 | 0.0108 | 0.13 | 0.0553 | 0.67 |
| Nº de Obs | 347 | | 347 | | 347 | | 347 | |
| R ² | 0.42 | | 0.38 | | 0.35 | | 0.35 | |
| <i>Loughran e</i> | | | | | | | | |
| <i>Mcdonald</i> | | | | | | | | |
| T_PERG | 0.0001 | 0.02 | 0.0057 | 0.97 | 0.0010 | 0.16 | 0.0043 | 0.68 |
| LPA | 0.0569 | 0.77 | -0.0794 | -1.05 | 0.0112 | 0.14 | 0.0526 | 0.64 |
| Nº de Obs | 347 | | 347 | | 347 | | 347 | |
| R ² | 0.42 | | 0.38 | | 0.35 | | 0.35 | |
| Variáveis de controle ^c | Sim | | Sim | | Sim | | Sim | |
| Variáveis de efeito fixo de ano | Sim | | Sim | | Sim | | Sim | |
| Variáveis de efeito fixo de indústria | Sim | | Sim | | Sim | | Sim | |

Fonte: Dados da pesquisa.

Elaborado pelo autor

Nota: ***, **, * significante a 1%, 5% e 10%

Onde:

^a **LPA (t+1)**: lucro por ação da empresa *i* no tempo futuro de 1 trimestre; **LPA (t+2)**: lucro por ação da empresa *i* no tempo futuro de 2 trimestres; **LPA (t+3)**: lucro por ação da empresa *i* no tempo futuro de 3 trimestres; **LPA (t+4)**: lucro por ação da empresa *i* no tempo futuro de 4 trimestres;

^b **T_PERG**: tom verbal da seção de perguntas e respostas da *conference-call*;

^c **PREJ**: variável indicadora igual à 1 quando a empresa *i* no trimestre *t* apresentou prejuízo e 0 caso contrário; **%PREJ**: percentual de trimestres com prejuízo nos últimos quatro anos; **RETV**: retorno sobre vendas (razão entre receita e o lucro líquido) da empresa *i* no trimestre *t*; **MUD_RV**: valor absoluto da variação do retorno sobre vendas da empresa *i* do trimestre *t-4* ao trimestre *t*; **LNVN**: logaritmo natural do valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*; **BTM**: razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*; **IFRS**: variável indicadora igual a 1 quando o trimestre *t* for igual ou posterior ao primeiro trimestre do ano de 2009.

5 Conclusão

Este trabalho teve como objetivo realizar dois estudos: primeiro, analisar a relação entre o tom verbal das *conference-calls* brasileiras e o tipo de notícia divulgada (lucro ou prejuízo) em cada respectivo trimestre; seguidamente, analisar a relação entre o tom verbal das *conference-calls* no presente e os resultados da empresa no futuro (LPA). A metodologia abrangeu técnicas de análise de conteúdo computadorizada para extração do tom verbal

proveniente das *conference-calls* transcritas tomando como base dicionários validados por pesquisadores de relevância na área (TETLOCK; 2007; TETLOCK et al., 2008; ENGELBERG, 2008; FRANKEL et al., 2010; LOUGHRAN; MCDONALD, 2011; PRICE et al., 2012; DAVIS et al., 2012; DAVIS et al., 2015).

Os resultados encontrados nesta pesquisa sugerem que a presença de um tom verbal mais positivo durante as seções de apresentação das *conference-calls* está relacionada com a ocorrência de resultados (lucro por ação) mais positivos no tempo futuro de 1, 2 e até 3 trimestres a frente da notícia divulgada. Tal resultado tanto fornece suporte para a segunda hipótese formulada neste estudo quanto reforça resultados encontrados por outros pesquisadores da área como Davis et al., (2015). Também foram encontradas evidências que sugerem que o uso de um dicionário, ou lista de palavras, especializado da área de finanças e contabilidade, neste caso o de Loughran e McDonald (2011), possa apresentar maior poder explicativo para este tipo de pesquisa sobre tom verbal em divulgações empresariais em comparação a outros dicionários, ou listas de palavras não específicas da literatura, neste caso o *Harvard IV-Psychosocial*. Este resultado reforça o próprio trabalho de Loughran e McDonald (2011) e também da mesma maneira os trabalhos de Price et al., (2012) e de Henry (2008). Não foram encontradas evidências suficientes para suportar ou rejeitar as demais hipóteses formuladas neste estudo como por exemplo a análise sobre a seção de perguntas e respostas da *conference-call*.

Dentre limitações ocorridas nesta pesquisa destaca-se inicialmente o processo de obtenção da amostra, as *conference-calls*, em formato transcrito, dado que uma grande parcela dos canais de relacionamento com investidores (RI) das empresas disponibiliza, muitas vezes, somente o formato em áudio. Destaca-se juntamente, não somente como limitação da pesquisa, mas também como oportunidade de estudos futuros a possibilidade de análise individual entre cada participante da *conference-call* (gestores, analistas e investidores) na seção de perguntas e respostas para melhor compreensão dos efeitos do tom verbal presente na comunicação. Dentre outras sugestões para futuras pesquisas sugere-se analisar a relação entre o tom verbal tanto das *conference-calls* como outros canais de comunicação empresarial, junto a outras variáveis que compõem o *disclosure* de resultados empresariais.

Sugere-se também, em conformidade com Loughran e McDonald (2011) e Price et al. (2012), a oportunidade de desenvolvimento de outros dicionários, ou listas de palavras, mais abrangentes, com mais categorias além das utilizadas (positivo/negativo) de forma mais contextualizada com o cenário financeiro e contábil a fim de aumentar o poder de explicação do tom verbal extraído. Em complemento, destacando-se a pesquisa de Mayew e Venkatachalam (2012), sugere-se a possibilidade de avaliar outras alternativas além da transcrição presente das *conference-calls* como por exemplo informações em vídeo e áudio das seções realizadas, tanto seções de apresentação como perguntas e respostas para verificação de fatores como tom vocal, gestos, expressões faciais e outras possibilidades.

Este trabalho trouxe contribuições para a literatura nacional ao introduzir a utilização de uma ferramenta automatizada para análise de conteúdo em documentos textuais e subjetivos podendo assim, utilizar como base de extração de dados dicionários, ou listas de palavras já validadas pela literatura. Também carrega contribuições por, através de seus resultados, reforçar outros estudos e pesquisas sobre o tema, melhorando o nível de compreensão sobre a subjetividade envolvida nas divulgações voluntárias empresariais além de incentivar o debate sobre divulgações voluntárias que fogem dos padrões de obrigatoriedade regulamentada por lei.

Referências

AKERLOF, George. The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

BEYER, Anne et al. The financial reporting environment: Review of the recent literature. **Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2, p. 296-343, 2010.

BM&FBOVESPA. **Bolsa De Mercadorias & Futuros Bovespa**. Capital Social das Empresas Listadas. Atualizado em 22/05/2017. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/consultas.htm>. Acesso em: 28 mai. 2017.

BROWN, Stephen; HILLEGEIST, Stephen A.; LO, Kin. Conference calls and information asymmetry. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 3, p. 343-366, 2004.

DAVIS, Angela K.; PIGER, Jeremy M.; SEDOR, Lisa M. Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. **Contemporary Accounting Research**, v. 29, n. 3, p. 845-868, 2012.

DAVIS, Angela K., GE, W., MATSUMOTO, D., & ZHANG, J. L. The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 2, p. 639-673, 2015.

DYE, Ronald A. *Disclosure* of nonproprietary information. **Journal of accounting research**, p. 123-145, 1985.

DYE, Ronald A. An evaluation of “essays on *disclosure*” and the *disclosure* literature in accounting. **Journal of accounting and economics**, v. 32, n. 1, p. 181-235, 2001.

ENGELBERG, Joseph, Costly Information Processing: Evidence from Earnings Announcements (18 jan. 2008). **AFA 2009 San Francisco Meetings Paper**. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1107998>> Acesso em: 20 dez. 2016.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FRANKEL, Richard; JOHNSON, Marilyn; SKINNER, Douglas J. An empirical examination of conference calls as a voluntary *disclosure* medium. **Journal of Accounting Research**, v. 37, n. 1, p. 133-150, 1999.

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

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of accounting and economics**, v. 40, n. 1, p. 3-73, 2005.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate *disclosure*, and the capital markets: A review of the empirical *disclosure* literature. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1, p. 405-440, 2001.

HENRY, Elaine. Are investors influenced by how earnings press releases are written?. **The Journal of Business Communication**, v. 45, n. 4, p. 363-407, 2008.

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

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

- LOUGHRAN, Tim; MCDONALD, Bill. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. **The Journal of Finance**, v. 66, n. 1, p. 35-65, 2011.
- MATSUMOTO, Dawn; PRONK, Maarten; ROELOFSEN, Erik. What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions. **The Accounting Review**, v. 86, n. 4, p. 1383-1414, 2011.
- MAYEW, William J.; VENKATACHALAM, Mohan. The power of voice: Managerial affective states and future firm performance. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 1, p. 1-43, 2012.
- MOREIRA, Nadia. C.; RAMOS, Felipe; KOZAK-ROGO, Juliana; & ROGO, Rafael. Conference Calls: an Empirical Analysis of Information Content and the Type of Disclosed News. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 13, n. 6, p. 291-315, 2016.
- PRICE, S. M., DORAN, J. S., PETERSON, D. R., & BLISS, B. A. Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 4, p. 992-1011, 2012.
- SADIQUE, Shibley; IN, Francis Haeuck; VEERARAGHAVAN, Madhu. **The impact of spin and tone on stock returns and volatility: Evidence from firm-issued earnings announcements and the related press coverage**. 2008. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1121231>> Acesso em: 18 dez. 2016.
- SKILLIUS, Asa; WENNERBERG, Ulrika. Continuity, credibility and comparability: key challenges for corporate environmental performance measurement and communication. **The international Institute for Industrial Environmental Economics at Lund University**. Lund, Suécia, 1998. Disponível em: <www.eea.europa.eu/publications/ESS09>. Acesso em: 05 out. de 2016.
- SOUZA, André Carlos de. **As palavras importam?: o uso do tom linguístico nos discursos das apresentações de resultados**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.
- VERRECCHIA, Robert E. Discretionary *disclosure*. **Journal of accounting and economics**, v. 5, p. 179-194, 1983.
- VERRECCHIA, Robert E. Essays on *disclosure*. **Journal of accounting and economics**, v. 32, n. 1, p. 97-180, 2001.
- TETLOCK, Paul C. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 3, p. 1139-1168, 2007.
- TETLOCK, Paul C.; SAAR-TSECHANSKY, Maytal; MACSKASSY, Sofus. More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 3, p. 1437-1467, 2008.
- UANG, Jinn-Yang et al. Management Going-concern *Disclosures*: Impact of Corporate Governance and Auditor Reputation. **European Financial Management**, v. 12, n. 5, p. 789-816, 2006.