

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
NÍVEL MESTRADO**

**MAYANE TIARA DA ROCHA MAIA SARAIVA**

**ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO: CATEGORIAS DE INFORMAÇÕES  
QUE FUNDAMENTAM OS QUESTIONAMENTOS NAS CONFERENCE  
CALLS DE RESULTADOS**

**Porto Alegre - RS**

**2021**

**MAYANE TIARA DA ROCHA MAIA SARAIVA**

**ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO: CATEGORIAS DE INFORMAÇÕES  
QUE FUNDAMENTAM OS QUESTIONAMENTOS NAS CONFERENCE  
CALLS DE RESULTADOS**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientadora: Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan

**Porto Alegre - RS**

**2021**

S243a Saraiva, Mayane Tiara da Rocha Maia.  
Assimetria de informação : categorias de informações que fundamentam os questionamentos nas conference calls de resultados / por Mayane Tiara da Rocha Maia Saraiva. – 2021. 118 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Porto Alegre, RS, 2021.  
“Orientadora: Dra. Clea Beatriz Macagnan”.

1. Conference call de resultado. 2. Mercado de capitais brasileiro. 3. Assimetria de informação. 4. Categorias de informações. 5. Estrutura societária brasileira. I. Título.

CDU: 336.76:658.012.45

MAYANE TIARA DA ROCHA MAIA SARAIVA

**ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO: CATEGORIAS DE INFORMAÇÕES QUE  
FUNDAMENTAM OS QUESTIONAMENTOS NAS CONFERENCE CALLS DE  
RESULTADOS**

Dissertação apresentada como requisito parcial  
para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa  
de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da  
Universidade do Vale do Rio dos Sinos –  
UNISINOS

Orientadora: Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan

Aprovado em \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_.

**BANCA EXAMINADORA**

---

Profa. Dra. ROSANE MARIA SEIBERT

---

Prof. Dr. Cristiano Machado Costa

---

Prof. Dr. Roberto Decort

## AGRADECIMENTOS

Eu te agradeço Deus, por ter renovado minhas forças quando imaginei não ser possível continuar, pela oportunidade de contemplar o cumprimento da sua palavra em minha vida, pois de fato, o Senhor faz forte ao cansado e multiplica vigor ao fadigado (Isaias 40:29).

Agradeço ao exemplo de garra e perseverança que meu pai me deixou, ao homem que viveu o que dizia, e provou os seus dizerem em meio as lutas “morreu por atrevido e não por esmorecido” sei que sua garra também foi por amor a sua família, pois não era em vão que na simplicidade do seu exagero, sempre disse “por minha família eu morro e eu mato” morreu lutando para manter sua vida em família. Para sempre amarei meu paizinho e levarei comigo sua essência.

Agradeço ao companheirismo do meu esposo, que sonhou comigo com esse mestrado, não mediu esforços para proporcionar condições para concluir este sonho, obrigada por se fazer mãe do João Lorenzo sempre que estive ausente por este propósito.

Agradeço a Antônia, que desde os três meses de vida do João Lorenzo viajou comigo para onde foi preciso, a fim de concluir cada módulo do mestrado, obrigada por se fazer nossa mãe em cada ausência.

Agradeço a minha mãe e irmãs, isso incluí você Keynha, por estarem no leito do hospital e ao lado do papai em todos os fins de semanas que precisei estar distante, não podendo ombrear assiduamente essa luta, e pelo apoio e contribuição dada nesse percurso.

Agradeço a meus primos, primas, por cada familiar e afins, por cada momento que deixaram suas casas, e por um ano e três meses se fizeram presentes ao lado do papai, e foram suporte em cada área de nossas vidas.

Agradeço a minha orientadora pela partilha de conhecimento e paciência, ao grupo de pesquisa em Governança por cada contribuição, em especial a Ângela Pedron pela preciosa avaliação e soluções propostas, as quais deram mais qualidade ao trabalho.

Aos meus amigos do DINTER UERN/UEPB pela acolhida, pelo companheirismo e por se fazerem amigos; agradeço também aos colegas de turma do MINTER FACIMP por cada contribuição e pela força, em especial ao companheirismo da minha amiga Sileide e do meu amigo Valdenês.

E, por fim e de fundamental importância nessa caminhada de tantas adversidades, agradeço a equipe de coordenadores do mestrado, Professor Dr. Clovis e Professor Dr. Thiago, a Carol Mentez por todo apoio e dedicação; sem a atenção de vocês certamente não chegaria até aqui.

Ao Professor Dr. Cristiano Machado, por toda sensibilidade, humanidade e empatia, por não desistir de buscar meios que me disponibilizasse a possibilidade de continuar lutando pela conclusão do mestrado.

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1:</b> Listagem de Firmas que Compõem a Amostra .....	49
<b>Tabela 2:</b> Composição da população e amostra .....	50
<b>Tabela 3:</b> Firmas pesquisadas, setor B3 e questões computadas. ....	52
<b>Tabela 4:</b> Subcategoria Nível 1 .....	59
<b>Tabela 5:</b> Subcategoria Nível 2 e 3 .....	60
<b>Tabela 6:</b> Listagem B3 composta na Amostra .....	61

## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1:</b> Distribuição de frequência dos tópicos abordados pelas perguntas do analista.....	44
<b>Figura 2:</b> Divisão de perguntas não respondidas para tópicos e horizonte de tempo .....	46
<b>Figura 3:</b> Fluxo do Desenvolvimento da Pesquisa .....	51
<b>Figura 4:</b> Estrutura elaborada para preparação do corpus .....	52
<b>Figura 5:</b> Roteiro seguido para Análise dos Questionamentos.....	55
<b>Figura 6:</b> Categorias e subcategorias nível 1.....	59
<b>Figura 7:</b> Principais Temáticas que sinalizam assimetria de informação .....	66
<b>Figura 8:</b> Principais Vertentes Temáticas catalogadas em projeções .....	68
<b>Figura 9:</b> Principais temáticas catalogadas na categoria legal.....	68
<b>Figura 10:</b> Nuvem 1. Categoria Legal.....	69
<b>Figura 11:</b> Análise da Relação da Palavra Relação.....	70
<b>Figura 12:</b> Análise da Relação da Palavra Governo.....	71
<b>Figura 13:</b> Análise da Relação da Palavra Contrato .....	72
<b>Figura 14:</b> Análise da Relação da Palavra Entender.....	72
<b>Figura 15:</b> Análise da Relação da Palavra Ministério Público.....	73
<b>Figura 16:</b> Principais temáticas catalogadas na categoria investimento.....	73
<b>Figura 17:</b> Nuvem 2. Categoria Investimentos.....	75
<b>Figura 18:</b> Análise da Relação da Palavra Expansão .....	75
<b>Figura 19:</b> Análise da Relação da Palavra Entender.....	76
<b>Figura 20:</b> Temáticas catalogadas na categoria financeira.....	77
<b>Figura 21:</b> Nuvem 3. Categoria Financeira.....	78
<b>Figura 22:</b> Análise da Relação da Palavra Caixa .....	79
<b>Figura 23:</b> Análise da Relação da Palavra Dívida.....	80
<b>Figura 24:</b> Análise da Relação da Palavra Capital.....	81
<b>Figura 25:</b> Análise da Relação da Palavra Dividendos.....	81
<b>Figura 26:</b> Análise da Relação da Palavra EBITDA.....	82
<b>Figura 27:</b> Principais temáticas catalogadas na categoria operacional.....	83
<b>Figura 28:</b> Nuvem 4: Categoria Operacional.....	84
<b>Figura 29:</b> Análise da Relação da Palavra Produção .....	85
<b>Figura 30:</b> Análise da Relação da Palavra Vendas.....	85



<b>Figura 31:</b> Análise da Relação da Palavra Margem.....	86
<b>Figura 32:</b> Análise da Relação da Palavra Entender.....	87
<b>Figura 33:</b> Principais inquietações do mercado do capital brasileiro .....	88

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1:</b> Inquietações do mercado de capitais brasileiro por trimestre. ....	90
<b>Gráfico 2:</b> Inquietações operacionais no mercado de capitais brasileiro por vertente temática .....	90
<b>Gráfico 3:</b> Inquietações sobre investimentos no mercado de capitais brasileiro por vertente temática .....	91
<b>Gráfico 4:</b> Inquietações financeiras no mercado de capitais brasileiro por vertente temática .....	91
<b>Gráfico 5:</b> Inquietações legais no mercado de capitais brasileiro por vertente temática .....	92

## RESUMO

A problemática de assimetria de informação, estabelecida no contexto societário do mercado de capitais brasileiro, ocorre principalmente, pela separação da propriedade e controle (majoritário e minoritário) e constatada em estudos revisados e reconhecida pelos órgãos reguladores, os quais instituem a divulgação periódica das demonstrações contábeis. A administração utiliza as *conference calls* de resultados para explicar e comentar as informações disponibilizadas ao mercado. Em face ao exposto, esta dissertação teve por objetivo verificar as principais categorias de informação que representam as inquietações do mercado de capitais brasileiro, expressas por meio dos questionamentos realizados nas *conference calls* de resultado. Para isso, analisou-se o conteúdo da transcrição de 76 *conference calls* de resultado do ano de 2019, providas de 19 firmas pertencentes a vários setores de mercado. Desta análise, foi possível inferir que a categoria de informação que mais inquieta o mercado de capitais é a operacional, seguida da categoria investimento. O que levou a concluir que 34% dos questionamentos analisados confirmam a assimetria de informação e a importância das *conference calls* como canal de comunicação mitigador dela. A pesquisa também contribuiu com literatura à medida que explanou as categorias de informação dos questionamentos por estrutura societária, constatando que as preocupações do mercado se concentram nas firmas com controle societário definido, ratificando, portanto, os estudos anteriores que apontam o mal funcionamento do mercado de capitais brasileiro, dada suas características vinculadas a estrutura societária, econômica, financeira e jurídica. Como limitação do estudo se apresenta a aglutinação temática no mesmo questionamento, possivelmente em decorrência do questionador visar otimizar a quantidade limitada de perguntas. Quanto a sugestões de futuras pesquisas, se apresenta o estudo de alguns dos aspectos a serem explorados, como: os vieses comportamentais dos representantes da administração: a postura do executivo remete comprometimento com a lisura do mercado ou a postura do executivo é mais de ocultação e os vieses comportamentais dos representantes da administração em análise prévia à divulgação da fraude.

**Palavras-Chave:** *Conference call* de resultado. Mercado de Capitais Brasileiro. Assimetria de Informação. Categorias de Informações. Estrutura Societária Brasileira.

## ABSTRACT

The issue of information asymmetry, established in the corporate context of the Brazilian capital market, occurs mainly due to the separation of ownership and control (majority and minority) and verified in studies reviewed and recognized by regulatory bodies, which institute the periodic disclosure of statements accounting. Management uses earnings conference calls to explain and comment on the information made available to the market. Considering the above, this dissertation aimed to verify the main categories of information that represent the concerns of the Brazilian capital market, expressed through the questions made in the result conference calls. For this, the content of the transcript of 76 conference calls for the year 2019, coming from 19 firms belonging to various market sectors, was analyzed. From this analysis, it was possible to infer that the information category that most worries the capital market is the operational one, followed by the investment category. Which led to the conclusion that 34% of the questions analyzed confirm the asymmetry of information and the importance of conference calls as a communication channel to mitigate it. The research also contributed with literature as it explained the information categories of questions by corporate structure, noting that the market's concerns are concentrated in firms with defined corporate control, thus ratifying previous studies that point out the malfunctioning of the market of Brazilian capitals, given their characteristics linked to the corporate, economic, financial, and legal structure. As a limitation of the study, thematic agglutination in the same questioning is presented, possibly because of the questioner seeking to optimize the limited number of questions. As for suggestions for future research, the study of some aspects to be explored is presented, such as: the behavioral biases of management representatives: the executive's posture refers to commitment to the fairness of the market or the executive's posture is more of concealment and the behavioral biases of management representatives under analysis prior to the disclosure of the fraud.

**Keywords:** Conference calls earnings. Brazilian capital market. Information asymmetry. Information categories. Brazilian Corporate Structure.

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	12
1.1	Contextualização do Problema de Pesquisa.....	13
1.2	Objetivo Geral .....	17
1.3	Justificativa e Relevância do Estudo .....	17
1.4	Delimitação do Tema .....	18
2	REVISÃO DA LITERATURA.....	20
2.1	Acionistas Controladores e Minoritários.....	20
2.2	Assimetria de Informação .....	22
2.3	DISCLOSURE: PRESTAÇÃO DE CONTAS.....	27
2.4	Relação com Investidor: Conference Calls de Resultado.....	33
2.5	Revisão dos Estudos Empíricos .....	38
3	METODOLOGIA .....	48
3.1	Técnica de Análise.....	50
3.2	Tratamento de Análise das Evidências .....	52
3.3	Processo de Análise das Evidências.....	53
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	57
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	93
	REFERÊNCIAS.....	96
	APÊNDICE 1: REVISÃO DE LITERATURA DE ESTUDOS EMPÍRICOS EFETUADOS NA BASE SCOPUS.....	103

## 1 INTRODUÇÃO

A problemática de assimetria de informação, estabelecida pela separação da propriedade e controle, tem sido reconhecida pelos órgãos reguladores, os quais instituem a divulgação periódica das demonstrações contábeis, cujo propósito é o atendimento de informações às partes interessadas. Adicionalmente, orienta-se que a administração, descreva, explique e comente as principais características do desempenho, da posição financeira e patrimonial da firma. De forma que a realização de divulgação de informações, ocorra por diferentes canais de comunicação, a exemplo, as *conference calls* de resultado, canal utilizado pela administração para explicar e comentar as informações disponibilizadas ao mercado.

Segundo a regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) as *conference calls* de resultado e o material de apresentação devem ser enviados eletronicamente no mesmo dia da reunião, enquadrando-se como informações complementares, haja vista que a Lei 6.404/76, art. 122, determina que a reunião de prestação de contas ocorra no mínimo, anualmente. No entanto, o Instituto Brasileiro de Relações com o Investidor (IBRI) explica que a comunicação com as partes interessadas, promovem o acesso democrático às informações para além da exigência legal, firmando-se assim, como decorrência normal da rotina no mercado, a qual proporciona o conhecimento do negócio e das oportunidades de investimento (POLASTRINI *et al.*, 2013).

Tendo em vista que o evento divulga os resultados da firma, e em seguida os participantes podem questionar, o Comitê de Orientação para Divulgações de Informações a Mercado (CODIM) estabeleceu que as *Conference Calls* de resultado (informações periódicas) devem realizar-se conforme cronograma prévio, seguindo os espaços de apresentação trimestral (CODIM, 2005).

Deste modo, as *conference calls* de resultado configuram-se como objeto de estudo dessa dissertação, por meio da análise de conteúdo dos questionamentos formulados pelos participantes das *conference calls* de resultados, reportado pelas firmas de capital aberto. Visto que os questionamentos, quase sempre, emergem em decorrência de temáticas divulgadas, apresentadas pela administração e que ainda assim incitaram dúvidas. Motivo pelo qual os executivos necessitam tecer comentários adicionais, caracterizando, portanto, a assimetria de informação.

Além da definição de que o mercado brasileiro funciona mal, devido a estrutura de capital se centrar no majoritário, bem como pelo risco de imparcialidade nas intervenções político-econômicas, razão a qual motivou a realização da pesquisa. Uma vez que a categorização dos temas que mais inquietam o mercado de capitais brasileiro, pode apontar a administração da firma os tópicos que necessitam de mais informações. Como consequência, da ampliação das divulgações pode se aumentar a confiança e reduzir a insegurança do mercado. Destaca-se também, que as partes interessadas, e principalmente o minoritário, e o investidor não institucional, deterá maior conhecimento dos tópicos que merecem maior atenção e necessidade de acompanhamento, a fim de melhor subsidiar as avaliações de sustentabilidade e rentabilidade do negócio.

### **1.1 Contextualização do Problema de Pesquisa**

Diante da separação entre principal e agente, como fator central no estabelecimento da problemática de assimetria de informação: seleção adversa e risco moral. A literatura recomenda a evidenciação de informação, como mecanismo para mitigar esses problemas (LAMBERT, LEUZ e VERRECCHIA, 2011; ARMSTRONG, 2011). Entre as diversas possibilidades de evidenciação encontra-se os *conference calls*, uma vez que a apresentação e discussão dos resultados fundamentam o melhor entendimento do negócio, dado o fornecimento de informações adicionais (BASSEMIR, NOVOTNY e PACHTA, 2013).

Nas palavras de Parmar *et al.* (2010, p. 406), os negócios podem ser entendidos como um conjunto de relações entre grupos que têm interesse na atividade que compõe o negócio, grupo este composto por: clientes, fornecedores, financiadores (acionistas, bancos, detentores de títulos e credores diversos), comunidade e gestores, ou seja, partes interessadas, uma vez que se integram para criar e comercializar valor.

Neste interim, se reconhece que o lucro é característica crítica, haja vista que quase sempre deixa de ser entendido pela administração como resultado, para se tornar o determinante no processo de criação de valor, ainda que por vezes se desconsidere o desempenho moral dos negócios. Desta forma, mediante a separação da propriedade e do controle, o desafio centra-se no executivo, o qual necessita gerenciar e adequar as relações, a fim de maximizar o valor e distribuição para as

partes interessadas (PARMAR *et al.*, 2010; FREEMAN, 2004). Segundo Chen (2018), as *conference calls* têm agregado valor a companhia, ao estudar a interferência no preço das ações identificou-se menor volatilidade, quando o canal é utilizado.

Diante da visão sistêmica que compõe o negócio, os interesses das partes interessadas, combinada aos esforços em resolver problemas de desempenho, cria-se outros potencialmente maiores, uma vez que o comportamento sistêmico é afetado por suas partes constituintes. Freeman, Phillips e Sisodia (2018) esclarece que a relação entre as partes e seus propósitos, encontram-se em objetivos cruzados, uma vez que: funcionários querem trabalhar o mínimo possível com maior remuneração, os clientes buscam os menores preços em todas as operações, os fornecedores maximizar suas margens, os investidores tornam-se especuladores, prontos a deixar o negócio nos primeiros sinais de queda nos lucros e o Estado buscará tributar e regulamentar tanto quanto possível.

Ao passo que esse emaranhado de objetivos cruzados, termina por enfraquecer e degradar a capacidade do sistema (negócio) em cumprir seu objetivo principal, maximizar os lucros, mas, por outro lado, ao se alinhar “valores, normas e ética como mecanismo para um crescimento eficiente e eficaz dentro das organizações” se obtém uma visão “mais ampla sobre seu papel, propósitos e da completa gama de impactos” que esta relação pode levar à toda sociedade (FREEMAN, PHILLIPS e SISODIA, 2018, p. 8).

Em face desta exposição, confirma-se que o valor do investimento se torna dependente de forças alheias a operação primária do negócio (compra e venda), haja vista que sua valorização depende da ação dos indivíduos que comandam a firma. Haja vista que, a autoridade delegada aos executivos (agente) que atuam em nome do proprietário (principal) pode desviar-se do melhor interesse para o negócio, razão pela qual o executivo é monitorado, tendo em vista que suas ações são constantemente avaliadas pelo mercado (JENSEN e MECKLING, 1969).

Portanto, o valor do investimento (negócio) sujeita-se “as fantasias e manipulações características do mercado”, bem como “às grandes oscilações das estimativas que a sociedade faz de seu futuro imediato, tal como este se reflete no nível geral dos valores do mercado” (BERLE e MEANS, 1932, p. 83).

Portanto, a separação do controle e da propriedade possibilitam a emergência do problema de assimetria de informação entre quem assume a gestão em relação a propriedade. Problemática que se estabelece de duas formas: seleção adversa e risco



moral. Na perspectiva do mercado (investidor) a assimetria de informação impede que haja equidade na avaliação da oferta, o que pode levar o investidor a fazer uma escolha que o prejudique (seleção adversa) uma vez que mediante a exposição de informação relevante o preço da opção ajustar-se-ia rapidamente (VERRECCHIA, 1980).

Desta forma, a assimetria de informação impede que as partes interessadas conheçam toda as decisões dos gestores sobre a firma, aspecto que dificulta a avaliação do valor do negócio, por outro lado, o problema do risco moral está relacionado a possibilidade do gestor tomar decisões que o beneficie em detrimento dos interesses dos proprietários (MACAGNAN, 2009).

Neste sentido, a CVM esclarece que a assimetria de informação alcança: omissão material ou divulgação distorcida material, e assim se classificam individualmente ou coletivamente, pois pode influenciar as decisões econômicas que as partes interessadas tomam com base na informação divulgada, no original com base nas demonstrações contábeis. Se esclarece também, que a materialidade depende do tamanho e da natureza da omissão, da divulgação distorcida ou da combinação de ambas, as quais se julgam a luz das circunstâncias que a rodeiam. No entanto, enfatiza-se a necessidade de conhecimento razoável do negócio e das atividades econômicas, assim como as condições mínimas que o possibilite avaliar a informação divulgada e negligente (CVM, 676/2011)

Como agravante da problemática apresentada, destacam-se os estudos que afirmam que os mercados de capitais subdesenvolvidos, funcionam mal, dada concentração do controle societário familiar ou do Estado, bem como pelo risco de imparcialidade nas intervenções político econômica. Nas palavras de La Porta (1999, p. 506) nos países destes mercados, elaboram-se “leis que entrincheiram os acionistas e reduzem os direitos das minorias”, o que reflete um fragilizado sistema de governança, somada a cultura da sociedade estruturada em famílias, e presa a visão de decidir como bem entender sobre o que lhe pertence.

No Brasil a maioria das firmas são em famílias, concentrando o poder de decisão e, portanto, elevando o nível de assimetria de informação entre acionistas majoritários e minoritários (STIGLITZ, 2000; LA PORTA 1999, p. 506; BERLE e MEANS, 1932; ERMEL e DO MONTE, 2018; ZAINI, 2015; VOELCKER, 2018)

Com base nessa exposição teórica, e categórica quanto a maior exposição ao risco do acionista minoritário, esta pesquisa exploratória, parte da predefinição teórica

vinculada ao processo de investir no qual; o investidor é atraído a aplicar suas economias em um projeto (investimento), o qual se estrutura para desenvolver sua atividade principal (operação), com o fim de multiplicar a riqueza (finanças) dos sócios em conformidade com as exigências legais.

Com base nesse racional, a pesquisa estrutura a base das categorias temáticas, as quais se desdobram em subcategorias que objetivam apresentar as ramificações dos temas. Logo, o mapeamento temático e sequenciamento de novos questionamentos, originados de perguntas ou respostas anteriores, pode destacar os temas com maiores indícios de assimetria de informação, bem como destacar o tema que causa mais insegurança no mercado.

Diante do cenário pertencente ao mercado de capitais brasileiro, e como forma de mitigar tais problemáticas, a gestão desenvolve canais de comunicação entre a firma e o mercado, como: relatórios, páginas eletrônicas, rede sociais e *conference call*, por exemplo. Ao passo que se faz necessário que sejam balizadas pela clareza e o equilíbrio do conteúdo informado, a exemplo do segundo, sugere-se que a estruturação das informações considere o conceito estratégico do negócio, de forma a otimizar sua utilidade (BUSHEE, 2018; JEANJEAN, 2015; FIRK, 2020).

Assim, a informação se torna o cerne da problemática, uma vez que mal gerida, instaura-se os problemas fundamentados pela assimetria da informação, seja ele prévio as relações contratuais, momento em que surge a possibilidade de seleção adversa, ou posterior, dado o risco moral, vinculado as ações da administração (GROSSMAN e STIGLITZ, 1980, 1981, 1984 e 2000; AKERLOF, 1970).

Em razão dessas circunstâncias, retoma-se às concepções iniciais que motivaram o estudo, haja vista que o problema de pesquisa se relaciona a necessidade de conhecer quais são as demandas de informações do mercado acionário, uma vez que as políticas de comunicação com o investidor são estabelecidas a partir de estimativas dos controladores e gestores das empresas.

De tal modo, percebe-se que o mapeamento das categorias de informação que emergem os questionamentos realizados nas *conference calls de resultados* podem demonstrar os pontos que mais preocupam a comunidade brasileira de investimentos. Adiciona-se também, a possibilidade de uma melhor leitura das necessidades informacionais para o mercado, de forma a se propor melhoria nas políticas de divulgação, dado o sinal para maior atenção, seja do mercado, dos órgãos regulamentadores, como também para desenvolver ou aprofundar novos estudos.

Considerando tais colocações, as quais compõe o contexto dessa pesquisa, pretendeu-se responder ao seguinte problema: **Quais categorias de informações fundamentam os questionamentos e demonstram indícios de assimetria de informação na discussão do resultado apresentado nas *conference calls* das firmas listadas no mercado de capitais brasileiro?**

## 1.2 Objetivo Geral

O objetivo geral deste estudo consistiu em identificar categorias de informações que fundamentam os questionamentos e demonstram assimetria de informação na discussão do resultado trimestral apresentado nas *conference calls* das firmas listadas no mercado de capitais brasileiro.

## 1.3 Justificativa e Relevância do Estudo

Na revisão de literatura, identificou-se o estudo de Tasker (1998) como o pioneiro no levantamento de categorias temáticas, conforme afirmado por Kaia, Maier e Bohmer (2019). O estudo verifica os temas que formulam os questionamentos realizados em 12 *conference calls* de resultado de empresas do setor de tecnologia, o que resultou em 404 questões analisadas. Diferentemente desse estudo, esta pesquisa alcançou 19 setores da economia brasileira, 76 *conference calls* de resultado e 1.062 temas categorizados.

Um segundo estudo o qual categorizou as temáticas contidas nos questionamentos das *conference calls* de resultado, foi o de Hollander (2010) o qual, restringiu-se a categorizar as questões não respondidas pelos executivos, como forma de mensurar a assimetria de informação. Ao contrário desse estudo, esta pesquisa categorizou todas as questões levantadas nas *conference calls* de resultado da amostra, além de rastrear as questões que emergiram partindo de pergunta ou resposta realizada anteriormente, a fim de mensurar a assimetria de informação.

Outros estudos que se aproximaram desta pesquisa, por utilizarem a seção de perguntas e respostas como objeto de estudo, foram: Graf (2020) o qual verificou a complexidade cognitiva dos diretores executivos. Huang (2019) enfatizou o conteúdo informativo sobre gravações audiovisuais, mais especificamente o resultado provido pelo tom da base linguística. Nesta mesma linha, o estudo de Brockman, (2017) é

mais restrito a analisar os fundos imobiliários. Price (2012) verificou a informatividade incremental das *conference calls* resultado, bem como a reação do mercado correspondente. Diferentemente desses estudos, esta pesquisa se restringiu a categorizar o tema das perguntas, dado que objetivou conhecer as principais inquietações dos representantes do mercado de capitais brasileiro.

Outro estudo que se aproximou desta pesquisa foi o de Oliveira e Pereira (2018) o qual utilizou as perguntas dos analistas das *conference calls* de resultados de 6 firmas brasileiras, a fim de se identificar o que de fato se pretendia saber. Os estudiosos foram suportados pela técnica de hermenêutica. No entanto, este estudo diferencia-se por ser aplicado em uma amostra 68% maior, e com maior número de setores da economia. Também se diferencia por utilizar a técnica da análise de conteúdo na análise das evidências.

Outros estudos, investigaram diferentes aspectos das *conference calls* de resultado, a saber: Bochkay, Hales e Chava (2020) constituiu dicionário para interpretar a confiabilidade da linguagem dos executivos, bem como se a linguagem é informativa sobre o desempenho operacional futuro. Henry, Hu e Jiang (2020) mensurou os ganhos relacionados a medidas alternativas de desempenho (non-GAAP) recebendo maior destaque do que os ganhos convencionais (GAAP). Chen (2018) inovou, ao verificar a intervenção das *conference calls* de resultado no preço da ação, a depender do horário do dia em que elas foram realizadas.

A relevância da pesquisa encontra-se na possibilidade de contribuir no planejamento das *conference calls*, além da possibilidade de adequação das políticas de divulgação pelas firmas ou pela CVM, mas principalmente por propiciar que a política de evidenciação das firmas seja ajustada, assim como para os órgãos reguladores estabelecerem políticas que melhor se ajuste como mecanismo de mitigação de assimetria de informação. .

#### **1.4 Delimitação do Tema**

Este estudo limitou-se a estudar os questionamentos realizados nas *conference calls* de resultado, sem analisar as respostas, ou o conteúdo das apresentações e projeções, ou mesmo a veracidade das informações reportadas, principalmente dada responsabilidade está a cargo do emissor, o estudo também não investiga a origem do questionamento, se provém do relatório da administração, pacote ITR, formulário

de informações trimestrais ou demais relatórios ou divulgações prévias a realização da *conference call* de resultado .

Ressalta-se que a pesquisa não analisará a linguagem empregada pelos participantes na formação das perguntas, seus objetivos ou pretensões. Quanto a análise dos indícios de assimetria de informação, a pesquisa limita-se a analisar os questionamentos realizados na *conference call* do trimestre, ou seja, não se estende a sequência da análise dos indícios desse trimestre, na *conference call* do trimestre subsequente. Em outras palavras, a análise dos indícios de assimetria de informação é iniciada e finalizada em cada *conference call* de resultado.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

Neste capítulo são abordados quatro grandes tópicos com o objetivo de dar suporte conceitual aos argumentos expostos neste estudo. Desta forma, o primeiro tópico é sobre a estrutura de propriedade composta por acionistas controladores e minoritários. Na sequência apresenta-se as problemáticas da assimetria de informação, no tópico seguinte aborda-se sobre *Disclosure* e prestação de contas, e na sequência, aborda-se a relação com investidor e revisão de estudos empíricos envolvendo as *conference calls* de resultado.

### 2.1 Acionistas Controladores e Minoritários

Os estudos citados na composição deste tópico, e que abrangem a estrutura de propriedade e controle das firmas brasileiras de capital aberto, revelam um elevado grau de concentração de capital votante.

Nas palavras de Leal (2002, p.7), “mesmo nos casos em que não há acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significativa dos direitos sobre voto e a firma é, geralmente, controlada por seus três maiores acionistas”. Ermel e Dumont (2018) identificam que, em média 65%, do capital das firmas brasileiras é detido pelos 5 maiores acionistas e que o controle é majoritariamente exercido por firmas familiares.

Neste contexto, a Lei 6.404/76 no art.116, define acionista controlador, aqueles que vinculados “por acordo de voto, ou sob controle comum”, sejam assegurados o direito “a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral”. De modo a “eleger a maioria dos administradores” da firma, para que assim, obtenha o poder para dirigir as atividades sociais, bem como o de orientar o funcionamento da firma. Destaca-se, portanto, que o poder adquirido seja provido com o fim de que a firma realize e cumpra seu objeto e função social, vinculando-se a esse, o dever e responsabilidade para com os minoritários e demais partes interessadas, “cujos direitos e interesses” devem “lealmente respeitar e atender”.

Assim, a estrutura de propriedade concentrada, responde pela possibilidade de conflito de interesses nas firmas brasileiras, que se estabelece entre acionistas controladores e minoritários (SILVEIRA, 2014). Logo, esta condição, normalmente imputa dificuldades ao mercado, em especial ao minoritário, dada as práticas de

nepotismo e a gestão em prol do favorecimento dos familiares, que costumam fazer parte da gestão mais bem remunerada e justificada por laços que remetem a lealdade e confiança (VOELCKER, 2018).

Ressalta-se, portanto, que a concentração de propriedade pode desencadear o efeito do entrincheiramento, decorrente da extração de benefícios custeados pelo acionista minoritário, como resultado da piora no desempenho da firma (GRANDO, 2014).

Leal (2002) explica que os benefícios privados ao controle, expropriam os minoritários, por consequência, reduz o patrimônio dos controladores, dada queda nos investimentos, causa da desvalorização das ações sem direito a voto. Assim, o autor complementa o entendimento da necessidade de o investidor deter participação grande o suficiente para dirimir a desproteção legal e assim, monitorar os executivos da firma.

Por outro lado, Caixe e Krauter (2013, p.152) afirmam que a concentração de propriedade impacta positivamente o valor de mercado devido à possibilidade de monitoramento eficaz, o que indicaria maior alinhamento dos interesses entre os acionistas e a administração. Porém, ainda segundo os autores, na visão do mercado, permanece a incidência de expropriação de riquezas, dado aos efeitos do entrincheiramento. Logo, para o mercado, o domínio do processo decisório pelo controlador, pode reduzir o valor de mercado da firma.

Peixoto e Buccini (2013) constataram que apesar da permanente concentração de controle e propriedade em poder do majoritário, a estrutura societária tem alterado, visto que firmas familiares cedem espaço para acionistas institucionais, estrangeiros e pulverizados. Destaca-se também, a alteração na Lei 6.404/76 quanto ao percentual de emissão de ações sem perda de controle, onde inicialmente limitava-se a 16,3% do capital total e, posteriormente, a Lei 10.303/2001 estabelece que o controle pode ser mantido com um mínimo de 25,5% do capital total. Apesar desta mudança se aplicar a firmas constituída após a promulgação da nova Lei, permaneceu a regra antiga para firmas constituídas antes dessa, ainda assim, o estudo constatou que a evolução na estrutura societária melhora o desempenho e o valor da firma.

Alterações também foram providas pela atuação da B3, Brasil, Bolsa e Balcão ao instituir o Novo Mercado, segmento que admite a participação exclusiva de firmas capitalizadas por ações ordinárias, fato que indicia transformação no mercado. Um dos princípios inovadores foi a adoção de forma voluntária, visto que, parte da firma a

formalização do contrato com a bolsa. Entre os termos de aceitação, consta as regras de governança e opção por arbitragem na solução de conflitos societários, o que sinaliza maior segurança ao mercado (CARVALHO, 2014; GRIVOYANIS, 2017; BRIANO e RODRIGUEZ, 2016; ROSSONI e MENDES, 2019).

Desta forma, nos últimos anos, a B3 teve como objetivo o aumento no nível de divulgações de informações e negociações. Desta maneira, foi definido pelo regulamento do novo mercado (B3, 2017) o dever de: instalar comitê de auditoria a fim de assessorar o conselho de administração, avaliar as informações trimestrais (demonstrações intermediárias ou financeiras) bem como o avaliar e monitorar as exposições de risco da firma. Por conseguinte, ainda se obriga a posse de meios que monitore, corrija e aprimore, as informações e as políticas de transações a partes interessadas, bem como ao cumprimento de dispositivos normativos aplicáveis a firma. Também se institui o dever de divulgar informações sobre; atos e fatos relevantes, renúncia ou destituição de conselheiros de administração ou diretores estatutários, comunicado de resultados (*press release e conference calls*).

Em face ao apresentado, o conflito entre o controlador e o minoritário no Brasil apresenta-se como elementos da emergência de assimetria de informação, razão pela qual necessita-se de mecanismos de divulgação para a sua redução.

## **2.2 Assimetria de Informação**

Ao considerar a assimetria de informação no âmbito societário, é importante enfatizar que o problema ampliou possibilidade e intensidade de surgimento, quando houve “o divórcio entre a propriedade e o controle”. Isso quando o proprietário (fundador da firma), transfere o poder de decisão ao executivo (administração da firma) o qual passa a controlar as operações, antes comandada exclusivamente pelo primeiro. Ainda, essa situação “envolve quase necessariamente uma nova forma de organização econômica da sociedade” o que estimula direcionar o foco de atenção para as decisões do executivo, visto que juntamente com o poder delegado, pode emergir o risco moral, dada possível sobreposição do interesse pessoal em detrimento ao interesse da firma. Aspectos estes, propulsores dos problemas de assimetria da informação, frente ao risco que envolve a relação contratual com a firma (BERLE e MEANS, 1932, p. 28-29; JENSEN e MEKLIN, 1976).



Ao levar em consideração a reestruturação societária, é importante situar a existência dos elos centrais entre, os proprietários e seus executivos: a confiança e a delegação, uma vez que são “Instituições sociais projetadas para evitar” os problemas de assimetria de informação (ARROW, 1963, p. 946).

No entanto, é importante salientar, que o projetado talvez não se realize, causa que incita a elevação do expoente sobre a incerteza e por sua vez, havendo incerteza a “informação ou o conhecimento se torna uma mercadoria como outras mercadorias” detentoras de “um custo de produção, custo de transmissão, e então naturalmente não é espalhada por toda população, mas concentrada entre aqueles que podem lucrar mais com” sua posse (ARROW, 1963, p. 965). Apesar de que não se pode esquecer, o que motiva a principal função da firma, prover lucro, sendo que a “própria palavra, “lucro”, é um sinal que nega a relação de confiança (ARROW, 1963, p. 966).

Dessa maneira, a assimetria de informação pode promover condutas inapropriadas quando o foco é a vantagem pessoal, seja do majoritário detentor de mais poder ou do executivo detentor do controle, frente ao dano proposital ao minoritário, uma vez que nesta situação, a “ética certamente não seja tão absoluta na verdade, como é em teoria”, razão pela qual permite a ocorrência dos problemas de seleção adversa e o risco moral (ARROW, 1963, p. 950).

Akerlof (1970) conceitua seleção adversa, ao evidenciar que o problema é apresentado antes da formalização do contrato e é fundamentado pela assimetria de informação, a qual prejudica as partes interessadas, as quais são impedidas de obter justa precificação. Diante da incerteza causada pela assimetria de informação, o dano se estende a toda comunidade que cotidianamente formaliza contratos, desencadeando a possibilidade de desvalorização da ação adquirida, na medida em que há o risco de se efetuar escolhas não tão promissoras ou de pior qualidade (MACAGNAM, 2007).

No contexto de mercado de capitais é admissível afirmar que a assimetria de informação é dada na medida em que a administração tem mais informação em relação as partes interessadas, as quais dificilmente deterão o volume desejável de informação. Por conta disso, desencadeia-se limitações em relação a valorização da firma (VERRECCHIA, 1983; MACAGNAM 2009).

De igual forma, ocorre com a comunidade local onde a firma se estabelece, a qual não tem condições de avaliar, por exemplo, a perenidade da firma, fator de risco

concentrado, principalmente em regiões menos desenvolvidas, com poucas opções de emprego e dependente economicamente do número limitado de firmas.

Conforme Akerlof (1970, p. 493), a majoração dos planos de saúde de idosos, em decorrência da quase certeza de que o seguro será acionado com mais frequência, destaca que apesar dos “riscos envolvidos em cuidados médicos” concentrados no; “o risco de adoecer, e o risco de recuperação total ou incompleta ou retardada”, a seguradora não tem garantia de que um jovem não ocorra de forma contrária, tão pouco que inexista predisposição para o desenvolver de mazela incurável ou que demande tratamento de alto custo. Ao passo que, o contratante tenha mais condições de avaliar sua incidência de utilização. Assim, a “seleção adversa está potencialmente presente em todas as linhas do seguro” (ARROW, 1963, p. 959).

Convém destacar o ponto oposto desta relação formalizada, o segurado, o qual assume posição de fragilidade decorrente ao risco da recusa de tratamento imperativo, dado por mazela causada por erro médico, por exemplo, e ocasionada em prestação do serviço emergencial. Nesta situação, a seguradora pode utilizar-se de todos os meios para reduzir ou eliminar o elevado custo com este segurado, mesmo que o agravo tenha aniquilado sua autonomia. Situação que vai ao encontro do não se importar com a qualidade do serviço, ou com que seria melhor para o segurando, exponenciando as sequelas ao paciente, e assim, a incidência do risco moral, uma vez que a seguradora prioriza o melhor resultado para o que possui maior poder de decisão (ARROW, 1963; AKERLOF, 1970).

Voltando as concepções iniciais da reestruturação societária e a suposta instituição social de confiança e delegação, convém destacar que mesmo com todo o desdobramento literário decorrente ao desequilíbrio causal da assimetria da informação, desde a publicação clássica de Berle e Means (1932) os estudos ainda constata, os prejuízos causados a firma, justamente por quem é instituído para gerar valor. Easley e O'hara (2004) atestam o afirmado, uma vez que nos achados destes pesquisadores, a administração direciona os comandos da firma em desacordo com os interesses dela.

Logo, pode haver prejuízos quando as partes interessadas (investidor) têm ciência desta postura, visto que a não conformidade dessas ações aumentam o custo de capital, o que comprova a relevância desempenhada pela informação na gestão dos portfólios de investimento, principalmente, quando o investidor acompanha as

atualizações do mercado, habilitando-se a exercer maior cobrança sobre o conselho de administração, que admite esse tipo de conduta.

Em razão dessa admissão, e ao considerar o retorno obtido pelo investimento, a literatura acolhe a impossibilidade de se obter retorno acima da média por tentativa de prever preços futuros. Por esta razão as partes interessadas, tendem a evoluir em consciência da necessidade de obter informação não somente em quantidade, mais principalmente informação de qualidade (JENSEN, 1969). Consciência que fundamenta a primazia da informação para além da teoria, visto que a assimetria de informação ajuíza os danos pelos desvios de conduta.

Por outro lado, a mitigação da assimetria de informação reduz incertezas, o que reflete na possibilidade de um menor custo de capital (HUGHES, LIU e LIU, 2007). A redução da assimetria de informação também contribui para aumento da liquidez dos ativos. Portanto, o aumento no nível de divulgação, em volume e em qualidade, com maior número de investidores, possivelmente resultará em retornos acima do previsto (LAMBERT, LEUZ e VERRECCHIA, 2011; ARMSTRONG, 2011).

Soma-se a isso, a capacidade de interpretar as informações divulgadas, assim como a qualidade que propicie interpretação adequada, especialmente da informação contábil, visto que exerce influência sobre custo de capital; diretamente, quando os participantes do mercado compreendem a distribuição do fluxo de caixa futuro, e indiretamente quando a qualidade das demonstrações contábeis afeta a covariância do fluxo de caixa da firma. Como resultado, a qualidade da informação favorece a constante busca por valorização das ações, bem como a ocorrência de grandes aquisições de ações quando a assimetria da informação é diluída, causa do aumento da liquidez e da otimização da relação risco e retorno, o que confirma sua valorização perante o mercado (LAMBERT, LEUZ e VERRECCHIA, 2007; DIAMOND e VERRECCHIA, 1991).

Outro aspecto relacionado a capacidade das informações contábeis ou históricas, referem-se por contribuírem com as estratégias de negociações lucrativas (retornos excedentes). Benefício comprovado pelos resultados estatísticos, os quais sugerem ser perfeitamente possíveis, desde que a informação contábil seja crível e de qualidade, ao passo que as partes interessadas, usufruam do seu potencial norteador quanto as opções de investimento. Dessa maneira, o investidor informado, arca com custos para se estruturar de informações que aumentem a segurança e a

rentabilidade de seus ativos, para que assim, reduza o custo de capital (HUGHES, 2004; HOLTHAUSEN e LARCKER, 1992).

Diante de peso provido pela informação, e ao considerar a definição da palavra, informação, expressa no dicionário Houaiss (2001) a qual representa um conjunto de conhecimentos reunidos sobre determinado assunto, fato de interesse geral a que se dá publicidade, ato ou efeito de informar, dar ciência, conjunto de informes (documentos ou observações) aos quais, analisados, integrados e interpretados, habilitam o gestor (no original comandante) a tomar decisões seguras a uma linha de ação, é a conduta da manobra.

Nesse sentido, é possível afirmar que na ausência do conhecimento da informação, certamente o gerenciamento se conduzirá a tomar decisões fracassadas, seja por desconhecer a norma (direito), as diretrizes que regem o negócio (investimento) ou quanto a operação da firma, danos esses, vinculados a assimetria de informação. Portanto, a assimetria de informação, impede o cumprir da função ou significância da informação, em outras palavras, é por meio da informação que o problema é disseminado, dando ciência de sua existência, para que assim se estruture uma solução, a qual será publicada a fim de gerar os benefícios propostos.

Devido a isso, é possível afirmar que a informação é o arcabouço para as definições estratégicas que regem o sistema econômico, assumindo função de controle, de forma que o não reconhecimento de sua estima, seria o mesmo que em analogia ao corpo humano, negligenciar que a ausência de oxigenação através do sangue e dos tecidos, não lesionará o todo, mais principalmente, o cérebro (central de comando e controle de todo sistema). Mais especificamente tratando do mercado de capitais, esta lesão é reconhecida como problema intrínseco ao mercado, uma vez que a assimetria de informação, nos diferentes níveis (intensidade e especificidade) entre as partes interessadas, causa danos ao valor da firma, por consequência, aumenta o custo na captação de recursos. Assim, a assimetria de informação, partindo da relação da firma com o mercado, pode deteriorar o elemento essencial de sua existência, o lucro, uma vez que a informação imprecisa ou desconhecida, impede que medidas estratégicas sejam aplicadas tempestivamente, prejudicando a administração e o controle da atividade produtiva (VERRECCHIA, 1980; LAMBERT, LEUZ e VERRECCHIA, 2011).

Ao direcionar para ordem normativa, Coase assegura que a firma deixou de depender apenas do mercado no aspecto socioeconômico, pois é o direito que pode

garantir “segurança e a estabilidade nas relações jurídicas necessárias à produção e à circulação de bens e serviços” (COASE, 2016, p. XIII).

Desta maneira, tais considerações apontam que a assimetria de informação, quase sempre imputa uma ampla gama de prejuízos as partes interessadas. No entanto, o valor de mercado da firma, depende de como as informações econômico-financeiras são fornecidas ao mercado, uma vez que é embasado em informações que o indivíduo faz escolhas (PARMAR *et al.*, 2010). Portanto, o principal meio de se proteger dos efeitos danosos causados pela assimetria de informação é pela obtenção da informação verdadeira, plenamente, e inquestionável, motivo pelo qual as partes interessadas apresentam suas inquietações nas *conference calls* de resultado.

### 2.3 DISCLOSURE: PRESTAÇÃO DE CONTAS

Esta seção tem por objetivo apresentar as vertentes que fundamentam os questionamentos realizados nas *conference calls* de resultados, partindo do objeto de análise, a informação contábil divulgada para a relação da firma com a comunidade de investimentos e o mercado.

A aprovação da Lei 6.404/76 não apenas estabeleceu o dever de informar com clareza a situação e as mutações patrimoniais da firma, art. 176, como também versou em favor do acionista, quando instituiu a ele o direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, art.109 na assembleia geral ordinária. Para tanto, os acionistas devem ser comunicados, até 1 mês antes da realização desta, os quais devem receber:

- (i) - o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo;
  - (ii) - a cópia das demonstrações financeiras;
  - (iii) - o parecer dos auditores independentes, se houver.
  - (iiii) - o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e
  - (iiiii) - demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.
- (Lei 6.404/76 art.133)

Desta forma, a lei se estrutura, a prover mecanismos que possibilite se tomar as contas dos executivos (administradores). Uma vez que com a divulgação do conjunto de demonstrações listadas, os acionistas possuem subsídio material, ou informacional, que possivelmente o embase de suas avaliações. Ademais, as demonstrações contábeis devidamente auditadas e com o parecer do conselho fiscal, fornecerão maiores detalhes quanto a operação, contribuindo com a melhor

compreensão do material e das exigências pertencentes a prestação de contas anual (Lei 6.404/76, art. 163).

Em seguimento ao definido pela Lei basilar, apresenta-se os preceitos do CPC 22, os quais versam sobre o dever de prover informações que permitam as partes interessadas, meios para avaliar a natureza e os efeitos financeiros e econômicos das atividades do negócio em que operam. Foi que a comissão de valores mobiliário (CVM, 2009) normatizou que além da entrega de informações anuais, é preciso enviar trimestralmente, mais precisamente, 45 dias da data de encerramento do período as demonstrações contábeis e informações adicionais. Paralelamente, é preciso disponibilizar o material na página de internet da firma (canal de RI, relação com investidor) (CVM, 480).

De forma que a instrução CVM 480/2009, no art. 21, instituiu o dever de apresentar ao fim do trimestre, documentos com informações, a saber:

- (i) formulário cadastral;
- (ii) formulário de referência;
- (iii) demonstrações financeiras;
- (iv) formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP;
- (v) formulário de informações trimestrais – ITR;
- (vi) proposta da administração sobre os temas a serem deliberados em assembleias gerais ordinárias, nos termos e prazos estabelecidos em norma específica;
- (vii) sumário das decisões tomadas na assembleia geral ordinária, no mesmo dia da sua realização;
- (viii) ata da assembleia geral ordinária, em até 7 (sete) dias úteis de sua realização, acompanhada das eventuais declarações de voto, dissidência ou protesto.

Desta forma, a instrução CVM 676/2001 define a base para a apresentação das demonstrações contábeis, estabelece, portanto, requisitos gerais de apresentação, diretrizes para a estruturação, bem como requisitos mínimos de conteúdo, que não evitam a assimetria de informação. No entanto, exige-se que as demonstrações contábeis apresentem as partes interessadas a apropriada posição financeira, patrimonial (investimento), o desempenho operacional, e os fluxos de caixa da firma. Visto que, as várias atividades, transações e eventos, refletidos nas demonstrações divulgam os componentes atrelados ao desempenho, aos quais, ajudam na

compreensão do “desempenho alcançado e a fazer projeções de futuros resultados” (Item 86) (CVM, 2001).

Atinente ao conteúdo, e considerando que a IN 676/2001 trata dos componentes das demonstrações contábeis, a saber: balanço patrimonial, demonstração do resultado e resultado abrangente, demonstração das mutações do patrimônio líquido, demonstração do fluxo de caixa e notas explicativas. A última abrangendo informações adicionais que objetivam favorecer a previsão “dos futuros fluxos de caixa, e em particular, a época e o grau de certeza de sua geração”. Composta por informações quanto: a divulgação de políticas contábeis, fontes de incerteza nas estimativas, capital e instrumentos financeiros com opção de venda classificados no patrimônio líquido.

De forma que em suma, o item 134, expressa que a firma deve divulgar informações que permitam as partes interessadas avaliar seus objetivos, políticas e processos de gestão de capital. Para o atendimento desse fim, o item 135 especifica:

(a) informações qualitativas sobre os seus objetivos, políticas e processos de gestão do capital, incluindo, sem a elas se limitar, as seguintes:

- (i) descrição dos elementos abrangidos pela gestão do capital;
- (ii) caso a entidade esteja sujeita a requisitos de capital impostos externamente, a natureza desses requisitos e a forma como são integrados na gestão de capital; e
- (iii) como está cumprindo os seus objetivos em matéria de gestão de capital.

(b) dados quantitativos sintéticos sobre os elementos incluídos na gestão do capital. Algumas entidades consideram alguns passivos financeiros (como, por exemplo, algumas formas de empréstimos subordinados) como fazendo parte do capital, enquanto outras consideram que devem ser excluídos do capital alguns componentes do capital próprio (como, por exemplo, os componentes associados a operações de *hedge* de fluxos de caixa);

(c) quaisquer alterações dos elementos referidos nas alíneas (a) e (b) em relação ao período precedente;

(d) indicação do cumprimento ou não, durante o período, dos eventuais requisitos de capital impostos externamente a que a entidade estiver ou esteve sujeita;

(e) caso a entidade não tenha atendido a esses requisitos externos de capital, as consequências dessa não observância.

Essas informações devem basear-se nas informações prestadas internamente aos principais dirigentes da entidade.

Desta forma, a norma pretende proporcionar as partes interessadas o arcabouço acerca da posição patrimonial e financeira, do desempenho e dos fluxos

de caixa da entidade, além de apresentar os resultados da administração tendo em vista os deveres e responsabilidades na gestão dos recursos delegados (CPC 22; CVM 676/2011).

Em face ao atendimento das obrigações acessórias, condicionadas a negociação de valores mobiliários, bem como ao propósito de captar a preferência do investidor, como também para manter o acionista, é que a firma realiza trimestralmente a reunião de resultados com a comunidade de investimento (IBRI/2007).

Evento o qual o art. 30 da instrução CVM de n. 480 configura como divulgação de informação eventual, sujeita ao envio do material no mesmo dia da reunião com analistas e agentes de mercado (partes interessadas). Nesse contexto, a deliberação CVM 676 instruiu que os comentários adicionais as demonstrações contábeis, considerem: os principais fatores que determinam o desempenho, as alterações mercadológicas e a resposta da firma a seus efeitos, bem como a política de investimentos para manter e melhorar o desempenho, assim como as fontes de financiamento e respectiva relação pretendida, objetivando ajudar as partes interessadas a estruturar suas projeções quanto ao investimento.

No tocante ao regulamento do novo mercado (2017), a B3 define que a firma deve divulgar em consonância a regulamentação CVM que dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre atos e fatos relevantes, sempre em português e inglês, também deve divulgar sobre as ocorrências na estrutura do conselho de administração. O Art. 27, especifica as seguintes informações: (i) fatos relevantes; (ii) informações sobre proventos; (iii) comunicação de seus resultados (*press release* de resultados). Seguidamente, em até 5 dias úteis após a divulgação dos resultados trimestrais, a firma deve apresentar seus resultados presencialmente, ou por meio de *conference call* ou qualquer outro meio que permita a participação a distância dos interessados (Art. 28).

O regulamento também expressa o dever de divulgar, até o dia 10 de dezembro de cada ano, calendário anual referente ao ano seguinte contendo no mínimo, as datas dos eventos:

- (i) divulgação das demonstrações financeiras anuais completas e das demonstrações financeiras padronizadas (DFP);
- (ii) divulgação das informações trimestrais (ITR);
- (iii) realização da assembleia geral ordinária (AGO); e
- (iiii) divulgação do formulário de referência

(REGULAMENTO DO NOVO MERCADO (B3), 2017)



Quanto ao emissor da informação, Berle e Means (1932) favorece o entendimento do ambiente que configura as relações da firma com o mercado, bem como, os pontos que podem incitar o conflito de interesse. Na obra, os autores fundamentam que originalmente a firma era composta pelo sócio fundador, o qual associa suas contribuições individuais de capital, para organizar e manter um empreendimento. Pela decisão de empreender e por consequência de arriscar seu capital, o proprietário equipara-se ao dono da terra, em decorrência do esforço aplicado para obtenção de receita, destaca-se também, que a propriedade vai além da estrutura física, uma vez que atende parte das necessidades da sociedade envolvida no processo e que viabilizam o cumprir da função da firma.

Para o cumprimento da função da firma, a conversão de insumos em produtos, alimenta e retroalimenta o sistema econômico, ao passo que se torna imperioso demandar atenção no gerenciamento dos custos imputados por cada contrato firmado e basilares para a definição do tipo de produção, se vertical (interna) ou horizontal (mercado). Razão da evolução tecnológica na gestão dos negócios, a fim de melhorar a competitividade dada a diminuição dos custos de transação, inevitáveis na operação da firma, portanto, os custos emergem inicialmente, na prospecção dos interessados em negociar, na formalização e monitoramento do acordado (COASE, 2016). Nesse sentido pode-se afirmar que as *conference calls* de resultado tendem a favorecer o custo da informação.

Nesse contexto, à atuação transparente da administração (executivos) pode solidificar a relação de confiança, essa, com importância reconhecida por Akerlof (1970). Em suas palavras a confiança apresenta-se, “como garantia informal ou não escrita, e pré-condição para os negócios, pois, à medida que é identificada pode diluir a dificuldade em distinguir a boa qualidade da ruim”, bem como os possíveis custos adicionais causado pela informação não divulgada (AKERLOF, 1970, p. 500). Portanto, ao grau que se negligência a existência do custo de informação as operações podem tornar-se extremamente dispendiosas, ou de qualquer modo, custosas o suficiente para inviabilizar muitas operações (COASE, 2016, p.114).

Ainda nas palavras de Coase (2016, p. 149) “as decisões empresariais individuais, e uma vez que o emprego de determinados recursos não é levado em conta nos custos operacionais, as receitas sofrem uma redução com o mesmo valor”, em vista dessa redução é praticamente certo que o lucro se dissolva, assim como o valor do intangível. Portanto, convém enfatizar que o crescimento gerado pela

eficiência produtiva, passa a depender de fatores alheios a produção, aos quais combinados e relacionados ao comando da firma, redirecionam os vetores do mercado e sujeitos a constante avaliação. Este dinamismo, pode ameaçar a desejosa ampliação da riqueza individual, principalmente, ao considerar a revolução atribuída ao surgimento da sociedade anônima, marco na transformação social dada a possibilidade de os proprietários passivos ampliarem suas rendas, em vista do recurso colocado à disposição da firma (BERLE e MEANS, 1932).

Com o fim de atenuar as externalidades, quase sempre inevitáveis, é que o estado age como interventor nas relações entre os agentes do mercado, uma vez que é o principal mandatário na regulação do sistema econômico. No entanto, é preciso atender-se aos respondentes do estado, ou do direito, no qual ao serem informados da existência de um problema, podem ou não, arbitrar com o fim de mitigar as arestas com neutralidade (sem viés de interesse). Neste sentido, é esperado que o estado arquitete uma estrutura jurídica que assegure a propriedade privada e a estabilidade das relações jurídicas, e assim permita o bom andamento das operações de mercado (COASE, 2016).

Na relação da firma, quanto a perspectiva do Estado em assegurar a propriedade privada e a estabilidade das relações jurídicas, observa-se possíveis pontos que necessitem a intervenção do Estado, partindo do ato constitutivo da firma, como é elaborado por iniciativa da firma (fundador) a segurança jurídica do proprietário passivo (quase sempre o acionista minoritário) nasce fragilizada, dada a prevalência dos interesses do proprietário ativo, no Brasil, quase sempre majoritário. Por outro lado, à medida que aumenta a dispersão societária o poder originalmente centrado no majoritário, é transferido para os representantes dessa configuração societária. Desta forma, e em consequência da evolução da reestruturação societária, é que o Estado, que em certa medida pode controlar os possíveis danos, dada a intervenção nesta relação via aprovação de regulamentação (BERLE e MEANS, 1932; COASE, 2016; VOELCKER, 2018; GRANDO, 2014).

Em suma, as vertentes listadas nesta seção, estruturam-se com a firma ao centro, o Estado como alicerce regulamentar da informação e das relações, e por fim o mercado, ajuizador das ações da administração. Desta forma é possível compor o cerne do discutido nas *conference calls* de resultado, uma vez que as definições apresentadas se concentram na avaliação performática do investimento, seja quanto a posição financeira ou quanto a perspectiva operacional. Em linha com o princípio

básico definido no CPC 22, o qual a firma “deve divulgar informações que permitam” as partes interessadas “avaliarem a natureza e os efeitos financeiro das atividades do negócio nas quais está envolvida e os ambientes em que opera” (CPC 22, 2009 p.1).

## **2.4 Relação com Investidor: Conference Calls de Resultado**

Nesta seção apresenta-se a origem da relação com investidor, as possíveis interveniências providas no mercado, bem como os reflexos gerados junto à comunidade de investimentos, paralelamente, apresentam-se a *conference call*, ferramenta que tem provido inovação em toda a coletividade, e em especial para com as relações da firma, objetivando assim o melhor entender, da adaptação aplicada ao tradicionalismo normativo.

As primeiras identificações do profissional de relação com investidor surgiram no século XVII, na Companhia Holandesa das Índias Orientais (IBRI, 2013). Apesar de não ser unanimidade, é considerada a primeira companhia de capital aberto que existiu. Nas palavras de Morck (2005, p. 21), “a Holanda tem o mercado de ações mais antigo do mundo”.

Logo, após a segunda guerra mundial, o avanço econômico vivenciado principalmente nos Estados Unidos, demanda a urgência de preservar e fomentar capital, dada a escassez de recursos financeiros exigida para o momento, surge então, o profissional de relações com o investidor (IBRI, 2013).

No Brasil, sua atuação é identificada nas décadas de 1970 e 1980, ganhando força com o surgimento da CVM, que desde então (1976) versa a obrigatoriedade de manutenção de uma diretoria, hoje definida como DRM Diretoria de Relação com o Investidor, presente em toda companhia de capital aberto (IBRI, 2013). Na década de 1990, o controle inflacionário favorece o desenvolvimento econômico do país, e com ele surge a necessidade de captar recursos internacionais, por consequência, a relação com o investidor evolui, de imposição legal para atuação com propósito (CARVALHO, 2014; IBRI, 2013).

Com isso, emerge a relação com o investidor, definida pelo (IBRI) Instituto Brasileiro de Relação com investidor, por “um conjunto de atividades, métodos, técnicas, e práticas” administradas com o “propósito de estabelecer uma ligação, entre: a administração da firma, os acionistas e os demais agentes do mercado de capitais”.

Este conjunto de técnicas se auxiliam do conhecimento integrado das áreas de contabilidade, jurídica, planejamento estratégico, comunicação e finanças, para que assim, atenda os pré-requisitos que viabilizem a prospecção de investimentos e a materialização de um mercado de capitais fortalecido. Adiciona-se a isso, a posição desafiadora para a relação com o investidor, dada a cultura instituída pela figura do dono, e pelo predomínio do capital estruturado na família, não habituado a condição de prestar contas e a cumprir exigências de como administrar (POLASTRINI *et al.*, 2013).

Fato que exige do profissional de relações com o investidor, reestruturar essa cultura e contribuir com o aprimoramento desta relação que deve ser pautada por comportamentos éticos e transparentes, uma vez que o respeito ao investidor e ao mercado são imperativos.

Também se exige deste profissional, a compreensão do funcionamento e o posicionamento da firma no setor que pertence, bem como das fortalezas e debilidades que interfiram na operacionalização do negócio, em comparação a posição dos principais concorrentes, requisitos que compõe a lista do domínio exigido à área de relação com o investidor (POLASTRINI *et al.*, 2013).

Deste modo, como porta voz nas comunicações oficiais da firma para com o mercado, a relação com o investidor promove diferenciação para além do cumprimento legal estabelecido, visto que sua performance tende a incrementar as melhores práticas de comunicação, ampliando eficientemente a equidade de conhecimento (UPTON, 2018). Desta forma, se pretende atingir as expectativas dos investidores, os quais aumentam a disposição a investir, independentemente do tipo de resultado que os diretores apresentem previamente (ainda que pelas redes sociais) para elucidar os fatos (ELLIOTT, 2018).

Diante deste contexto, à área de relações com o investidor retroalimentará a firma com as reações observadas frente ao informado explanando “aspectos que podem representar ganhos ou perdas de vantagem competitiva” (POLASTRINO, 2013, p. 13). Dado que, em todo o mundo foi estabelecida a rotina de divulgar informações para a comunidade de investimentos. Apesar de que diferentes países formalizam múltiplas formas de se comunicar com os investidores em termos de conteúdo, tempo e canais (RODRIGUES e GALDI, 2017).

No geral, a literatura possibilita perceber unidade quanto ao objetivo central de otimizar a relação com as partes interessadas, dada a valorização de informação.

Afirmação em linha com Camiciotoli (2020) o qual defende que a informação precisa ser objetiva, clara, tempestiva e com qualidade, pode diluir os problemas advindos pela assimetria de informação. Logo, a informação bem gerida pelos profissionais de relação com o investidor promove benefícios a firma.

No Brasil, as políticas de divulgação de informação, ordenam que os administradores zelem para que a firma cumpra a regulamentação do mercado de valores mobiliários, ao exigir compromisso em fornecer informações tempestivas ao pronto atendimento do exigido. Dentre as exigências, a instrução CVM de n. 480, responsabiliza o diretor de relações com investidores em prestar informações legais e comentar os aspectos econômicos e financeiros da companhia (CVM, 2009).

Esta definição objetiva que a norma seja aplicada em consonância às práticas saudáveis e estabeleça comunicação eficiente (sem ofuscar a verdade) de forma se constatar o atendimento às principais vertentes impostas pelo mercado nacional e internacional, o segundo, de elevado grau de exigência (MAMA e BASSEN, 2017) .

Mama e Bassen (2017) sustentam que a relações com investidor com alto nível de qualidade aumenta a proteção do investidor e a visibilidade da firma. Bem como os estudos de Straub (2018), os quais afirmar que a relação com o investido restringe a alocação negligente dos ativos. Logo, melhora a transparência, que por conseguinte fortalece as relações com o mercado.

Nas palavras de Laskin (2018, p. 339), “a comunicação de informações financeiras de uma corporação aos seus acionistas está vinculada à separação de gestão e propriedade, separação essa, que causou o desenvolvimento gerencial” .

O que permite concluir que a informação agrega valor ao investimento, além de gerar benefícios a firma que tenha sofrido sanções, benefícios que também são providos pela mediação da relação com o investidor. Acrescenta-se também, que as divulgações agem positivamente nos preços, reação favorável a orientações mais precisas que superam expectativas, por consequência, se provê benefícios como: retorno anormal, melhor liquidez e maior atenção dos analistas (BOURVEAU, 2017; ESTERHUYSE, 2019).

Ainda convêm destacar os benefícios providos pela transparência, Bradley (2017) constata diminuição da probabilidade de falsas declarações financeiras, como também, redução em excessos, ou seja, em negligências da administração da firma, uma vez que a comunidade de investimentos monitora e limita o oportunismo gerencial (risco moral). Transparência que tende a ampliar com as *conference calls*,

dada a possibilidade de estreitar a relação da firma com as partes interessadas, devido a oportunidade de questionar os pontos duvidoso. Logo, fazem-se presentes a fim de monitorar a atuação da administração.

Em advento as inovações tecnológicas, a *conference call* é ferramenta adotada para a realização de reuniões públicas, amplamente utilizada na divulgação de resultados e fatos relevantes ao mercado. Uma das virtudes da ferramenta, consiste na possibilidade de unir dois ou mais agentes distantes fisicamente, tendo em vista que se transmite som e imagem (POLASTRINI, 2013). Diferenciando-se da reunião tradicional, a formalização da presença nas *conference calls* ocorrerem virtualmente, sendo permitido interagir com os que à integram fisicamente, devendo ser apresentada em português, com tradução simultânea quando houver participantes estrangeiros (POLASTRINI, 2013).

Pelas diretrizes do Comitê de orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM) toda *conference call* deve ser pública, sendo do conhecimento de todos a linha telefônica, e-mail, *webcast* ou endereço na internet disponível para acesso, sendo composta e dividida em: anúncio de abertura - convocação, apresentação e detalhamento dos itens da pauta, na sequência tem a abertura para perguntar, onde todas devem ser respondidas.

Esta configuração explica a expansão na aceitação da ferramenta como meio para realizar os diversos tipos de divulgação corporativa (lançamento de produtos, negociações expressivas e reuniões internas). No entanto, sua adoção acontece especialmente quando se trata de firmas associadas a maior assimetria de informação (BASSEMIR, NOVOTNY e PACHTA, 2013).

Por se constatar que as *conference calls* têm agregado valor a companhia, quando estudada a interferência no preço das ações, Chen (2018) identificou menor volatilidade quando o canal é utilizado. No entanto, vale destacar que é preciso considerar a hora do dia, visto a observação de que o preço da ação sofre tal influência. Assim, as atividades desenvolvidas pelas relações com o investidor podem beneficiar a firma, haja vista que ao comprovar assertividade no previsto ao mercado, obtêm-se menor dispersão da comunidade de investimentos, portanto, o incremento de visibilidade reduz a assimetria de informação (BROW *et al.*, 2019; CHAPMAN, 2019; NEL, 2018; CHAN, 2017; AGARWAL, 2016; PALMIERI, 2015).

No estudo de Firk (2020), as *conference calls* concentram-se no custo para firma, ao passo que ao estudar seus benefícios, concluiu-se que uma composição

equilibrada das informações reduz o custo de capital. Por outro lado, Smith (2018) observou que as *conference calls* tornaram-se mais precisas e focadas quando há suspeita de violação da regulamentação.

Ainda no que concerne a tática implementada na apresentação das *conference calls*, Bushee (2018) concluiu que o discurso dos executivos é direcionado para o autoaperfeiçoamento, dado o incentivo para que os executivos transmitam uma mensagem mais autoconfiante, a fim de se obtenha favorecimento nas operações com o mercado.

O estudo de Bushee (2018) destaca que a administração incentiva que se demonstre empolgação nas apresentações das *conference calls*, enfatizando a superação nos resultados, uma vez que as negociações não evoluíram quando o diretor foi modesto, diferente de quando o executivo se vangloriou, porém, essa postura pode promover a incidência do risco moral. Ainda no tocante a divulgação de informação através das novas tecnologias, a rede de vigilância dos riscos se beneficia com a participação das partes interessadas nas *conference calls*, dada a oportunidade de trocarem informações publicamente por meio da sessão de perguntas e respostas (GRANT, 2018; ABRAHAM, 2017; SCHOENFELD, 2017; BLAU, 2015).

Recompensas tais, descritas nos estudos de Chapman, Miller e White (2019) dado o afirmar que a atenção aos retornos é mais forte após o anúncio de lucros, o que beneficia a liquidez, dada a associação ao aumento de divulgação voluntária.

Em suma, é possível afirmar que a evolução da relação com investidor combinada com a inovação tecnológica tem provido benefícios à firma. Ao passo que os resultados comprovam que ao apoiar-se em ferramentas diferenciadas de comunicação com o público estratégico, amplia-se fronteiras de relacionamento. Haja vista que a expansão da internet no disseminar de informações de forma interativa e dinâmica, alcançando simultaneamente agentes que atuam no mercado de capitais em diferentes partes do globo.

Posição ratificada pelos estudos envolvendo *conference calls*, visto que confirmam que o canal de comunicação, estreita a relação da firma com a comunidade de investimentos e amplia a proteção do investidor, essencialmente, dado o poder de tomar contas da administração em virtude da possível participação ativa, especialmente a participação do minoritário na gestão do recurso empregado.

## 2.5 Revisão dos Estudos Empíricos

Neste capítulo, apresenta-se revisão dos estudos empíricos publicados nos últimos 10 anos: 2010 a 2020, pela *American Accounting Association* (AAA) e *European Accounting Association* (EAA), os quais pesquisaram as *conference calls* de resultados (*Earnings Conference Calls*).

Bochkay, Hales e Chava (2020) examinaram se as partes relacionadas (no trabalho, cita-se analistas e investidores) entendem e consideram se a linguagem dos executivos é confiável, bem como se a linguagem é informativa sobre o desempenho operacional futuro. Para este fim, efetuaram a análise linguística contida em 60.940 *conference calls* transcritas.

O estudo desenvolve-se em três etapas:

1. Foi construído o dicionário com 23.355 frases e palavras para medir a extremidade linguística (extremo versus moderado; positivos versus negativo) avaliadas pelo *Amazon Mechanical Turk* (via “apontadores humanos”);
2. Constituído dicionário, os autores testaram a existência de diferentes reações, entre os investidores e analistas quando a linguagem foi extrema ou moderada (via volume de negociação normal ou anormal ao evento e o retorno das ações após o evento);
3. Os autores examinaram a linguagem extrema, a qual, carrega informações sobre o desempenho futuro da firma, por conseguinte, testou-se a extremidade linguística e as medidas de tom, positivo e negativo da literatura anterior, captam os mesmos, ou diferentes atributos. O processo analítico, resultou nas seguintes conclusões: quanto ao volume de negociações associado a linguagem extrema, constatou-se aumento do desvio padrão em 6,9%, enquanto a linguagem moderada aumentou apenas 2,3%; para os componentes positivo e negativo, em ambos se constata negociações anormais; relativo aos retornos das ações no período do evento, foram anormais quando associados a linguagem extrema e positiva moderada. Por fim, conclui-se que a linguagem reporta sinal informativo, pois estimula atividade comercial significativas e gera reações de preço mais fortes.

O estudo de Bochkay, Hales e Chava (2020) utilizou o suporte computacional para implementação das análises, o que possibilita aumentar a amostra, bem como ampliar os focos de análise. No entanto, este estudo contribui ao captar pontos de



análise possibilitados apenas pela análise completa do conteúdo, como também providos somente pela percepção humana. Limitação imposta a máquina que ao considerar as palavras fora do contexto, podem levar a conclusões enviesadas, principalmente, quando a “análise automática das unidades de contexto, quando o sentido de uma unidade de registo é ambíguo” (BARDIN, 1977, p. 23).

Henry, Hu e Jiang (2020) mensuraram se os ganhos vinculados a medidas alternativas de desempenho (non-GAAP) recebem maior destaque do que os ganhos convencionais (GAAP) vinculados às *conferences calls* que acompanham anúncios de ganho. Para isso, aplicaram análise textual informatizada em 20.000 *conference calls* a qual enfatizou à posição e frequência dos valores numéricos dos lucros por ação (EPS - *Earnings per Share*) GAAP e non GAAP, utilizando três medidas:

1. Variável binária que indica se o ganho non GAAP aparece na transcrição da *conference call* antes que o valor do ganho GAAP apareça;
2. Diferença entre número de caracteres que precedem a primeira aparição da respectiva quantidade de lucro por ação;
3. Variável definida como a diferença entre as contagens de frequência de cada uma das duas quantidades de EPS, em complemento, desenvolveu-se medidas de ênfase geral em itens non GAAP com base na contagem de frequência de palavras relevantes (palavras chaves).

Destas verificações, os autores constataram comportamento gerencial oportunista, haja vista que: as firmas colocam maior ênfase nos ganhos non GAAP na *conference call* quando os esses excedem os resultados GAAP e quando os resultados non GAAP alcançam um “*benchmark*” que os resultados GAAP perderam, soma-se aos citados, resultado semelhante obtido nas verificações de ênfase geral para os ganhos non GAAP.

Semelhante ao estudo anterior, esse estudo utilizou a análise computacional para efetuar a contagem de palavras. Enquanto o anterior montou significado as palavras que compõem as *conference calls* de resultado a fim de entender a confiabilidade do executivo, esse estudo foco nas medidas alternativas de ganho. Enquanto ao fim deste estudo ao se apresentar os temas que inquietam o mercado, se viabiliza ampliar o campo de análise, uma vez que se analisou o investimento como um todo, de forma a prover os indicativos das respectivas futuras, bem como os possíveis riscos envolvidos nos investimentos no Brasil.

Lee (2016) examinou se as partes interessadas (participantes do mercado) inferem informações negativas sobre o futuro inesperado para o desempenho da firma. Essa pesquisa foi composta por amostra de 40.820 *conference calls* transcritas relativa a 2.863 firmas compreendida entre 2002 e 2011.

Nesse, o autor desenvolve medida de aderência dos executivos à linguagem predeterminada ao responder as perguntas dos analistas, dada alteração no estilo da fala do executivo, partindo do pressuposto de que as propriedades estilísticas da fala diferem naturalmente entre escrita e a linguagem espontânea. Seguidamente, testou-se a associação da medida desenvolvida com a reação do mercado à *conference call* por meio do controle de notícias.

Dessas etapas, o autor descobriu que as firmas as quais os executivos deram um roteiro é significativamente menor, e que o retorno ajustado do *book-to-market* no dia e 90 dias após a *conference call* foi negativo, sugerindo que os investidores não incorporam o efeito negativo da roteirização das perguntas e respostas no momento da chamada. Nesse mesmo contexto, a associação também foi negativa quando analisado os ganhos inesperados futuros, sugerindo que a reação negativa dos investidores as perguntas e respostas predeterminadas pelos executivos é consistente com o futuro da firma, o que significa dizer que o planejamento das perguntas e respostas pode servir como um meio de fornecer informações, ao invés de retê-las.

Semelhantemente ao estudo de Bochkay, Hales e Chava (2020), os estudos de Lee (2016) analisou a linguagem dos executivos vinculadas ao desempenho da firma. Esse, no entanto, se diferencia por analisar a linguagem reportada nas respostas, a fim de identificar o efeito causal da roteirização das perguntas na consistência com o futuro da firma. Portanto, este estudo pode contribuir para melhor a visão dos executivos quanto aos temas que necessitam maior de maior riqueza de detalhes informacional a fim de aumentar a transparência para com as partes relacionadas, bem como a segurança entre as partes.

Brochet, Naranjo e Yu (2016) examinaram se o inglês impõe barreiras ao afetar a reação do mercado nas informações divulgadas nas *conference calls*. Esse trabalho foi realizado com a transcrição das *conference call* de firmas não americanas, o qual aplicou teste probabilístico sobre as expressões errônea em inglês. Da pesquisa, concluiu-se que firmas de fora dos Estados Unidos que contratam executivos que

falam inglês, os erros e o inglês não comuns são menos frequentes, ao passo que as há maiores movimentações de preço e volume de negociações.

Essa pesquisa, menciona em revisão da literatura, que o regulamento do novo mercado (B3) no art. 27, instituí o dever da firma em “divulgar, em inglês simultaneamente à respectiva divulgação em português”, as quais incluem os comunicados ao mercado. Brochet, Naranjo e Yu (2016) alertam quanto as barreiras impostas pelo mercado quando se utiliza expressões errôneas. Logo, cabe as firmas brasileiras atentarem para eliminação de fatores que possam prejudicar a movimentação de seus preços.

Bassemir, Novotny e Pachta (2013) objetivaram contatar se as *conference calls* fornecem a partes relacionadas (comunidade de analistas) informações adicionais que não podem ser acessadas por meio de outros tipos de divulgação. Para esse trabalho utilizaram 3.673 *conference calls* de firmas alemã entre 2004 e 2007.

Inicialmente o estudo mediu o erro estatístico de previsão e a dispersão entre e após as *conference calls*; em seguida isolou e o efeito das *conference calls* nas previsões dos analistas, comparando a mudança nos erros entre os trimestres em que a firma realiza e não realiza *conference call* simultânea a divulgação de resultado. Com isso, descobriu-se que o erro na previsão diminui quando a *conference call* é realizada. Os pesquisadores complementam a visão ao sugerirem que novas e valiosas informações são liberadas durante as *conference call* seja durante a apresentação dos executivos ou dada a interação da gerência com outros analistas (seção de perguntas e respostas).

O objetivo desse estudo se assemelha a conclusão de Lee (2016) que ao estudar a roteirização das perguntas e respostas, podem servir como um meio de fornecer informações, ao invés de retê-las. De forma esse estudo confirmou que todas as partes da *conference call* podem emergir novas e valiosas informações.

Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011) investigaram se os executivos fornecem informações não tão restrita as demonstrações contábeis e aos *press release*, por conseguinte, se os analistas descobrem informações por meio da seção de perguntas e respostas, bem como se as perguntas de acompanhamento solicitam mais detalhes e se chegam a questionar a interpretação dos eventos pela administração.

Esta análise baseia-se na análise de mais de 10.000 transcrições de *conference calls* realizadas entre 2003 e 2005. Para isso, calculou-se início e término aproximado para cada seguimento da *conference call* (apresentação do resultado,

seção de perguntas e respostas); apura-se os retornos absolutos gerados pelas negociações intra-dia durante cada seção.

Composta a base de dados utiliza-se como medida do proxy para o conteúdo informacional, em complemento, analisou-se o número de palavras durante a chamada como medida alternativa do conteúdo informacional, haja vista que a estreita janela para o cálculo do retorno absoluto poderia apresentar ruídos de conteúdo de informacional.

Deste processo, apurou-se as seguintes conclusões: quanto ao conteúdo adicional, tanto a apresentação quanto a seção de perguntas e respostas incrementam conteúdo de informação, no entanto, constatou-se retornos anormais estatisticamente maiores durante a seção de perguntas e respostas, sugerindo que este seguimento é mais informativo bem como que benefício informacional provém do envolvimento do analista durante as discussões.

No tocante a apresentação dos executivos, os testes constataram mais informações incrementais quando o resultado é fraco, o que aumenta as discussões na seção de perguntas e respostas, sugerindo que embora os gerentes forneçam maiores divulgações nesta condição, há liberação de informações adicionais por solicitação dos analistas, constatação confirmada pela medida alternativa, via contagem de palavras.

Nesse estudo, bem como nos estudos de Bassemir, Novotny e Pachta (2013) e Lee (2016) atestam que as *conference calls* de resultado revelam informações incrementais as divulgações prévias e obrigatórias. No entanto, Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011) enfatizam que a seção de perguntas e respostas é o seguimento mais informativo, pois gera maiores benefícios informacionais dada interação dos analistas.

Por conseguintes, expandiu-se a revisão da literatura para o mesmo período aplicada na AAA e EAA, na base Scopus, a qual desconsiderando os artigos citados anteriormente, A pesquisa resultou em 81 artigos, destes foram analisados o dos últimos 5 anos ( 2011 2020) e os mais citados do período de 2000 a 2010, totalizando 60 artigos. Por meio da leitura destes artigos, foi possível identificar estudos anteriores ao período de revisão de literatura considerado, citados em vários dos artigos analisados, os quais se aborda seguidamente.

Dessa verificação, destaca-se o artigo de Kaia, Maier e Bohmer (2020), neste os autores efetuam análise da literatura empírica do mercado de capitais em

*conference calls* de resultado em revista de renome internacional de 1998 a 2018. Dos aspectos estruturados para a análise, apresenta-se os artigos que examinam as *conference calls* para obter informações importantes sobre o conteúdo temático da informação.

Nesta vertente os autores afirmam que apenas algumas publicações especializaram-se em tratar detalhadamente do conteúdo comunicado nas *conference calls*. Nas palavras dos autores, além dos estudos de Hollander (2010), o único estudo que trata do conteúdo específico das *conference calls* vêm de Tasker (1998).

Tasker (1998) estudou os tipos de informações em uma amostra composta por pequenas e médias firmas do setor de tecnologia, justificada por serem mais propensas a utilizar *conference calls* como forma de comunicar o que realmente aconteceu, dado os pesados investimentos em ativos intangíveis não refletidos no balanço, a exemplo, potenciais produtos em desenvolvimento e o capital intelectual.

A amostra de 12 *conference calls* compôs uma base de dados de 404 questões, das quais o tópico de cada questão é categorizado de várias dimensões, como a categoria geral, a exemplo: financeiro, não financeiro detalhes e plano de gerenciamento, e o tópico específico dentro da categoria, como: custos de funcionários, redução de custos. Nesta a autora apresenta os resultados em: A, categoria Geral, B, tópicos específicos conforme resume a Figura 1.

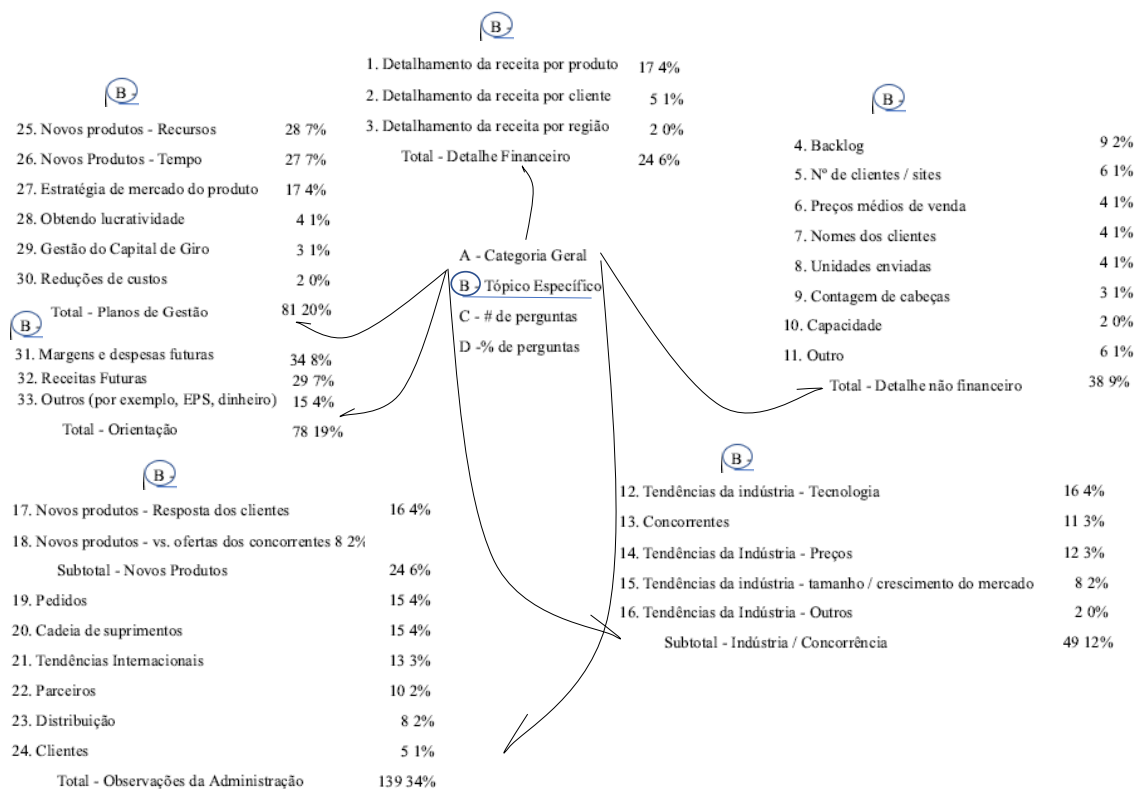
Dessa análise de conteúdo descobriu-se que:

1. Dois tópicos são comumente abordados, nos questionamentos: o mais frequente, novos produtos, seguido de previsões financeiras, este a autora enfatiza que 1 em cada 5 questionamentos, solicitou-se orientações (projeções) sobre um determinado item das demonstrações financeiras para períodos subsequentes, mais comumente em margem, despesas ou receitas futuras;

2. na sequência os questionamentos solicitaram detalhes financeiros e não financeiros como: repartição da receita por produto, cliente ou região;

3. quanto as solicitações, observa-se que são subjetivas e qualitativas em questões como tendências, por exemplo: preço, tamanho e crescimento do mercado, além da avaliação de competitividade e tendências significativas que não podem se revelar por meio de relatórios financeiros.

**Figura 1:** Distribuição de frequência dos tópicos abordados pelas perguntas do analista



Fonte: Adaptado de Tasker (1998, p. 16).

Desta forma a autora conclui que no geral, os questionamentos possibilitam que os executivos das firmas de tecnologia transmitam o que sabem sobre o desempenho operacional e as perspectivas em várias dimensões atinentes ao investimento e que não são captados pelos relatórios financeiros.

Em linha com esse estudo, e pela necessidade de rastrear as perguntas que emergem de questionamento anterior ou resposta anterior, necessitou-se analisar as respostas dos executivos, se identificou a transmissão do conhecimento, e experiência vivenciada pelo participante ativo do negócio, quesito não transmitido pelos relatórios financeiros.

No entanto, este estudo complementa o estudo realizado por Tasker (1998) à medida que estrutura as categorias por seguimento de negócio, de forma a demonstrar as categorias que formam sua engrenagem. O que significa dizer que as categorias são estruturadas partindo da análise do investimento, seguindo para principal geração de lucro (operação), bem como a administração dos recursos (financeiro), não deixando de considerar a intervenção jurídica (legal). Para que

assim, que apresente o mapeamento das categorias temáticas que mais preocupam os representantes do mercado brasileiro.

No estudo de Hollander(2010), os questionamentos realizados nas *conference calls* foram analisados para confirmar a assimetria de informação, em decorrência de questionamentos não respondidos pelos executivos, em sinal a ocultação de informações a partes interessadas.

Neste, revisou-se manualmente a transcrição 1.194 *conference calls* do ano de 2004, de 681 firmas do índice S&P 1500 (Índice da Bolsa de New York), aproximadamente 48.954 questões, que resultou em 1.776 questionamentos não respondidos. Desta análise categoriza-se as temáticas dos questionamentos não respondidos, sendo 5 principais: nível da indústria, negócios específicos da firma, contabilidade, finanças e mercado de ações, além de diversas subcategorias, a saber: concorrência, produção operações, financiamentos, questões legais, fusões e aquisições, políticas contábeis, dívida, venda, margem, despesa, fluxo de caixa e outras. Este levantamento resultou a frequência apresentado na Figura 2.

1. A maioria das perguntas não respondidas concentra-se nas finanças da firma (59% em informações de vendas e margem); seguidamente, 31% das ausências de respostas referem-se à categoria negócios específicos (produção e operações, fusões e aquisições e P&D pesquisa e desenvolvimento), de forma que no geral, 90% das questões não respondidas concentram-se em questões financeiras e operacionais;

2. Por outro lado, as questões contábeis não respondidas representam a menor participação, apenas 1%. O autor também considerou as análises no horizonte do tempo, de forma a auferir o seguinte resultado: não foram respondidas questões envolvendo fatos; passados 2%, futuros 24% e presentes 74%; por conseguinte, os dados categorizados subsidiaram a construção de especificação econométrica as quais confirmaram a existência de assimetria de informação, haja vista que regularmente os executivos deixam os participantes das *conference calls* no escuro, como coloca o autor.

O estudo especifica que as principais predisposições para a ocorrência são: o tamanho da firma, os incentivos baseados no preço das ações do CEO, idade e desempenho da firma, risco de processo e se os analistas estão ativamente envolvidos durante a seção de perguntas e respostas.

**Figura 2:** Divisão de perguntas não respondidas para tópicos e horizonte de tempo

	Número de Perguntas não respondidas	% Do total
<b>Painel A: análise das perguntas não respondidas para o tópico</b>		
<b>Nível da indústria</b>	<b>108</b>	<b>6%</b>
Concorrência	48	
Ameaça de novos participantes	2	
Poder de barganha dos compradores	24	
Poder de barganha dos fornecedores	8	
De outros	26	
<b>Negócios específicos da empresa</b>	<b>562</b>	<b>31%</b>
Marketing	20	
Produção / operações	210	
Financiamento	12	
Pessoal	16	
Questões legais	37	
ISTO	6	
P&D / patentes	60	
Fusões / aquisições	96	
Recompras de ações	21	
CEO	9	
De outros	75	
<b>Contabilidade</b>	<b>18</b>	<b>1%</b>
Políticas contábeis	12	
De outros	6	
<b>Finanças</b>	<b>1.055</b>	<b>59%</b>
Ativos	81	
Dívida	33	
Capital próprio	21	
Vendas	294	
Backlog	35	
Outras receitas	43	
Margem	121	
Despesas	117	
Itens especiais	33	
Lucro líquido / EPS	71	
Fluxo de caixa	28	
Outras finanças	178	
<b>Mercado de ações</b>	<b>33</b>	<b>2%</b>
	1.776	100%
<b>Painel B: Detalhamento das perguntas não respondidas no horizonte de tempo</b>		
Olhando para trás	39	2%
Olhando para o futuro	428	24%
Presente	1.309	74%
	1.776	100%

Fonte: adaptado de Hollander (2010, p. 540).



Nesse estudo, identifica-se categorias temáticas semelhantes a esta pesquisa, no entanto, a hierarquização estruturada para este estudo as diferenciam, além de que a categorização efetuada por Hollander foi suporte para definição de modelo econométrico. Este estudo também se propôs a identificar a assimetria de informação, apesar de que Hollander foi bem restrito ao considerar como presença de assimetria de informação unicamente as questões não respondidas.

Enquanto este estudo considera a presença de assimetria de informação todas as perguntas que necessitaram de mais detalhes, dada a novas formulações partindo de temática tratada anteriormente. Os demais estudos auferidos na base são apresentados no Apêndice 1.

### 3 METODOLOGIA

Neste capítulo descreve-se o *corpus* de análise, fonte da coleta das evidências e técnica da análise de conteúdo documental. O *corpo* de análise é composto por 76 documentos transcritos de *conferences calls* de resultado realizados nos quatro trimestres de 2019. Nesse total de documentos encontram-se representadas 19 firmas listadas na bolsa de valores (B3), pertencentes ao IBra, Índice Brasil Amplo. A escolha do índice se justifica por conter firmas com maior liquidez, logo, por consequência natural das atividades de investimento que visa prospectar opções mais lucrativas, possivelmente essas firmas detenham maior cobertura por parte dos representantes do mercado, de modo a prover maior volume de perguntas, além da diversidade de setores que melhor representa os emissores de títulos do mercado brasileiro.

Vale observar que a composição do *corpus* respeitou a escolha de *conference call* de uma firma de cada setor de atuação, e que disponibilizaram material. Nos casos em que existia mais de uma firma para o mesmo setor optou-se pela firma listada no Novo Mercado. Permanecendo firmas concorrentes, o critério de desempate foi a firma mais antiga no mercado de capitais.

Ainda, foram excluídas as firmas do setor econômico-financeiro, dadas as particularidades legais e normativas do setor, o que poderia comprometer ou enviesar a definição das categorias temáticas, a exemplo, o fato da atividade principal (categoria operacional) referir-se a oferta de crédito ao mercado, enquanto as demais firmas analisadas a atividade relacionada a gestão das disponibilidades financeiras enquadraram-se na categoria financeira. Além de que, essas instituições, concorrem com a principal função do mercado de capitais, fomento monetário, enquanto as captadoras fomentam a economia em cadeia, o que amplia a rede de contratos bem como o alcance do benefício econômico e social.

O material transcrito corresponde a apresentação do resultado trimestral das firmas que negociam suas ações na bolsa de valores brasileira, realizada para as partes interessadas e transmitidas via *conference call*, a reunião é composta por: seção introdutória que identifica a firma o trimestre em apresentação, os executivos que representam a firma e as instruções para participação, na sequência os executivos apresentam o resultado do período, por conseguinte a seção de perguntas e respostas discute as temáticas da firma, e por fim o encerramento da reunião com

a última fala dos executivos. A Tabela 1 apresenta a listagem de firmas que compõem a amostra e o respectivo setor cadastrado na B3.

**Tabela 1:** Listagem de Firms que Compõem a Amostra

Ar	Firma	Setor B3
1	BK Brasil	Hoteis e Restaurantes
2	BRF	Alimentos processados
3	Carrefour br	Comércio e distribuição
4	CCR	Transporte
5	Cia Hering	Tecidos vestuário e calçados
6	Copasa	Água e Saneamento
7	Engie Brasil	Energia elétrica
8	Fleury	Serviços médico-hospitalares análises e diagnósticos
9	Localiza	Diversos
10	Mills	Construção e Engenharia
11	MRV	Construção civil
12	Odontoprev	Análises e Diagnósticos
13	Siderurgica Nacional	Siderurgia e metalurgia
14	Tim Participações	Telecomunicações
15	Totvs	Programas e serviços
16	Tupy	Material de Transporte
17	Ultrapar	Petróleo gás e biocombustíveis
18	Vale	Mineração
19	Viavarejo	Comércio

Fonte: Elaborado pela autora.

Para a coleta do corpus de análise utilizou-se a rede mundial de computadores, a inserção dos termos de pesquisa “RI+nome da firma”, na abertura do site da firma pesquisada, localizou-se a central de divulgações, canal que disponibiliza acesso ao pacote ITR (Informações trimestrais), material acessório das apresentações, juntamente com os arquivos das *conference calls* a exportar (baixar). Desta coleta, obteve-se as *conference calls* da maioria das 145 firmas, haja vista que algumas disponibilizam apenas as demonstrações financeiras. Assim, a pesquisa se desenvolveu em 11 fases, a saber: pré-análise, coleta, preparação, leitura flutuante, redimensionamento do corpus, exploração do material, extração das perguntas, acompanhamento e sequência dos questionamentos, análise do conteúdo, tratamento dos resultados e apresentação dos resultados.

- **Pré-análise**, nesta fase, ocorreu levantamento das firmas contidas na carteira do Ibrl, e a estruturação dos dados cadastrais (seguimento de listagem; setor econômico B3, ano de abertura de capital e estrutura societária);
- **Coleta**, desta fase, montou-se o diário de coleta das *conference calls* e elencou-se as principais ocorrências que subsidiaram as decisões aplicadas nas fases seguintes;

- **Preparação**, nesta fase, de posse do material coletado e por objetivar maior robustez a pesquisa, identifica-se as firmas que disponibilizaram as *conference calls* transcritas em todos os trimestres do ano de 2019. Desse processo, a amostra de 145 firmas é rebaixada para 55 firmas.

Para escolha dos *conference call* a serem analisados, utilizou-se os seguintes critérios de escolha da respectiva firma.

1. O primeiro critério foi de selecionar firma pertencente ao seguimento de mercado: Novo Mercado. Isso porque esse segmento formaliza o compromisso de melhor aplicar os mecanismos de governança, adoção que favorece a qualidade das divulgações da firma (ZAINI, 2018). Ao Permanecer o impasse, segue-se para o critério seguinte;
2. O segundo critério, optou-se por firma com ano de listagem mais antigo, segundo o informado no site da B3. Nesta etapa, a seleção justifica-se pela relação positiva que as firmas mais antigas obtiveram com as práticas de divulgação, mesmo quando o assunto é corrupção (GARCIA, 2020; BRIANO e RODRIGUES, 2016).

Aplicado os critérios definidos para o redimensionar da amostra inicial de 55 firmas, obteve-se 19 firmas, das quais renderam 1.062 questionamentos. A Tabela 2 apresenta a composição da população e os resultados obtidos nos processos descritos.

**Tabela 2:** Composição da população e amostra

	População (IBra)	Ai 2019	Ar 2019
Firmas	145	55	19
A analisar	55		
Falta transição 1T	5		
Falta transição +1T	85		
Conference calls transcrita nos 4 trimestres (%) frente a população		38%	
Ai, amostra inicial			
Ar, amostra redimensionada			

Fonte: Elaborada pela autora.

### 3.1 Técnica de Análise

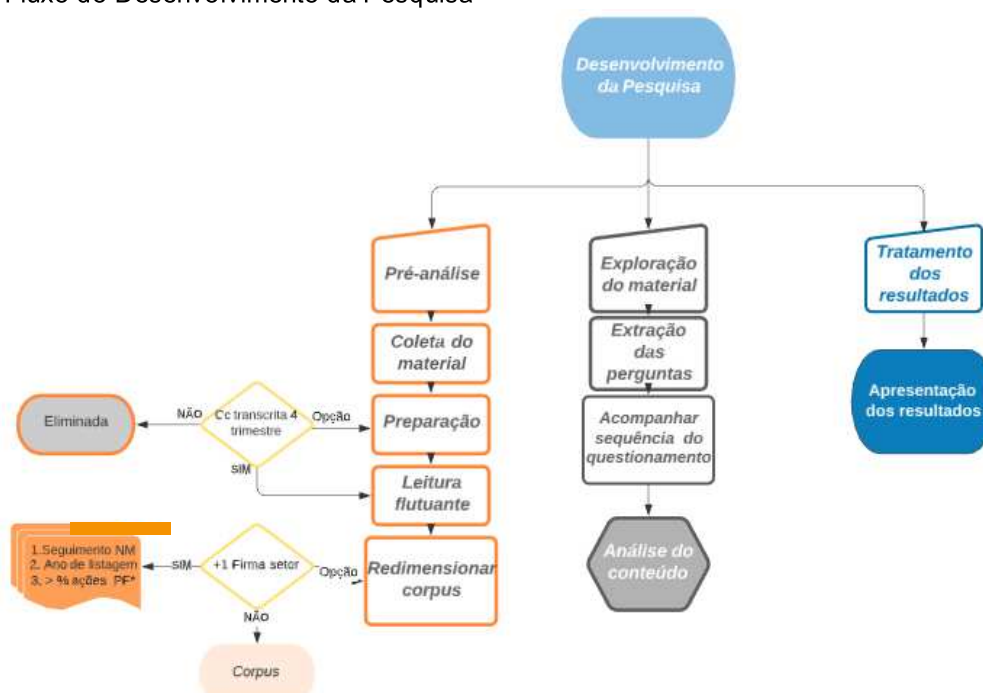
Partindo do entendimento de que um fenômeno pode ser melhor entendido no contexto em que ocorre, é possível inferir que o contato direto da comunidade de investimentos com os executivos, em oportuna apresentação e posterior discussão dos resultados, prover-se o entendimento integrado do negócio. Uma vez que o estudo

parte da perspectiva das pessoas envolvidas com as particularidades do mercado, alocando-se a regra de pertinência (BARDIN,1977, p. 98).

Ao passo que se considera os pontos de vistas relevantes que favoreçam melhor avaliação desta relação, portanto, ainda que não ocorra o contato direto com o indivíduo que apresentou o questionamento em estudo, a análise documental, realizada nas transcrições das *conference calls* de resultado constituem uma rica fonte de evidências favoráveis ao entendimento da dinâmica que categoriza as inquietações do mercado. Contudo, pode-se afirmar que à análise documental do conteúdo transcrito, constitui fonte natural de informações, à medida que são originadas no contexto econômico e social vivenciado pelas firmas brasileiras no ano de 2019 (GODOY, 1995).

Com base nessa perspectiva, optou-se pela seleção documental conforme descrito na composição da amostra pesquisada. Para tanto, aplicou-se a análise de conteúdo, seguindo a teorização de Bardin (1977) quanto as técnicas sistematizadas que resultem na obtenção de informações que veicule um conjunto de significados de um emissor para o receptor, a fim de se obter características que permitam explicação sistematizada do conteúdo da mensagem. De forma a inferir conhecimento relativo à perspectiva analisada. Desta forma, se desenvolveu a pesquisa, e as categorias que fundamentaram as inquietações do mercado, conforme fluxo. A Figura 3 apresenta o fluxo do desenvolvimento da pesquisa.

**Figura 3:** Fluxo do Desenvolvimento da Pesquisa



Fonte: Adaptado de Bardin (1977, p. 102)

### 3.2 Tratamento de Análise das Evidências

O primeiro passo foi a extração das perguntas as quais totalizam 1.062 temas.

**Tabela 3:** Firms pesquisadas, setor B3 e questões computadas.

Ar	Firma	Setor B3	Questões
1	BK Brasil	Hoteis e Restaurantes	32
2	BRF	Alimentos processados	75
3	Carrefour br	Comércio e distribuição	70
4	CCR	Transporte	53
5	Cia Hering	Tecidos vestuário e calçados	59
6	Copasa	Água e Saneamento	29
7	Engie Brasil	Energia elétrica	23
8	Fleury	Serviços médico-hospitalares análises e diagnósticos	53
9	Localiza	Diversos	65
10	Mills	Construção e Engenharia	15
11	MRV	Construção civil	67
12	Odontoprev	Análises e Diagnósticos	43
13	Siderurgica Nacional	Siderurgia e metalurgia	87
14	Tim Participações	Telecomunicações	64
15	Totvs	Programas e serviços	55
16	Tupy	Material de Transporte	46
17	Ultrapar	Petróleo gás e biocombustíveis	84
18	Vale	Mineração	56
19	Viavarejo	Comércio	86
			1062

Fonte: Elaborado pela autora.

Por conseguinte, na **exploração do material**, e posterior **extração das perguntas**, se compôs tabela descritiva para análise das evidências, onde se aponta a firma, subsetor B3, seguimento de listagem B3, trimestre em análise, data da realização da *conference call*, controle da pergunta, controle de sequência da pergunta, conforme modelo na Figura 4. Adiante, apresenta-se as definições e pretensões para cada campo.

**Figura 4:** Estrutura elaborada para preparação do corpus

Firma	Subsetor B3	Segmento listagem B3	Trimestre	Data da realização Cc	Quem perguntou	Instituição	Original/Replica/Treplica (?)	Parte de questionamento anterior? Parte da resposta anterior?	Pergunta
-------	-------------	----------------------	-----------	-----------------------	----------------	-------------	-------------------------------	---	----------

Fonte: Elaborado pela autora.

- i. **Firma, subsetor e segmento B3, trimestre**, são os campos de identificação que permitirão um retrato das inquietações por setor;
- ii. **Quem perguntou e instituição**, referem-se ao controle do público participantes das *conference calls*, tendo em vista que a reunião alcança

toda a comunidade de investimentos (investidor, acionista e demais partes interessadas);

- iii. **Original, replica e treplica**, refere-se ao controle do atendimento ao questionado, haja vista que o interessado pergunta, o representante da administração responde, se; por conseguinte o interessado insistiu em reformular novas perguntas pertinentes a mesma temática, evidencia-se ausência, incompletude ou possível ocultação de informação;
- iv. **Parte de questionamento anterior ou de resposta anterior**, refere-se ao controle do emergir de novas dúvidas, se partiram de novos pontos a serem elucidados dado o questionamento anterior, ou se a administração não foi clara o suficiente, evidenciando assim, necessidade de mais informação;
- v. **Pergunta**, refere-se ao recorte ou **extração** do questionamento, que foi classificado por temas. Convém destacar, que a pergunta pode ser segregada em mais linhas, onde cada linha refere-se a uma temática questionada no mesmo enunciado, tendo em vista que algumas firmas delimitam a quantidade de perguntas, normalmente duas. No entanto, o questionador frequentemente busca otimizar a oportunidade, incluindo mais de um tema na mesma pergunta. Desta forma, a administração necessita discorrer sobre mais de uma temática contida na mesma pergunta.
- vi. **Perguntas em língua estrangeira**, ao surgir questionamentos em língua estrangeira, a perguntar é armazenada em coluna específica no original, sendo analisada a pergunta traduzida.
- vii. **Estrutura societária**, foi levantado no site de relação com o investidor a estrutura societária da amostra, essa foram segregadas em: controle definido ou difuso, o percentual da concentração e se a concentração foi dada por acordo de acionistas.

### 3.3 Processo de Análise das Evidências

A análise das perguntas, seguiu a racional de que o estado normatiza as atividades do investimento, as quais operam com o fim de ampliar a riqueza dos sócios, associada a administração dos recursos financeiros aplicados no negócio. Dessa maneira, destacou se os conteúdos temáticos, seguiu a teoria contábil definida

as etapas do investimento, para que assim se categorize as perguntas que mais inquietam o mercado, especificando qual etapa do processo de aquisição suscita maior insegurança no mercado. Logo, as principais categorias são: legal, investimento, operacional e financeira.

Em Tasker (1998, p. 4) a racional adotada na categorização das questões não é especificada, porém, se relata que “as palavras chaves das perguntas são elencadas conforme os temas abordados”. Concluída essa etapa, “os temas são revisados e várias categorias foram combinadas ou quebradas, a fim de simplificar e melhor estruturar a análise.” Assim, a pesquisa resultou em 6 categorias: detalhes financeiros, detalhes não financeiros, observações da gerência, planos da gerência, orientação da administração e outras.

De forma semelhante ocorreu em Hollander (2010, p. 539), “as questões não respondidas foram divididas por tópicos conforme a natureza da pergunta”. Porém, a racional adotada para definição das categorias também não foi detalhada. Portanto, o autor relata que a análise resultou em 5 categorias a saber: “nível da indústria, negócios específicos da firma, contabilidade, finanças e mercado de ações”.

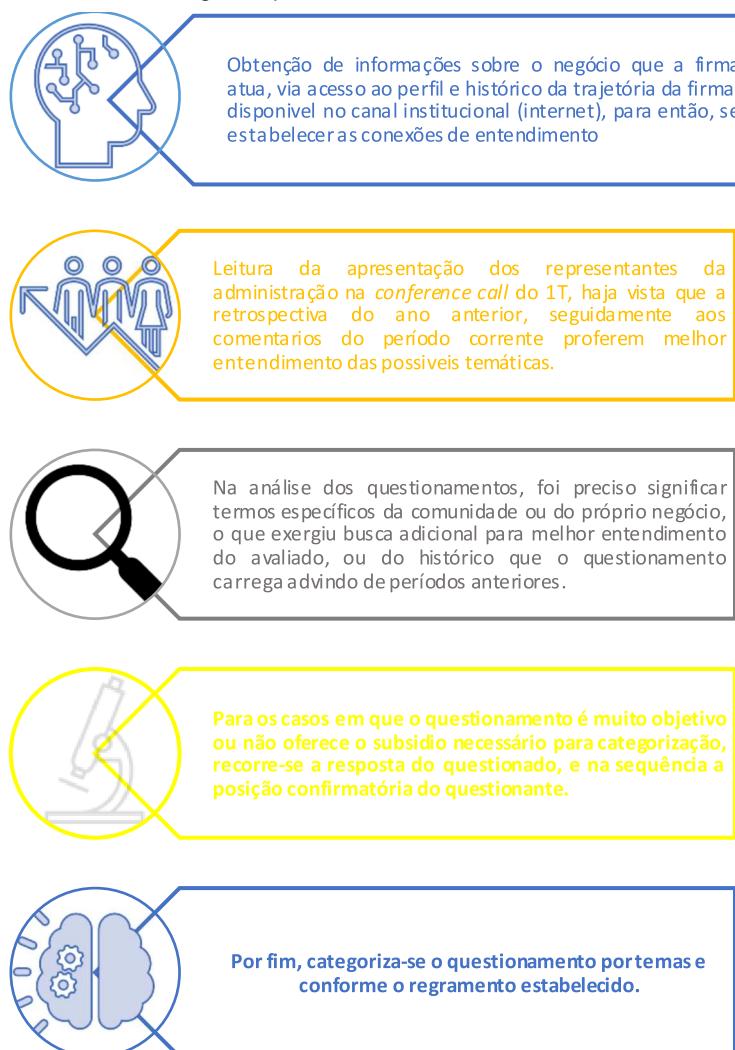
No geral, observa-se que mesmo considerando a particularidade das amostras analisadas, os objetivos específicos de cada pesquisa, o detalhamento das categorias; os temas; ou a natureza das questões se encontraram, nas 3 pesquisas, seja nas categorias principais, ou subcategorias. Porém, esta pesquisa parte dos princípios teóricos que regem o negócio, considerando os tópicos centrais que formam o resultado em análise e discutido nos *conference calls*.

Ainda convém destacar, o roteiro utilizado para a análise da pesquisa. A Figura 5 evidencia o roteiro prévio seguido para análise dos questionamentos.

O roteiro listado na análise, nos permitiu inferir o melhor entendimento do processo de comunicação trilhado, além das estruturas e dos elementos formais, razão pela qual alcança os elementos constitutivos da palavra, bem como os níveis superiores a frase, como o enunciado. Assim sendo, mediante o realizar do processo, obteve-se uma segunda leitura provida pela descrição objetiva, sistemática das *conference calls*, obtendo-se assim, as temáticas que inquietam o mercado de capitais brasileiro, na sequência apresentada no capítulo de análise e discussão dos resultados da pesquisa.



**Figura 5:** Roteiro seguido para Análise dos Questionamentos.



Fonte: Elaborado pela autora.

Em complemento ao processo de análise das informações, posterior a categorização das perguntas, os dados foram processados no sistema Nvivo, onde foi gerado automaticamente nuvem de palavras, a qual se apresenta as palavras que foram preponderantes em cada categoria. De forma a condensar os dados textuais em formato visual, proporcionando a relação dessas, com a categoria analisada, ao passo que permita uma visão geral do contexto em que os questionamentos foram compostos.

Adicionalmente, expõe-se os questionamentos analisados no formato de árvore de palavras, Valdivia (2007, p. 7) explica que essa, significa um conjunto de texto convertido numa representação vetorial para tornar possível o reconhecimento de padrões e estruturas nos dados a serem visualizados. Uma vez que o formato apresenta os termos antecessores e sucessores as palavras eixo, para o estudo

gerou-se árvore de palavras automaticamente no sistema Nvivo. De modo que o agrupamento, provenha uma visão geral das relações de similaridade existente no grupo textual, com o objetivo de preservar as características relevantes e originais das perguntas analisadas e categorizadas (VALDIVIA, 2007).

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

As categorias levantadas a partir dos questionamentos realizados nas *conference calls* de resultados: legal, investimento, operacional e financeira foram definidas de forma a se agregar ao contexto de formação dos resultados, para que de forma sintética simplifique o entendimento quanto as categorias que permitam as partes interessadas melhor avaliarem a natureza e os efeitos das atividades do negócio diante do ambiente econômico em que operam (CPC 22). Desta forma as questões foram categorizadas seguindo as respectivas definições:

- **Legal**, por partir do pressuposto que os indivíduos e organizações realizam ações que promovam seus próprios interesses, dos quais nem sempre trazem o melhor resultado para o todo, razão pela qual o Estado institui regras, procedimentos legais ou estruturas administrativas capazes de assegurar o favorecimento social, bem como o de maximizar o valor da produção (COASE, 2016, p. 29).

A exemplo, apresenta-se questionamento do analista Victor Mizusaki do Bradesco BBI, para a firma CCR (Companhia de Concessões Rodoviárias), que envolve a temática:

“E a segunda pergunta, no último *conference call* de resultado, a gente comentou um pouco sobre alguns pontos que estejam com advogados, com assessores externos, e tinha sido comentado que algumas dessas investigações estavam em sigilo. Eu queria saber se vocês têm algum *update* com relação a esses processos. Obrigado.”

- **Investimento**, ao que se referir à aplicação de recurso em um ativo que vise à consecução da estratégia definida, no geral, visam maximizar a riqueza dos acionistas (FERREIRA, 2015, p. 418);

A exemplo, apresenta-se o questionamento de Werner Roger - Trígono Capital, para a firma Tupy, o qual envolve a temática:

“E qual seria o nível de investimentos além de Teksid? Os investimentos nós vimos que aumentou ano passado, e para esse ano o que vocês estão indicando como Capex? Obrigado”

- **Operacional**, ao que relacionar às operações da firma, tais como a valores econômicos apresentados no resultado, e provenientes das atividades do negócio, das quais se pretende obter receitas, para tanto, incorre-se despesas para manutenção das operações regulares – produção e venda de bens e serviços (FERREIRA e PORTELLA, 2015, p. 209; GITMAN, 2010, p. 102);

A exemplo, apresenta-se o questionamento de Irma Sgarz - Goldman Sachs, para a firma Viavarejo, que envolve a temática:

“A segunda pergunta é se vocês conseguem quebrar essa pressão na margem bruta em grandes linhas pelos vários fatores que vocês citaram no *call* e no release. Obrigada.”

- **Financeira**, ao que englobe as atividades relacionadas a administração do fluxo de disponibilidades de recursos financeiros, sejam creditícios, de captação de fundos que envolvam decisões de capital, de cambio e afins, que visem a gestão do negócio (FERREIRA e PORTELLA, 2015, p. 209; GITMAN, 2010, p. 9).

A exemplo, apresenta-se o questionamento de Leonardo Correa - BTG Pactual, para a firma Vale, que envolve a temática:

“ Bom dia a todos, obrigado. O primeiro ponto das perguntas é para o Luciano. Luciano, só queria ouvir de você um pouco sobre a meta de *net debt* absoluta. A Vale tinha um número de US\$ 10 bilhões. Eu queria ver se este ainda é um número factível. E eu queria só confirmar com relação à capital de giro, você confirma que, do US\$ 1 bilhão que vocês liberaram, mais ou menos US\$ 400 milhões devem voltar, vai ser revertido? Só queria confirmar se esse entendimento está correto, ou seja, o ganho total ao longo de alguns trimestres seria de US\$ 600 milhões de caixa. Se este entendimento está correto.”

Em seguimento ao processo de categorização temática, estabeleceu-se subcategorias ao que se refere a temas eixo, tratados em complemento as perguntas realizadas nas *conference calls*, definição essa que visa atender de forma funcional a promoção da unidade de contexto, com o fim de favorecer a compreensão do argumento ao qual os temas foram tratados, expressando assim a evolução detalhada da pergunta, para que se atenda a compreensão do sentido (BARDIN, 1977, p. 106-107). Desta forma, identificou-se as seguintes estruturas, conforme Figura 6.

**Figura 6:** Categorias e subcategorias nível 1



Fonte: Elaborado pela autora.

Identificada as classificações temáticas, e dada aos constantes questionamentos solicitando projeção, vinculadas a uma das categorias (legal, investimento, operacional e financeira), detalhou-se os temas solicitados.

Desta forma, as projeções assumem a posição a subcategoria de nível 1, e as demais vertentes temáticas assumem a posição de subcategoria de nível 2. A Tabela 4, apresenta as subcategorias nível 1, diretamente relacionada a categoria principal, ou seja, quando não foi solicitado uma projeção.

**Tabela 4:** Subcategoria Nível 1

Subcategoria Legal	Subcategoria Investimento	Subcategoria Operacional	Subcategoria Financeira
Ambiental	Aquisição (Expansão)/fusão Desinvestimento	Custos	Desembolso/Saída de Caixa/Liquidação
Comercial	Desempenho	Desempenho	Desempenho
Regulamentação	Equivalência patrimonial	DVGA (despesas com vendas, gerais e adm.)	Dividendos
Societária	Geração de caixa	Faturamento, Vendas	Ebitda

continua

conclusão

Trabalhista	Negociação estratégica	Lucro	Endividamento/Dívida
	Rentabilidade/Lucratividade/ Ganho	Margem	Estrutura de capital
		Negociação estratégica	Geração de caixa
		Preço	Linha de financiamento ou crédito obtido/concedido
		Produção	Negociação estratégica
		Rentabilidade/Lucratividade/ Ganho	Proteção financeira/ Covenants/ Fiança
		Resultado	Rentabilidade/Lucratividade/ Ganho

Fonte: Elaborado pela autora.

A Tabela 5, apresenta as subcategorias nível 2, a qual especifica o item questionado e a de nível 3, direciona o sentido da solicitação, de forma a ampliar o entendimento do contexto envolvido a categoria principal.

**Tabela 5:** Subcategoria Nível 2 e 3

Subcategoria nível 2	Subcategoria nível 3
Acordo contratual, regulamentar, judicial, administrativo ou extrajudicial (Políticas da firma)	Entendimento
Aquisição(Expansão)/fusão/Desinvestimento	Estratégia de mercado/competitividade - contrato estratégico
Ciclo de caixa/Financeiro	Evolução
Custos	Fato relevante
Depreciação	Fonte de informação, confronto/Validação de informação
Desembolso/Saída de Caixa/Liquidação	Gestão
Disputa judicial	Impacto
Dividendos	
DVGA (despesas c/ vendas, gerais e adm.)	
Ebitda	
Endividamento/Dívida	
Estoques	
Estratégia de mercado/competitividade - contrato estratégico	
Evolução	
Faturamento, vendas	
Geração de Caixa	
<i>Impairment</i>	
Inflação	
Linha de financiamento ou crédito obtido/concedido	
Margem	
Opex	
Participação no mercado	
Preço	
Preferência/satisfação do cliente(CRM)(NPS)/Tx de cancelamento de clientes	
Produção	
Produtividade/desempenho	
Proteção financeira/ Covenants/ Fiança	
Provisão	

continua

Rentabilidade/Lucratividade/ Ganho	
Risco	
ROCE	
ROIC	
Setorial/Categoria/Seguimento de produto ou cliente	
Terceirização	

Fonte: Elaborado pela autora.

Concluída a análise do material, constatou-se que apesar da Lei 6.404/76 instituir a reunião de prestação de contas aos acionistas uma única vez no ano, em especial os seguimentos específicos, por regulamentação complementar da B3 (novo mercado). Identificou-se que ainda na amostra inicial de 55 firmas, constava no material coletado, firmas listadas em seguimentos não obrigados a realizar a reunião trimestral, e que ainda assim realizaram a *conference call*.

Em outras palavras, as firmas brasileiras demonstram interesse em realizar as reuniões ainda que não estejam obrigadas, o que segue em linha com o afirmado por Moreira, Lima e Gois (2019) haja vista a afirmação de que nos últimos anos o mercado brasileiro tem buscado melhora, mediante a adoção de práticas de governança, neste caso por divulgarem informações para além da obrigatoriedade. A Tabela 6 mostra o segmento de listagem B3 composta na amostra.

**Tabela 6:** Listagem B3 composta na Amostra

Segmento listagem B3 <i>Ai</i>	Segmento listagem B3 <i>Ar</i>
Nível 1 de Governança Corporativa	Novo Mercado
Nível 2 de Governança Corporativa	Tradicional
Cotação por lote de mil	
Novo Mercado	
Tradicional	

*Ai*, amostra inicial 55 firmas

*Ar*, amostra redimensionada 19 firmas

Fonte: Elaborado pela autora.

Desta forma, o constatado segue em linha ao exigido pela CVM no tocante ao acesso à informação de forma democrática e igualitária, haja vista que é exigido que os interessados simultaneamente tenham acesso a mesma informação. Soma-se a isso, o constatado por Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011), dada as divulgações, adicionais providas pelo efeito combinado dos dados contidos na apresentação da *conference call*, dos comentários dos representantes da firma, mais principalmente pelo entendimento provido nas discussões ocorridas na seção de perguntas e respostas.

Ao passo que o questionamento atendido reporta ao mercado, indícios do reconhecimento por parte da firma, quanto a maior propensão de obter a preferência do investidor, uma vez que as divulgações adicionais possibilitam captar os benefícios de maior liquidez e otimizar a relação de risco e retorno, conforme postulado por Lambert, Leuz e Verrecchia (2007) e Diamond e Verrecchia (1991). Desta forma é possível inferir que a adoção das práticas de divulgação favorece as operações de mercado, política inclusive defendido pelo IBRI.

Os resultados também reportam a defesa do CODIM por promoção de informação de forma igualitária, posição submetida e aprovada em audiência pública (2007), nessa, as reuniões públicas, como as *conference call*, devem ser realizadas seguindo cronograma prévio, com o objetivo de dar ciência a comunidade de investimentos quanto a divulgação de informações periódicas e cronograma, que é exigido e divulgado pela CVM.

Quanto a recomendação do IBRI para a abertura das reuniões a toda comunidade de investimentos, ou seja, investidor, acionista e demais partes interessadas, e não somente aos acionistas como versa a Lei 6.404/76, foi que se catalogou os participantes, das *conference call*. No entanto, e ainda que não tenha sido o foco da análise do material, chamou a atenção o frequente enunciado reportado na apresentação da reunião, o qual informava que a reunião seria aberta a analista, investidores e acionista. Ademais, algumas firmas chegam a enfatizar que a apresentação não se estende ao público que não detenha vínculo mais formal com as atividades de investimento na firma, posicionamento que leva a entender que se esvai a participação das demais conexões da rede de contratos com a firma (fornecedores, clientes, funcionários e outros).

Como resultado da participação nas *conference calls* de resultado, concluiu-se que o predomínio se concentra em analistas de investimentos vinculados a instituições bancárias, achado em linha ao constatado por Tasker (1998). Apesar de que, em algumas firmas se observou pouca participação deste público, e nestas ofertou-se aos representantes da imprensa a oportunidade de propor questionamentos, além de que, na amostra constatou-se apenas 3 questionamentos enviados pela internet. Convém destacar que em nenhuma das *conference calls* de resultado analisadas, se identificou questionamento partindo de acionista, apesar de que 19 questões, das 1062 analisadas, não constava a instituição a qual o questionador representava, ainda que,



das não identificadas, 4 partiram de analistas frequente e vinculado a instituição bancária, no entanto, manteve-se o dado conforme apresentado no corpus.

Ao desdobrar a análise considerando a estrutura societárias das firmas, observa-se que a maioria dos questionamentos, 634 de 1.062 questões (60% do total) são proferidas para firmas que possuem controle societário concentrado. O que significa que a existência do majoritário ocasiona maior preocupação por parte dos representantes do mercado. Uma vez que há maior possibilidade dos conflitos de interesse, bem como a ocorrência de risco moral.

Em advento a constatação de assimetria de informação, é possível identificá-la como componente natural do ambiente em análise. Remetendo o contexto, ao campo da arte, a assimetria de informação se apresenta como um estilo ou traço de pintura ao qual se identifica a autoria, ainda que não conste o nome do autor na tela. Haja vista que reiteradas vezes o questionador reconhece que o questionamento proferido pode restringir a resposta do questionado, em razão da preservação do potencial competitivo, conclusão em consonância aos resultados de Hollander (2010).

Por outro lado, quanto a mensagem percebida na análise dos questionamentos, destaca-se a identificação do reconhecimento formal (expresso) da qualidade do *Disclosure*, bem como de sua importância na avaliação do negócio, reconhecimento proferido ainda na contextualização do questionamento.

No entanto, outras vezes, o questionado é enfático ao afirmar que não fornecerá os detalhes solicitados por questões estratégicas, ou afirma não ter informações suficientes a reportar, limitando-se a atender o questionador. Situações como essas, são uma das causas que incitam verdadeiros embates polidos, os quais emergem novos questionamentos para a mesma temática, via replica e treplica.

A exemplo da negação em detalhar quanto ao quesito questionado, apresenta-se o questionamento realizado por Emerson à Via Varejo:

Questionamento original:

“Obrigado por escolherem minhas perguntas. Primeiramente, Roberto, em linha com o que você comentou de a Companhia ter agora uma maior autonomia no planejamento de longo prazo e um melhor relacionamento com a indústria, vocês poderiam compartilhar conosco quais medidas estão sendo tomadas nessa frente e como vocês acreditam que poderão se beneficiar? Talvez seja com melhores

condições de pagamento, preços de compra, oferta de produtos exclusivos e assim por diante. Agora, uma segunda pergunta, com relação a on-line. Temos visto um desafio em alavancar a venda do *e-commerce* e explorar a *omnicanalidade*. Vocês poderiam detalhar um pouco quais são os principais desafios para superar isso? Se vocês puderem, detalhem um pouco a estratégia do *marketplace*, em que vocês comentaram que devem vir novidades por aí. É isso, pessoal. Obrigado.

Resposta:

“ (...) Então, acho que tem vários desses ganhos. Sinceramente, eu não gostaria de detalhar todos aqui para você—no face-to-face podemos fazer isso, eventualmente—, porque tem bastante coisa aqui que é estratégica nessa relação, e não gostaríamos de divulgar”.

A exemplo dos embates, apresenta-se questionamento realizado por Tobias – Citibank para a Viavarejo:

Questionamento original:

“ (...) Em relação à parte da integração do online e offline, existe algo do ponto de vista de ganhos que vocês possam dividir conosco? Ou alguma curva sobre como devemos enxergar esses ganhos? Como você falou, existe a parte societária, que deve ter uma parte tributária associada também, onde o ganho talvez seja mais fácil de ser atingido, e a parte operacional, onde é natural esperar uma transição um pouco complicada. Enfim, eu gostaria de entender se existe alguma coisa que vocês possam dividir com relação a isso? (...)”

Por fim, se eu puder fazer outra, me chamou a atenção que, no ITR, quando eu olho para a abertura de online e offline, a parte de receita líquida cai muito no online, mais de 30% trimestre a trimestre, o que é bastante diferente do que aconteceu com a receita bruta. Isso tem a ver com o imposto? Vocês poderiam explicar isso um pouco melhor, por favor? Obrigada

Resposta:

“ Em relação à integração, as principais vantagens e benefícios que colheremos com a integração total das plataformas estão relacionadas, por exemplo, ao Retira Loja, em

que estaremos com uma visão completamente integrada e conseguiremos acelerar o Retira Loja. (...) isso, basicamente, tem um impacto positivo na venda, na receita. No GMV e na venda. (...) Hoje, no Via+, todos os programas sistêmicos vinculados a esse aspecto estão resolvidos, e agora, no momento em que integramos todos os estoques, isso dá uma velocidade e uma visibilidade maior para a loja física para vender o estoque do online.

Replica:

“ E se eu puder fazer um follow-up, Peter, você deixou claro que, dada a magnitude, o tamanho da Empresa, não é nada simples fazer integrações, como vimos ao longo do ano passado. Você falou que devemos esperar ao longo do 2Sessa integração acontecendo, do online e do offline, mas dados todos os projetos que você tem agora, que você está monitorando, dados todos os accountabilities que você gostaria de colocar, você acha difícil acontecer alguma coisa que atrapalhe tanto a operação quanto foi ao longo do ano passado, com essa grande mudança que vocês fizeram? Agora, o risco disso deveria ser bem menor??”

Resposta:

“Toda segunda-feira, gastamos pelo menos uma hora e meia discutindo os aspectos das iniciativas de estabilidade operacional e integração dos sistemas. Estamos trabalhando com um monitoramento e um nível de detalhes em cima desses projetos muito grandes. (...)

E, de novo, monitoraremos, continuaremos monitorando isso muito de perto, e é óbvio que, se acender uma luz vermelha em algum momento, teremos que tomar alguma decisão diferente da que estamos enxergando hoje. Mas eu não vejo, neste momento, nada que possa mudar o nosso planejamento.

Treplica:

Perfeito. Desculpem, eu sei que estou me alongando, mas uma última pergunta: você já falou de vendas em outra pergunta, que a tendência estaria melhor agora, mas, ao mesmo tempo, estamos vendo o macro dando uma patinada. Como vocês estão enxergando isso do ponto de vista de tráfego? Qual é o seu feeling do momento, agora?

Resposta:

De novo, por natureza, somos otimistas. Sempre procuramos ver o lado positivo de tudo que está acontecendo. Eu falei que sempre incutimos todo o nosso planejamento do ano, avaliamos todos os riscos que tínhamos, tanto em termos de receita, como de margem, como de despesas, e chegamos à conclusão de que temos condições, com iniciativas adicionais, de manter o nosso guidance. E temos uma premissa dentro desse contexto de que o macroeconômico do país continue pelo menos igual ao que temos hoje. Não estamos trabalhando com um cenário de deterioração de macro neste momento, Tobias.

Por conseguinte, assim como o exemplo detalhado, e em atendimento a verificação de indícios de assimetria de informação, conforme proposto para o estudo, catalogou-se as ocasiões em que o questionador adicionou novas perguntas com a mesma temática do questionamento original, ou quando o questionamento original emergiu de pergunta anterior ou de resposta anterior. Uma vez que estes casos remetem a ausência ou incompletude de informação.

Em resultado a esta verificação, constatou-se que 34% dos questionamentos, ou seja, 359 questões, remeteram a assimetria de informação. Entre as temáticas que mais evidenciaram assimetria de informação, em decorrência de questionamentos gerados e embasados por pergunta ou resposta anterior, ou então, por sequenciar a discussão ao emergir novos questionamentos, replicados ou treplicados da questão original. Levantamento que demonstrou a assimetria de informação concentrada nas categorias; operacional e investimento, dessas, apresenta-se as 5 principais vertentes temáticas, as quais representaram 77% das questões que sinalizaram assimetria de informação, são elas, conforme Figura 7.

**Figura 7:** Principais Temáticas que sinalizam assimetria de informação



Fonte: adaptado de Shutterstock.

Resultado em linha com os achados de Hollander (2010) tendo em vista que 59% dos questionamentos não respondidos pelos executivos relacionavam-se à assimetria de informação quanto as temáticas vendas e margem.

Fundamentado nesse resultado, e dada significativa representatividade da temática **projeções**, 55% do total de questões indicando assimetria de informação, o próprio significado literal da temática confirma a sequência lógica que remeta a presença de insegurança, dada as incertezas vinculadas ao tema, assim como a causa em que emana a assimetria de informação. Destaca-se, portanto, que o **maior percentual de assimetria de informação**, é constatado nas firmas cujo **controle acionário é concentrado no majoritário**, totalizando 203 questões ou 57% dos temas que indicaram assimetria de informação.

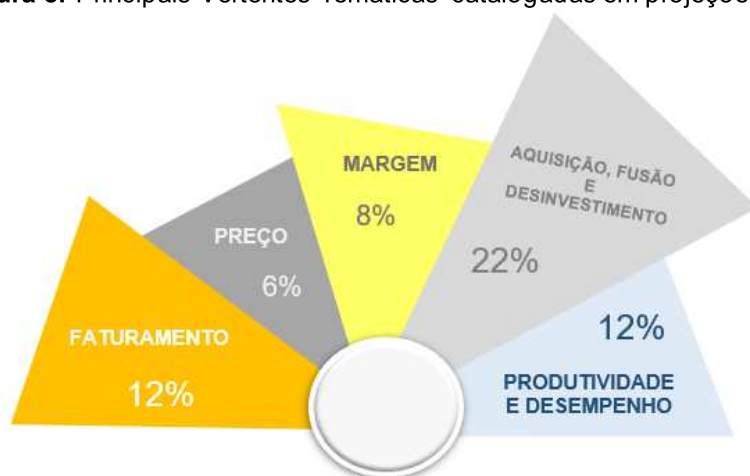
Voltando as concepções teóricas postuladas por Berle e Means (1932) em que o proprietário, motivado pelo anseio de ampliar riquezas decide **investir**, e ao depurar o fruto da operação por meio da **venda** bem sucedida, alcança o **desempenho** que o permite maximizar riquezas, respalda o afirmar que, do processo envolvido desde a decisão de investir até o obter do resultado final (lucro), consolida-se em 36% as temáticas (investimento, faturamento e desempenho) as quais sinalizam assimetria de informação diretamente ao realizado pelo negócio, logrando assim o segundo posto mais assimétrico da pesquisa. Neste mesmo sentido a presença da temática societária, remete ao referencial histórico vivenciado pelo país, o qual remete a maior grau de insegurança jurídica ocasionado pelas constantes alterações legais, destacando assim os sinais de desproteção a que o minoritário está exposto (CARVALHO, 2014).

Desta forma, é possível afirmar que os resultados vão ao encontro aos estudos que afirmam que o acionista desconhece toda a estratégia da firma, assim como os demais integrantes da comunidade de investimento, sendo impedidos assim de avaliar o negócio seguramente, soma-se a esses, o postulado quanto os países subdesenvolvidos, como o Brasil, onde constatou-se assimetria de informação de forma acentuada, fator que exponencia o risco de seleção adversa, bem como a possibilidade de risco moral (LA PORTA 1999; STIGLITZ, 2000; MACAGNAN, 2009).

Considerando a significância da temática **projeções**, sequencia-se a abertura das principais vertentes temáticas (subcategorias) que a compõe. Considerando à amostra, a temática projeções representou 42% das 1.062 questões. Sendo as mais solicitadas a vertente aquisição, fusão e desinvestimento, preponderando em 22% das

projeções. A Figura 8 evidencia a principais vertentes temáticas catalogadas em projeções.

**Figura 8:** Principais Vertentes Temáticas catalogadas em projeções



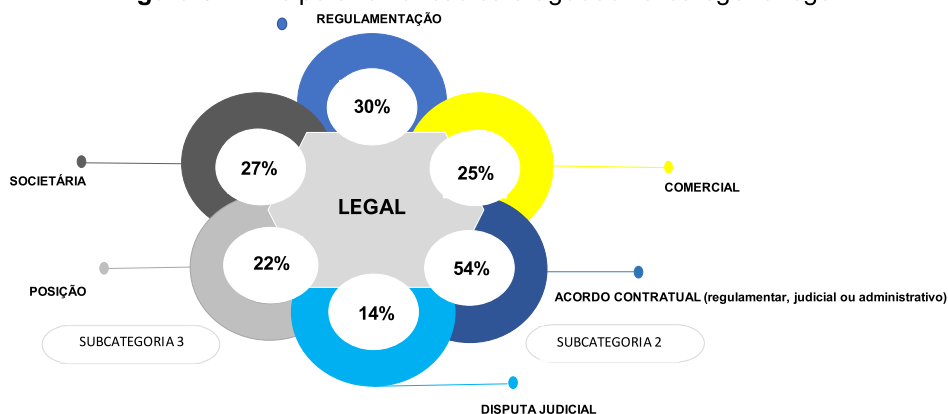
Fonte: adaptado de Shutterstock.

## • CATEGORIA LEGAL

Partindo para o que concerne a esperada atuação do Estado, e em linha com o definido por Coase (2006) visto que é por meio do cumprimento de sua função que ocorre o estabelecimento de normas jurídicas que direcionam os direitos e deveres dos envolvidos nas relações contratuais e providos por seu poder, ao fim de assegurar estabilidade entre os indivíduos é que se buscou identificar as principais inquietações legais apresentadas nas *conferece calls* de resultado e vinculadas a categoria Legal.

Desta verificação, a frequência simples, demonstrou que a temática que liderou as preocupações do mercado, foi de ordem **regulamentar**, 30% do total, seguida da temática **societária**, com 27% e a **comercial**, representando 25% da **categoria legal**, conforme apresentado na Figura 9.

**Figura 9:** Principais temáticas catalogadas na categoria legal.

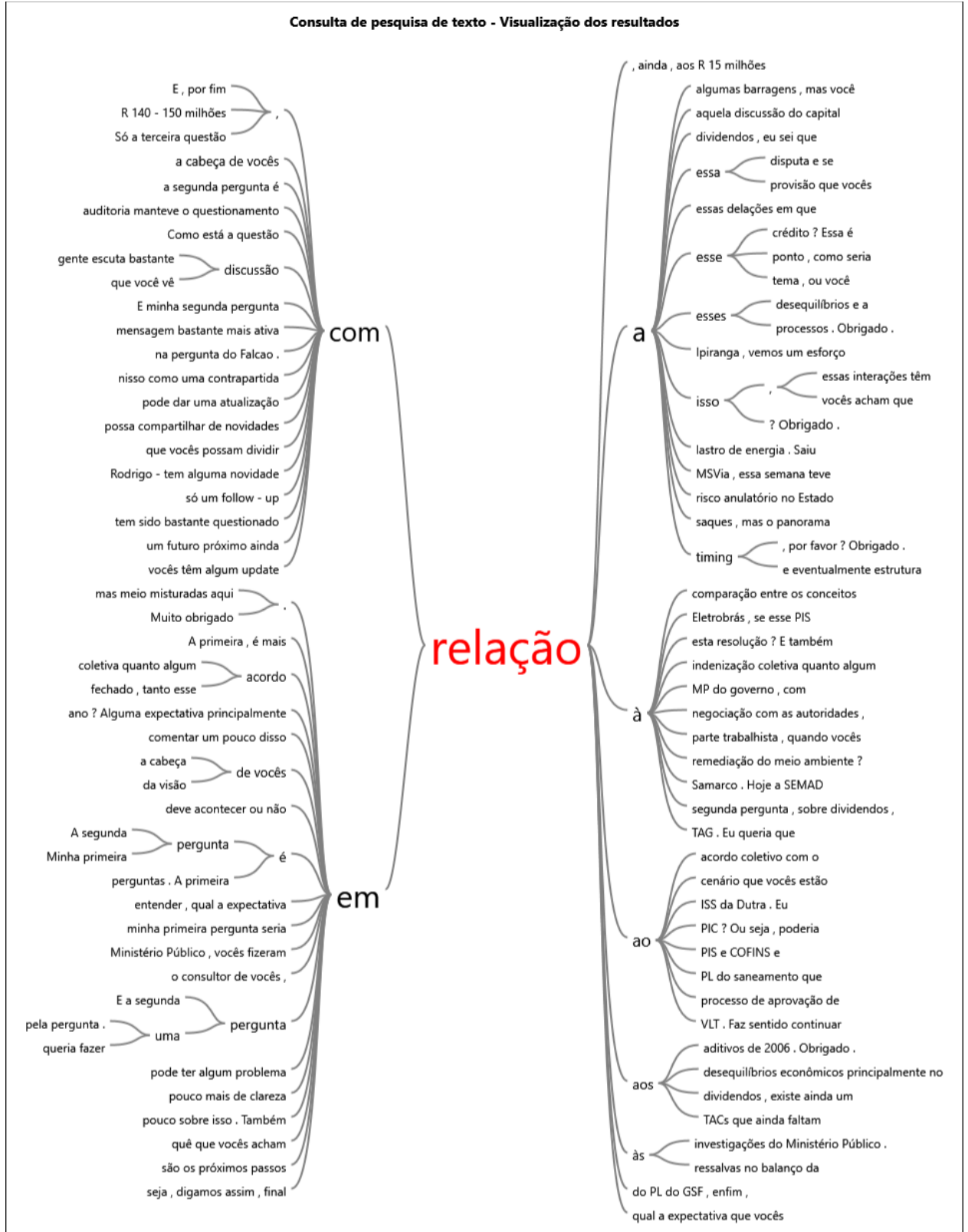


Fonte: Elaborado pela autora.



Sequencialmente, apresenta-se a sintetização dos termos que antecedem e sucedem a palavra **relação**, na composição gráfica da árvore de palavras, composta pela categoria legal.

Figura 11: Análise da Relação da Palavra Relação



Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.



Neste sentido, quanto a atuação do Estado, o sistema destaca na extração dos questionamentos para categoria legal, a palavra **governo**, o qual vincula os seguintes termos que à antecedem: negociações, discussão jurídicas, termos de ajuste de conduta e dividendos, na sequência os termos que sucedendo a palavra **governo**, como: exigências, pleitos, decretos, monopólio, negociação e regulador, respectivamente a palavra em destaque, compõem a formulação dos questionamentos para a categoria.

**Figura 12:** Análise da Relação da Palavra Governo



Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.

Os termos vinculados a palavra **governo**, demonstram, portanto, preocupação dos analistas com o impacto das intervenções do Estado, para com as negociações e as regulamentações relacionadas a firma.

Ao passo que a árvore seguinte, explana os termos vinculados a intervenção do estado quanto ao estabelecimento dos contratos, neste, destaca-se solicitação de informações envolvendo: termos contratuais, aditivos e os aspectos temporais vinculados, conforme exposto.

Figura 13: Análise da Relação da Palavra Contrato



Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.

Neste contexto, busca-se **entender** os tipos de contrato, as relações e as perspectivas da firma quanto ao cumprimento do estabelecido e as possíveis implicações.

Figura 14: Análise da Relação da Palavra Entender



Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.

No material em análise, a atuação do representante do Estado que se destacou, foi o Ministério Público, no tocante as investigações, os acordos e os termos firmados pelo órgão, conforme demonstrado na Figura 15.

**Figura 15:** Análise da Relação da Palavra Ministério Público

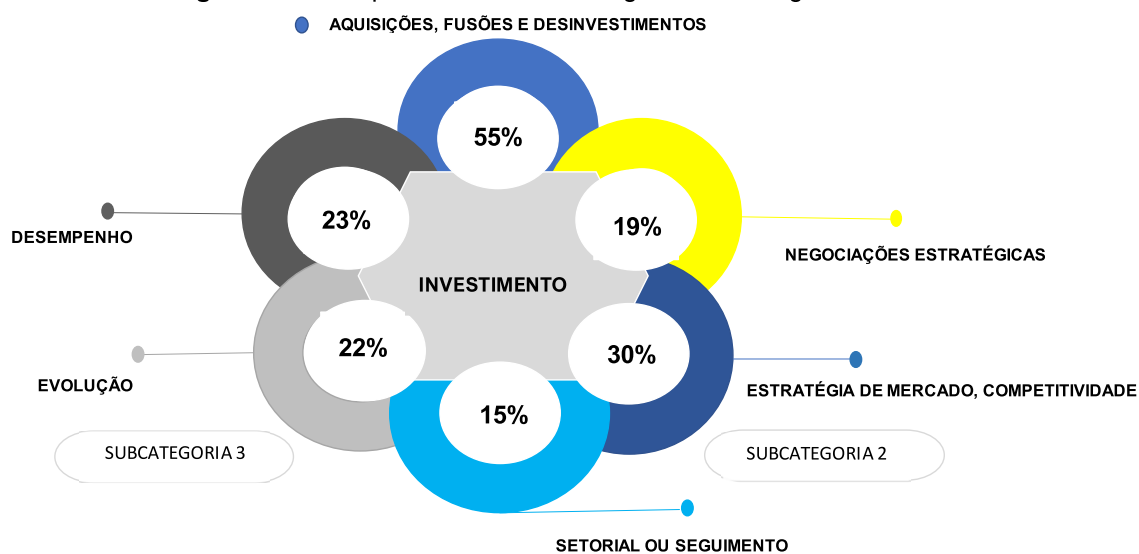


Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.

## • CATEGORIA INVESTIMENTOS

Seguindo a sequência cronológica da decisão de investir relatada por Berle Means (1932), é que se apresenta os resultados vinculados a **categoria investimento**. Para os questionamentos vinculados a categoria a frequência simples da categoria apresenta o seguinte resultado, na Figura 16.

**Figura 16:** Principais temáticas catalogadas na categoria investimento.



Fonte: Elaborado pela autora.

Em detalhes, a análise da categoria constatou que: 55% das inquietações concentram-se em **aquisições, fusões e desinvestimentos**, seguido por **desempenho** com 23% e **negociações estratégicas**, que representou 19% de todos os questionamentos relacionados para a **categoria investimento**. Afunilando para vertente temática, o que a comunidade de investimento mais demandou informações refere-se as negociações estratégicas e as estratégias de mercado para os investimentos, as quais representaram 30% e 15%, seguidamente. Neste, o maior anseio da comunidade é tomar ciência da **evolução**.

A exemplo, apresenta-se questionamento da **categoria investimento**, relacionado a subcategoria mais presente, **aquisições, fusão e desinvestimento** atinente a **estratégia de mercado, competitividade**, a qual foi solicitado a **evolução**. A pergunta foi realizada por Joseph Giordano representante do JP Morgan e direcionada ao Carrefour:

“Olá, bom dia a todos, obrigado por pegar a minha pergunta. Na verdade são três grupos aqui, a primeira delas vai para o Roberto aqui, entender um pouquinho essa dinâmica bem positiva que a gente está vendo no Atacadão. Então queria entender um pouquinho da sua cabeça, Roberto, como é que você tem visto a evolução do ambiente competitivo? Aqui a expansão parece bastante assertiva, até tentar entender se o modelo estando mais maduro em mais regiões do Brasil, a gente consegue ver uma mudança nessa curva de maturação das lojas, ou seja, a gente está chegando em regime de cruzeiro um pouquinho mais cedo?”

Desta análise, observa-se que em suma, as temáticas identificadas remetem o entendimento de que a comunidade de investimentos objetiva prospectar informações qualitativas, para melhor interpretar os números contábeis, divulgados antes da *conference call* de resultado. Haja vista que as temáticas questionadas permitem observar que a comunidade, além de acompanhar o desempenho dos investimentos, anseia conhecer em detalhes a atuação e o objetivo estratégico definido para as opções de investimentos. Constatação que vai ao encontro aos estudos de Hughes, Liu e Liu (2007) os quais reconhecem que a informação qualitativa complementa as informações quantitativas, para que assim gerem retorno acima do previsto.

Nesta categoria, a sintetização de todos os questionamentos, apresentado em nuvem de palavras, centralizou-se em: expansão, fusão e aquisição.

Figura 17: Nuvem 2. Categoria Investimentos



Fonte: Nuvem gerada pelo sistema Nvivo.

Por outro ângulo, de forma mais abrangente, apresenta-se árvore de palavras, a qual demonstra a integridade dos termos antecessores e sucessores ligados as palavras eixo; aquisição, expansão e fusão ou desinvestimento. Ligação possivelmente explicado pela importância que as definições detêm ao ambiente competitivo e estratégico da firma para com o mercado, bem como, para a perenidade do negócio.

Figura 18: Análise da Relação da Palavra Expansão

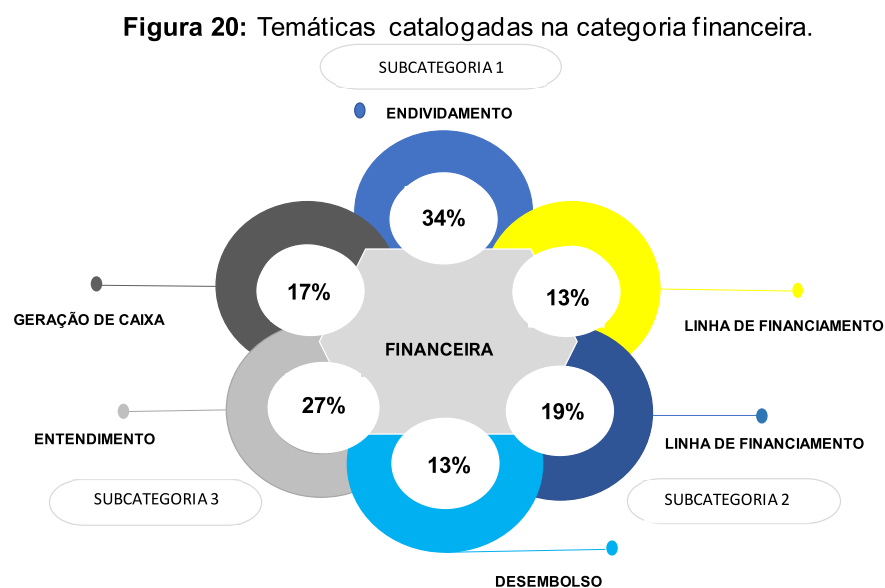


Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.



## • CATEGORIA FINANCEIRA

Como normalmente, uma vez embasado pelas informações de investimento é que o investidor decide ofertar suas economias, considerando o potencial de retorno a obter, é que se apresenta os resultados apurados com as inquietações da **categoria financeira**. A Figura 20 apresenta as principais temáticas catalogadas na categoria financeira.



Fonte: Elaborado pela autora.

Na categoria financeira, o **endividamento** encabeça as inquietações dos representantes do mercado de capitais brasileiro, representando 34%, na sequência aparece **geração de caixa** com 17% e **linha de financiamento** com 13%. O efeito combinado da subcategoria 1, endividamento e geração de caixa, acarretou o reaparecimento do tema **linha de financiamento** na subcategoria 2, e liderou a vertente temática com 19% de representação das demandas por mais informações, gerando resultado consolidado de 32%. A segunda vertente temática mais presente foi **desembolso** com 13%, no geral, solicitou-se em preponderância o **entendimento** das operações financeiras, correspondendo a 27% da **categoria financeira**.

A exemplo, apresenta-se questionamento da **categoria financeira**, relacionado a subcategoria mais presente, **endividamento** atinente a **linha de financiamento**, a qual foi solicitado a **evolução**. A pergunta foi realizada por Maria Carolina representante do Credit Suisse e direcionada a Engie:

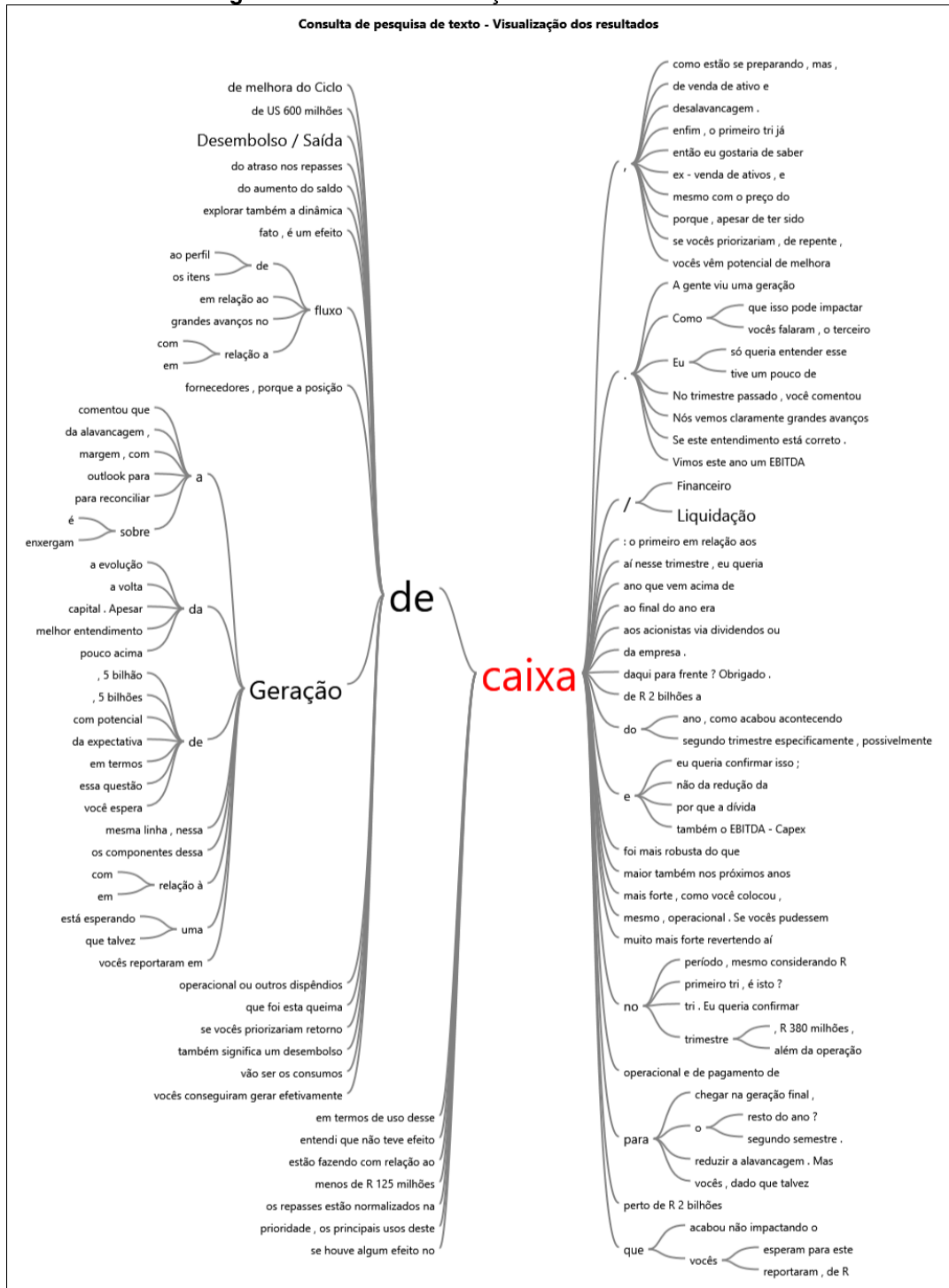






Para a categoria, o sistema destacou a palavra **geração**, está diretamente relacionada a palavra **caixa**, dessa madeira, e adicionando a análise os termos antecessores e sucessores, é possível inferir que as principais inquietações dos analistas envolvem os montantes envolvidos nos fluxos de caixa, bem como a composição da origem destes recursos; se via alavancagem, desinvestimento ou se gerados pela operação, dado ao destaque a palavra **Ebitda**.

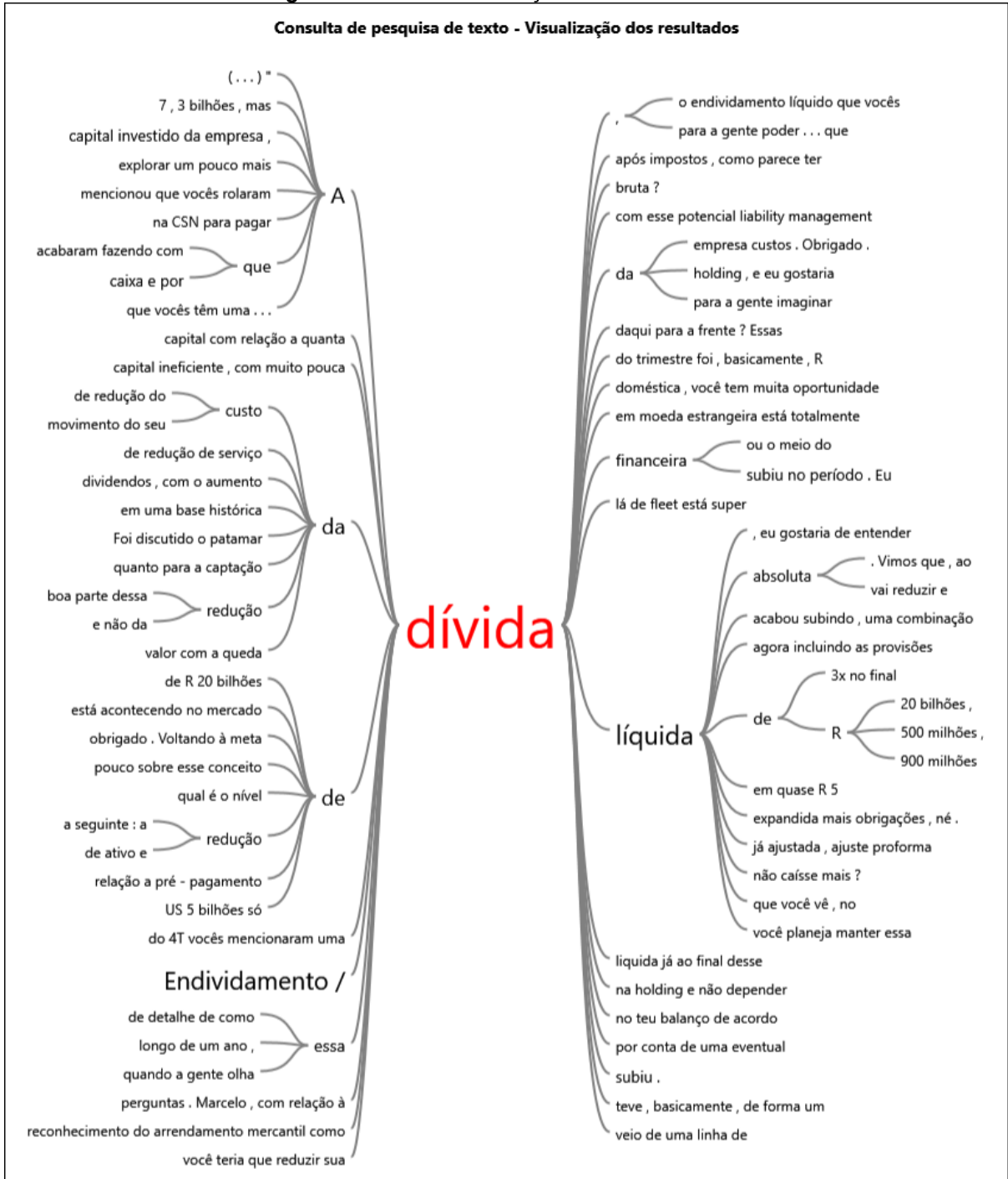
Figura 22: Análise da Relação da Palavra Caixa



Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.

Neste sentido, apresenta-se os termos envolvendo a palavra **dívida**, estes demonstram que a composição dos questionamentos envolve a quantificação monetária das obrigações, o custo da dívida, bem como a sustentabilidade do investimento (*liability management*) de forma a garantir a capacidade de cumprir com as expectativas e obrigações, inclusive quanto ou como, isso pode impactar no pagamento de dividendos.

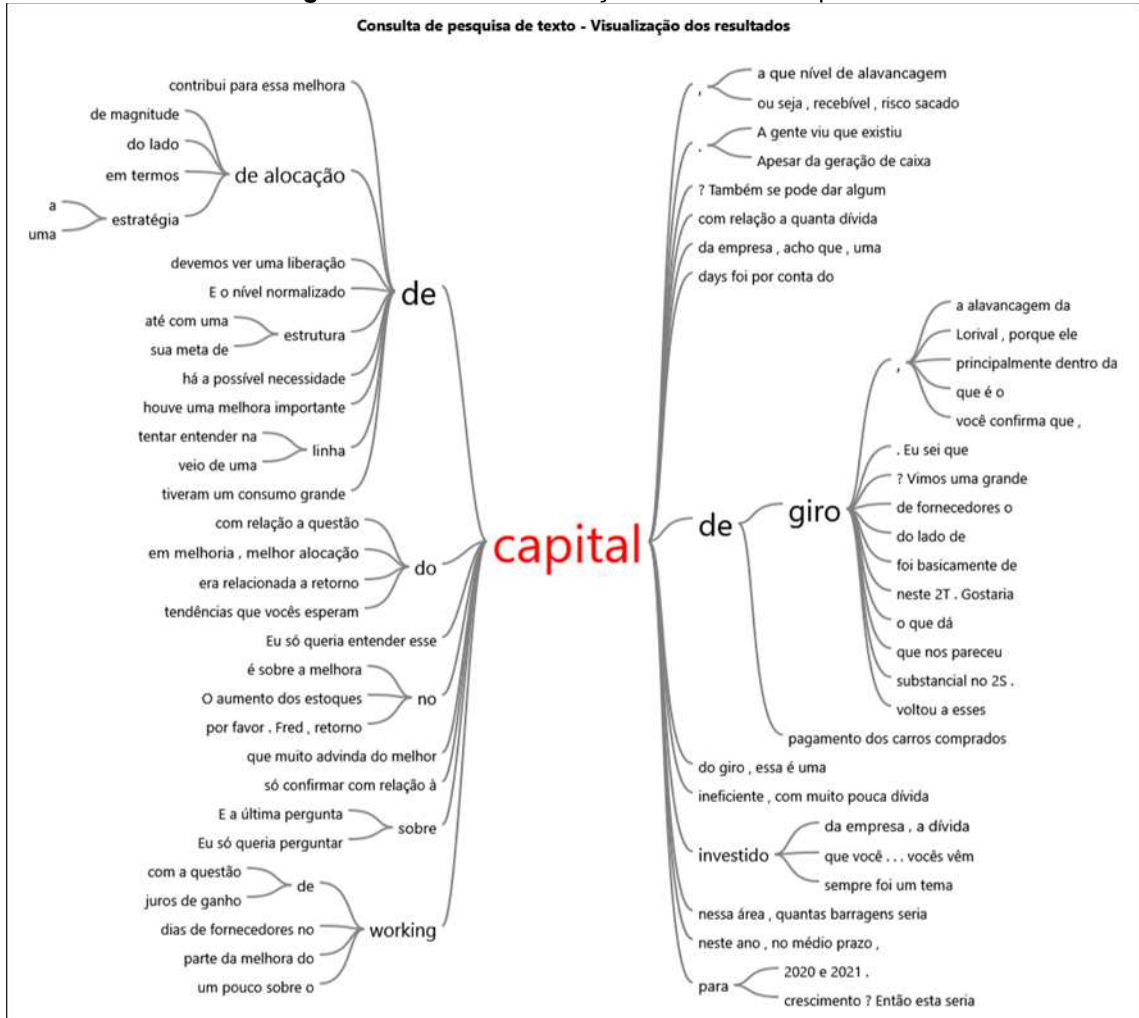
**Figura 23:** Análise da Relação da Palavra Dívida



Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.

Aspectos similares são identificados nos termos vinculados a palavra **capital** e **dividendos**, conforme apresenta-se na sequência.

**Figura 24:** Análise da Relação da Palavra Capital



Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.

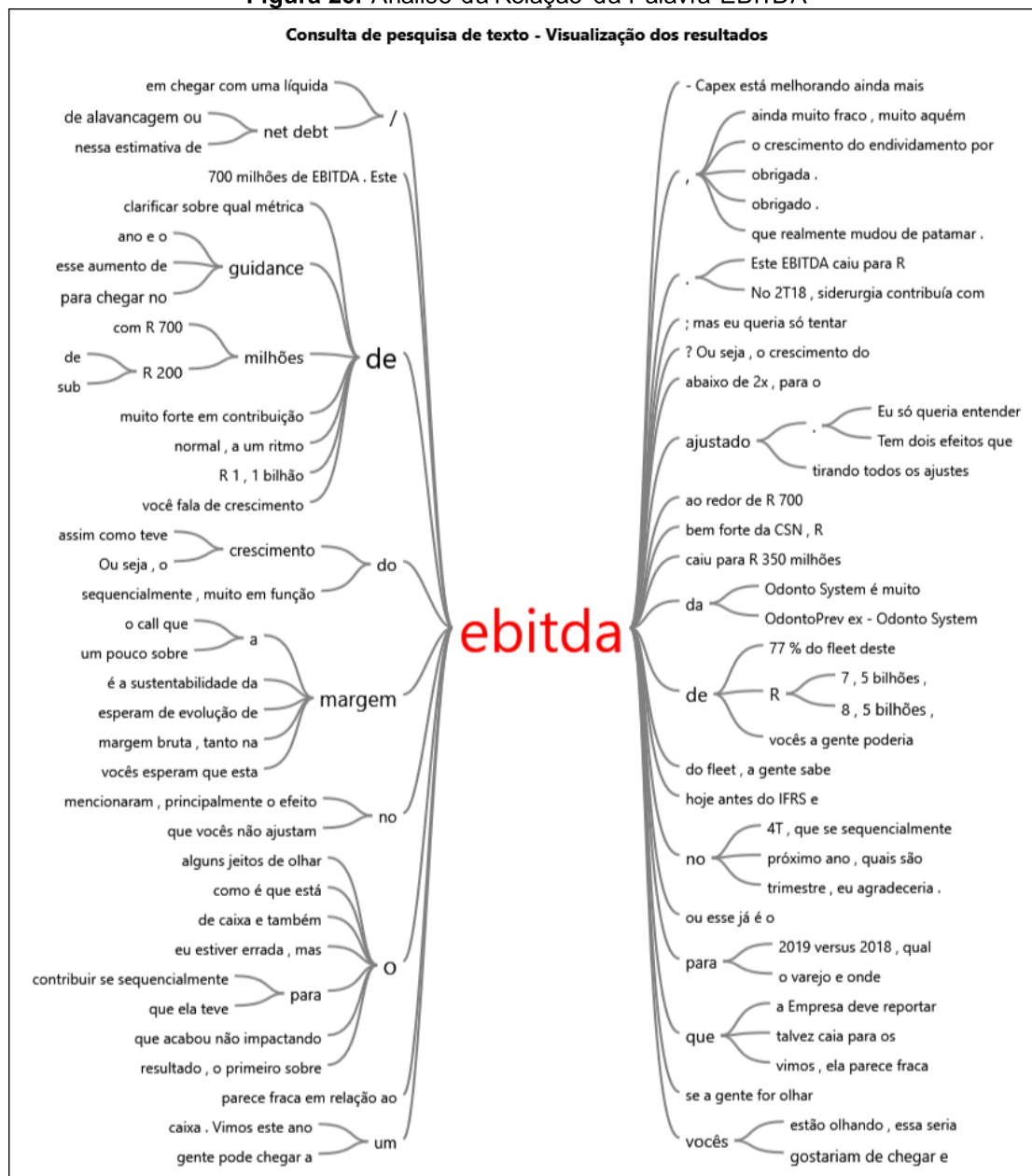
**Figura 25:** Análise da Relação da Palavra Dividendos



Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.

Quanto ao *Ebitda*, os termos que relacionam a palavra eixo, envolvem a mensuração da representatividade do indicador quanto ao nível da dívida, bem como aos aspectos que explicam os resultados e as expectativas apuradas no período em questão ou para expectativas futuras.

**Figura 26:** Análise da Relação da Palavra EBITDA



Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.

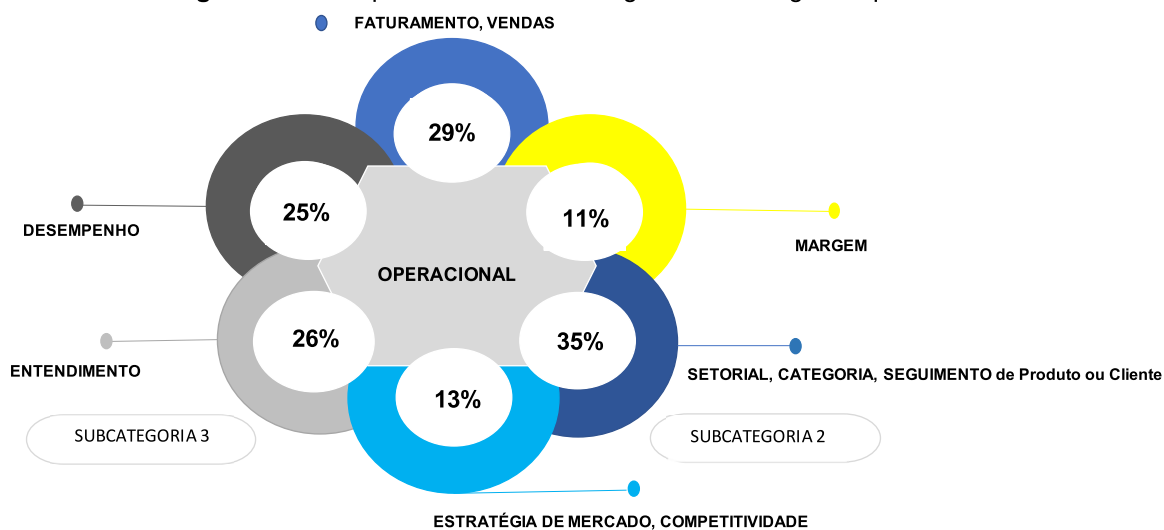
## • CATEGORIA OPERACIONAL

Por conseguinte, apresenta-se as principais preocupações dos analistas com a principal força motriz de multiplicação de riquezas, a operação. Razão pela qual, oportunamente questiona-se os representantes da administração, como forma de

avaliar a natureza e os efeitos refletidos nas atividades do negócio em que operam (CPC 22).

Assim, apresenta-se frequência temática quantificada para a categoria operacional, a qual constata-se que o tema que mais inquieta os analistas, representando 29% da categoria, foi o **Faturamento**, em segunda posição o **Desempenho**, o qual respondeu por 25% das preocupações, e pôr fim a **Margem** com 11% da categoria operacional. Conforme apresentado na Figura 25.

**Figura 27:** Principais temáticas catalogadas na categoria operacional.



Fonte: Elaborado pela autora.

Em suma, os resultados apresentados nas vertentes temáticas da categoria, ficaram concentradas nas solicitações adicionais de informações **setoriais do negócio** e nas informações vinculadas a **estratégia de mercado e competitividade**, as quais representaram 35% e 13%, respectivamente.

A exemplo, apresenta-se questionamento da **categoria operacional**, relacionado a subcategoria mais presente, **faturamento, venda** atinente a **setorial, categoria, seguimento de produto ou cliente**, a qual foi solicitado **entendimento**. A pergunta foi realizada por Gustavo Oliveira representante do USB e direcionada a Via Varejo:

“Obrigado pela minha pergunta. Tenho algumas perguntas e a primeira é em relação às vendas que vocês fizeram em liquidação. Esses R\$500 milhões, se vocês eliminassem isso, quanto seria o same-store-sales que vocês teriam nas lojas físicas nesse trimestre? Não sei se isso que entre é estoque ou vendas, não ficou tão claro, não sei se vocês poderiam clarificar um pouco isso.”





utilização das plantas produtiva. Observa-se também, as primeiras preocupações com os impactos causados pelo início da pandemia.

**Figura 29:** Análise da Relação da Palavra Produção



Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.

Por conseguinte, o mapeamento da palavra **vendas** a preocupação dos analistas vincula-se a quantificação do portfólio de vendas por setor, bem como os fatores que possa favorecer ou deteriorar o resultado obtido com sua realização.

**Figura 30:** Análise da Relação da Palavra Vendas

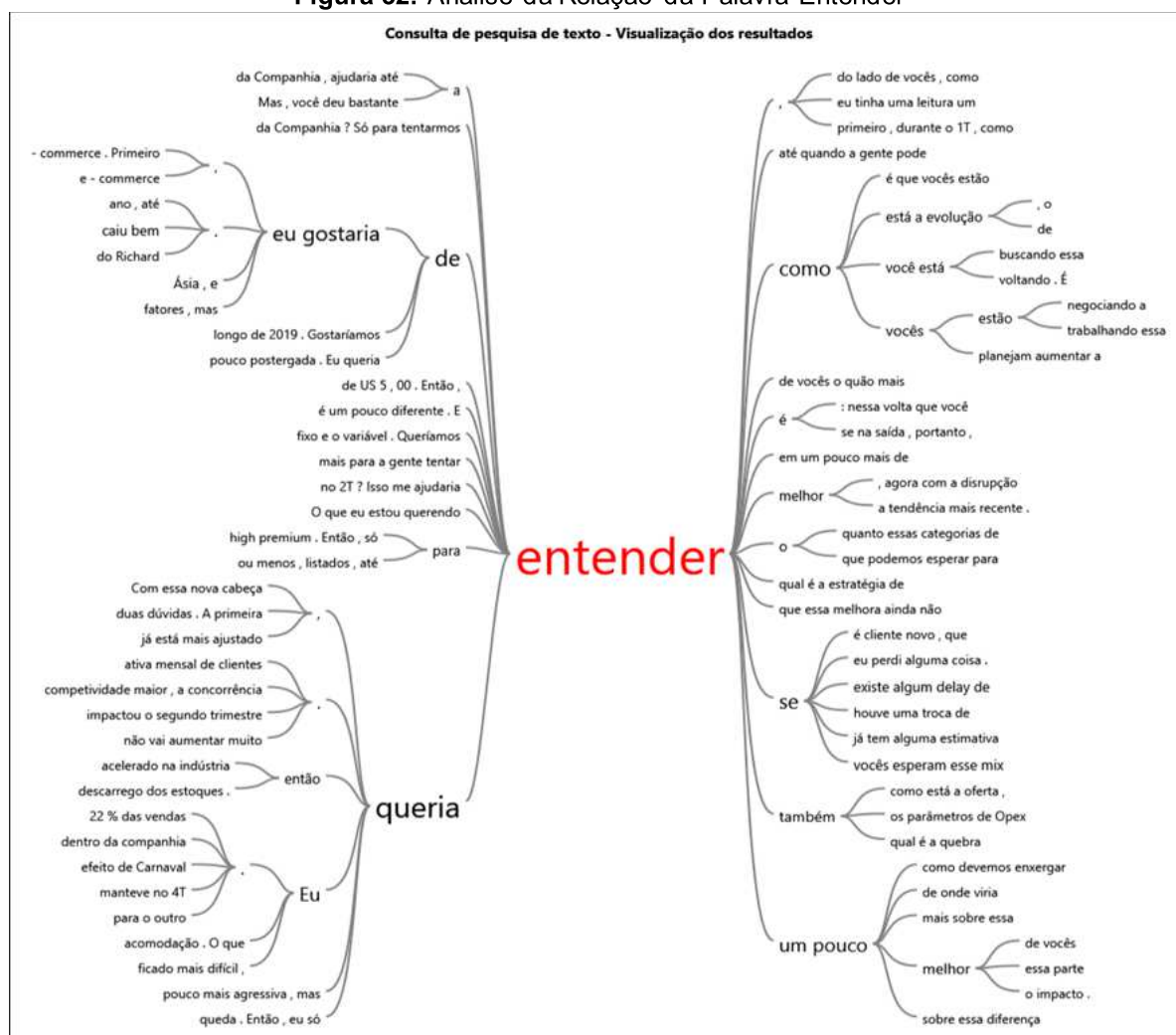


Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.





Figura 32: Análise da Relação da Palavra Entender



Fonte: Árvore de palavras gerada pelo sistema Nvivo.

Em suma, a apresentação dos resultados seguiu o encadeamento das categorias temáticas seguiu a preconização literária. Neste discorrer, inicia-se pela teorização da atuação do Estado nas relações econômicas, uma vez que exerce o papel do agente que supre as falhas de mercado. Arrow (1963) enfatiza, que o Estado age implícito ou explicitamente na economia a fim de a direcionar, bem como para diluir as falhas, como é cediço de todos, é para a atuação jurídica do Estado que se recorre mediante a desacordo. Ao passo que as ramificações jurídicas do direito se fazem presentes nos questionamentos realizados nas *conference calls* de resultado analisadas.

Nesse contexto, e considerando o conteúdo analisado, percebe-se que por meio do cumprimento das obrigações acessórias normatizadas e instruídas pela CVM, no tocante as entregas trimestrais, o qual versa sobre a obrigatoriedade de decompor os números das demonstrações contábeis em prestação de contas, não somente ao

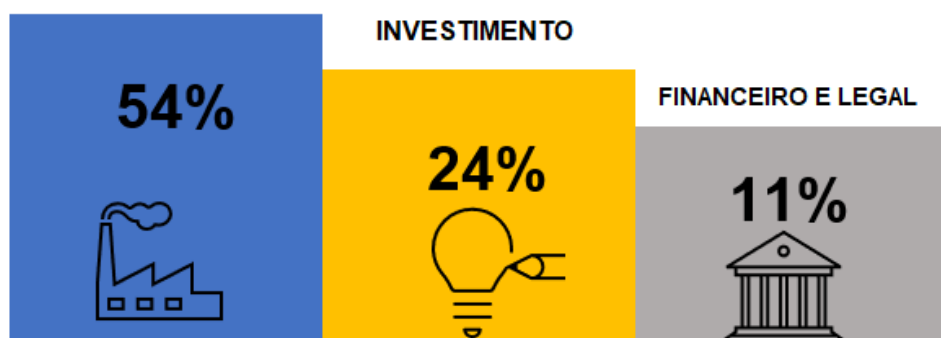
acionista, mais ao mercado financeiro, lhes é ofertado subsídio de análise quanto; ao desempenho, as fontes de financiamento e as respectivas relações pretendidas, afim de que, a informação contábil crível e tempestiva, sirva de arcabouço para a direção de negócios lucrativos, conforme importância reconhecida pelo estudos de Hugues (2014) e Holthausen e Larcker (1992).

No tocante as questões legais, a preponderância dos questionamentos na vertente temática regulamentação indiciam a presença do estado atuando como interventor das relações. Destaca-se, portanto, a preponderância dos questionamentos envolvendo a estruturação societária, ao passo que enfatiza a intervenção do Estado, a partir da motivação da maximização de riquezas, por vezes insaciável, por mais que o controlador seja abundantemente afortunado. Ainda assim, é possível que o poder de controle sirva melhor para prover lucro pessoal, em contramão a ampliação do lucro em favor da firma, como bem explica Berle e Means (1932).

Ao passo de que a eficiência produtiva efetivamente passa a depender de fatores alheios a produção, aos quais combinados e relacionados ao poder de decisão tornam-se vetores do mercado, assim, replicam-se nas inquietações reportadas por meio dos questionamentos realizados nas *conference calls* de resultado. Ainda convêm destacar os resultados dos estudos de Bassemir, Novotny e Pachta (2013) constataam que as *conference calls* de resultado ofertam novas e valiosas informações, seja durante a apresentação dos executivos ou dada a interação da gerência com outros analistas (seção de perguntas e respostas).

Neste contexto apresenta-se o resultado das categorias de informação que dominam as preocupações dos analistas do mercado de capitai brasileiro. A Figura 33 apresenta as principais inquietações do mercado do capital brasileiro.

**Figura 33:** Principais inquietações do mercado do capital brasileiro  
**OPERACIONAL**



Fonte: Elaborado pela autora.

Os questionamentos analisados no estudo concentraram à atenção dos analistas de investimentos, especificamente na operação da firma em 571 enunciados, ou seja, a preocupação preponderante do mercado é com força motriz da firma.

Haja vista que as decisões empresariais estão diretamente relacionadas a operação, bem como as estratégias mercadológicas para o investimento, havendo sempre a preocupação com as fontes de recursos que sustentarão inicialmente as decisões tomadas. Preocupou-se também, com o impacto gerado pelas normas instituídas ao negócio, portanto, as preocupações de ordem legal ocuparam o mesmo peso representativo das preocupações de ordem financeira.

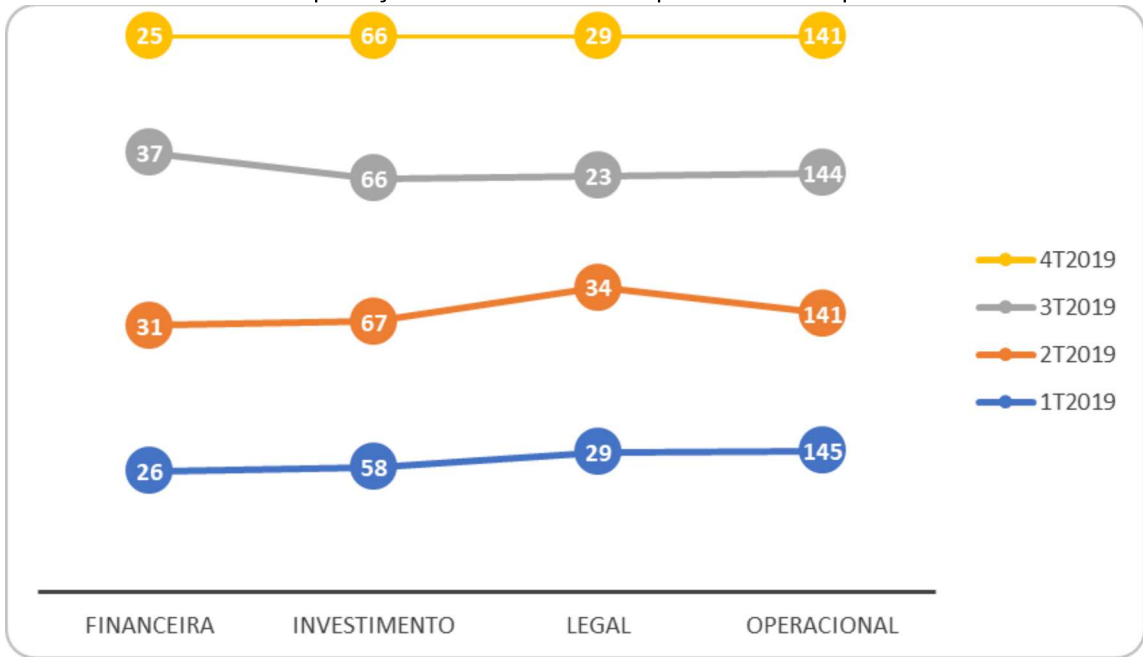
Destaca-se, portanto, a **concentração das inquietações nas firmas que possuem controle societário definido**, 634 questões, o que representou 60% do total. Por categoria, a operação liderou as inquietações com 302 perguntas, o que representou 53% das questões direcionadas a firmas com controle definido, referidas à categoria operacional.

Nesse ponto de análise, a categoria investimento também ocupou a segunda posição mais preocupante, com destaque para o maior percentual das inquietações da categoria nas firmas com controle definido, 67% da categoria, enquanto as firmas com controle difuso concentraram 33% das preocupações. O mesmo predomínio foi identificado nas categorias financeira 62% do total da categoria, e a categoria legal com 75% das preocupações concentradas nas firmas com controle societário definido.

Ao segregar as inquietações por trimestre, percebe-se uma constância em volume de preocupações, no entanto, a maior oscilação ocorre na categoria Legal no 2T2019, quando ocorre o pico de 34 questionamentos, no trimestre seguinte, declina para 23 questionamentos, o menor do ano.

Movimentação semelhante foi constatada na categoria Financeira, a qual alcançou o ápice em volume de questionamentos, 37 no 3T2019, declinando acentuadamente para 25 no 4T2019. A semelhança entre as movimentações volumétricas recém descritas, explica a divisão da terceira categoria de informação mais preocupante para os analistas do mercado de capitais brasileiro. Em seguida, ilustra-se as movimentações no Gráfico 1.

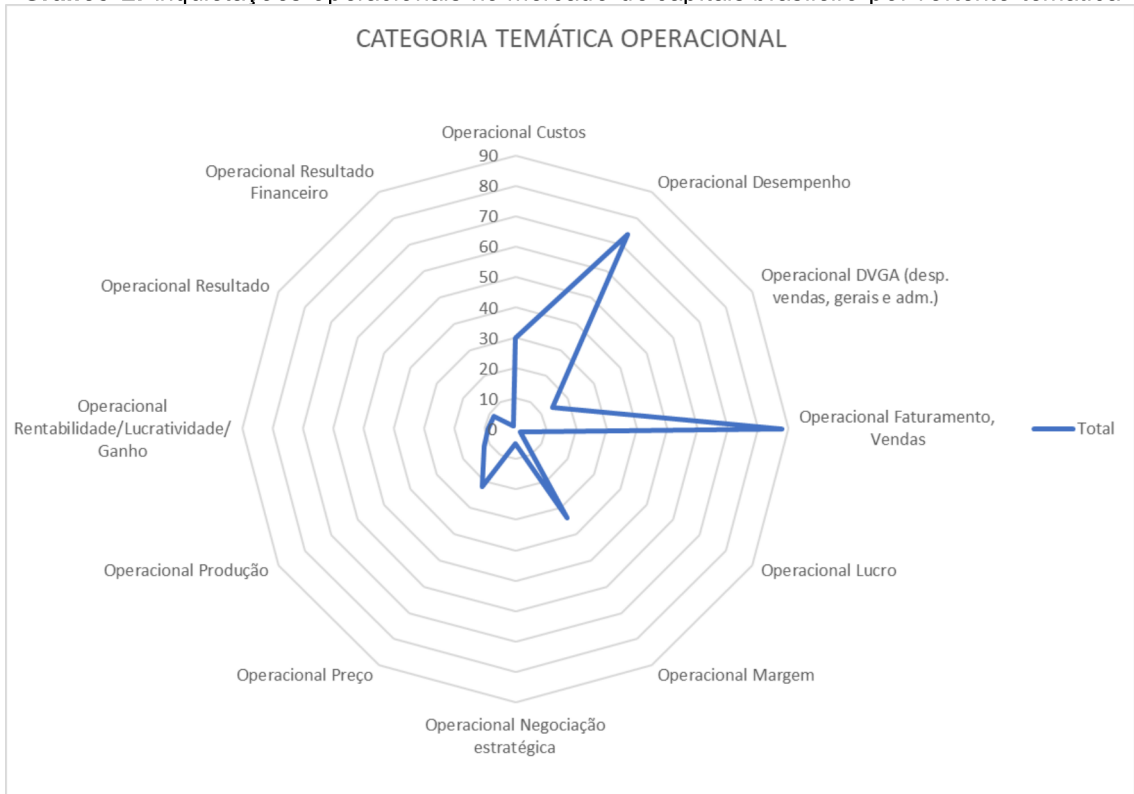
**Gráfico 1:** Inquietações do mercado de capitais brasileiro por trimestre.



Fonte: Elaborado pela autora.

Por fim, apresenta-se as temáticas por categoria, como segue especificação gráfica (Gráfico 2).

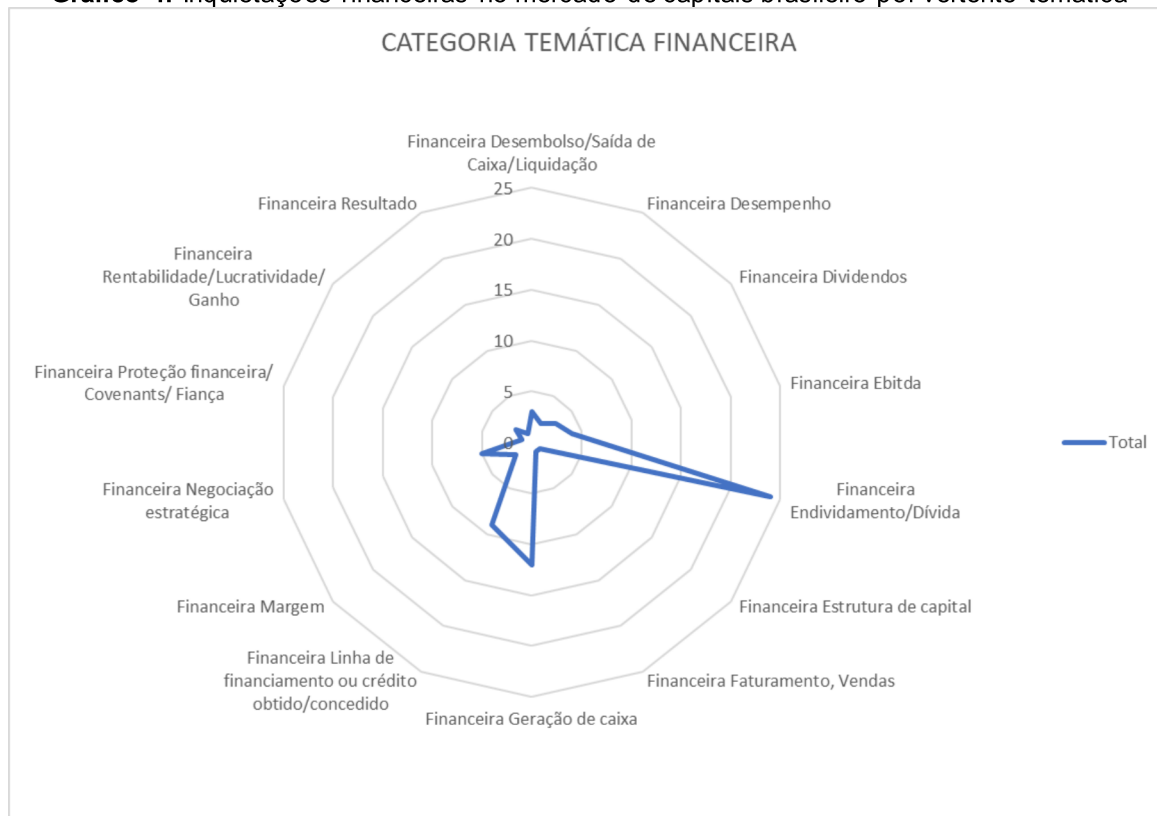
**Gráfico 2:** Inquietações operacionais no mercado de capitais brasileiro por vertente temática



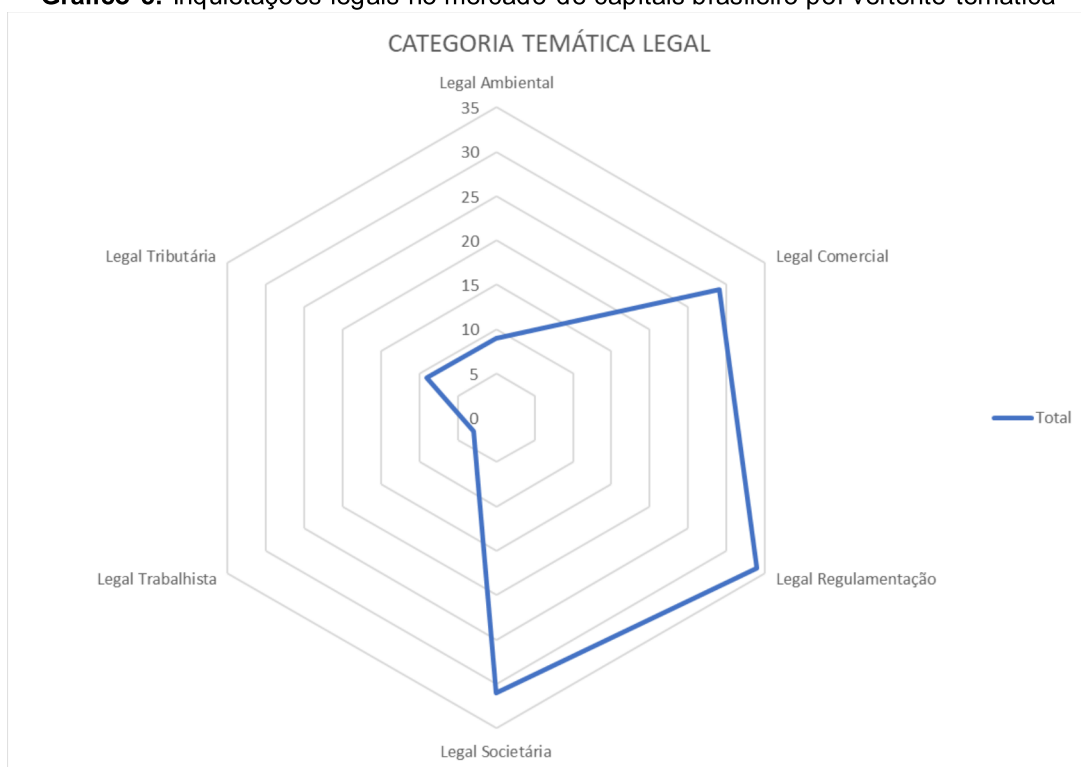
Fonte: Elaborado pela autora.

**Gráfico 3:** Inquietações sobre investimentos no mercado de capitais brasileiro por vertente temática

Fonte: Elaborado pela autora.

**Gráfico 4:** Inquietações financeiras no mercado de capitais brasileiro por vertente temática

Fonte: Elaborado pela autora.

**Gráfico 5:** Inquietações legais no mercado de capitais brasileiro por vertente temática

Fonte: Elaborado pela autora.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse estudo teve por objetivo identificar as categorias de informação que inquietamos analistas do mercado de capitais brasileiro, bem como as categorias que indiciam assimetria de informação. A definição da problemática envolvendo o mercado de capitais brasileiro, como menos desenvolvido, possuidor de sistema jurídico fraco, e com maior nível de assimetria de informação, o que aumenta a insegurança sobre este mercado, motivou a pesquisar em detalhar os temas que causam mais causa preocupação. De posse deste conhecimento enfatiza-se a necessidade de as firmas melhor detalharem suas operações por seguimento de atividade, ofertando ao mercado subsídio que possibilite melhor compilar as informações contábeis, do setor de atuação das firmas, bem com as perspectivas econômicas, as quais possam interferir no futuro do investimento.

De tal modo, a pesquisa contribuiu com a literatura à medida que explanou as categorias de informação que mais inquietaram os analistas, o que comprovou que as *conference calls* de resultado podem contribuir com a disseminação de informações para além das possíveis de serem confirmadas pelos demonstrativos contábeis. Adiciona-se a isso, as contribuições providas nas seções de perguntas e respostas, as quais fornecem informações qualitativas, do investimento e da experiência dos executivos com o negócio. Logo, o canal de comunicação pode favorecer com a diluição dos riscos de seleção adversa nas opções de investimento no país.

A apresentação das categorias de informação, obtidas por meio da análise do material originado das *conference calls* de resultado, pode despertar o interesse do minoritário em obter informações adicionais da gestão da firma. De maneira a possibilitar maior controle da gestão, assim como podem favorecer a equidade informacional entre minoritário e majoritário, de forma a amenizar os conflitos de interesse, bem como amenizar a propensão de risco moral. Situações tipicamente vinculadas a estrutura de propriedade e controle concentrada em famílias.

Outro ponto de destaque, refere-se à concentração das preocupações direcionadas a firmas com controle societário definido ( 634 questões, de 1.062) sinalizando, portanto, que a estrutura societária da maioria das firmas brasileira, bem como os riscos a ela vinculados, causam desconforto no mercado. Apesar do encabeçamento das preocupações se referirem a categoria operacional, a posição basicamente é dividida entre controle definido e difuso, com 53% e 47% da categoria,

respectivamente, condição compreensível por se referir à principal fonte de maximização da riqueza dos sócios. Por outro lado, há um forte predomínio das inquietações do mercado nas firmas com controle societário definido, especificamente, nas categorias investimento, financeira e legal com 67%, 62% e 75% de cada categoria, em sequência. Dessa maneira, os resultados ratificam os estudos que apontam o mal funcionamento do mercado de capitais brasileiro, dada suas características vinculadas a estrutura societária, econômica, financeira e jurídica.

O estudo também inferiu que o mercado de capitais brasileiro, apresenta fortes indícios de assimetria de informação, haja vista que proporcionalmente, constatou-se que mais de 1/3 dos questionamentos da amostra (359 questões, de 1.062) sinalizaram ausência ou ocultação de informação. Os resultados demonstram, portanto, que apesar das melhorias apresentadas na historiografia do mercado e confirmada por estudos subsequentes, o mercado ainda incita acentuado risco de seleção adversa, bem como possibilita a ocorrência de risco moral. O último, se respalda pelo domínio de questionamentos abarcados pela temática societária (31 questões, de 115 da categoria legal), destas 39% das vezes, solicitava-se uma posição para questões envolvendo disputa judicial, dividendos e termos dos acordos firmados e vinculados a sociedade.

Quanto as inquietações financeiras, a histórica instabilidade econômica e os recorrentes momentos em que não se ofertou segurança jurídica as atividades de investimento, respaldam a preocupação com o custo das opções de financiamento. Desta forma, o estudo confirma-se relevante, ao passo que o mapeamento das temáticas demonstrou que é preciso melhorar as políticas de divulgação atinente ao custo da dívida, uma vez que demandam atenção quanto aos detalhes informados dada a possibilidade de o resultado da operação não ser suficiente a garantir a sustentabilidade do investimento (*liability management*). O estudo também destaca a precisão em fornecer informações qualitativas que favoreçam a qualidade das avaliações do investimento, sem ferir o potencial competitivo.

Em relação aos procedimentos do estudo, pode-se relatar como desafio, a presença de aglutinação temática no mesmo questionamento, possivelmente em decorrência do questionador visar otimizar a quantidade limitada de perguntas. Com isso, embute vários temas em uma única oportunidade, haja vista que possivelmente, somente algumas perguntas são selecionadas; constatação percebida pelo frequente agradecimento pela escolha da questão. Ainda ao que se refere a aglutinação



temática, percebe-se que por vezes, o questionado demonstra insatisfação com a tática, no entanto, e por outro lado, a ação é utilizada como estratégia para exponenciar a riqueza de detalhes qualitativos dado ao maior desenvolver explicativo do questionado.

E de fato, como retorno, constata-se algumas vezes, verdadeiras aulas de mercado, fluidas por quem vivência e acompanha a operação de forma intrínseca. Participações como essas agregam qualidade e maior poder de análise quando se avalia informações preditivas.

No entanto, apesar das limitações, as *conference calls* de resultado oferecem rico material para estudos futuros no contexto brasileiro: (i) os vieses comportamentais dos representantes da administração, para com o mercado: a postura do executivo remete comprometimento com a lisura do mercado ou a postura do executivo é mais de ocultação? (ii) os vieses comportamentais dos representantes da administração em análise prévia à divulgação da fralde. A temática fraldada emergiu previamente na *conference call* de resultado? Como foi a atuação do executivo prévia ao conhecimento da fralde? E assim, se verifica, se o executivo emitiu algum sinal de ofuscação ou lisura com o mercado quando foi questionado (iii) os vieses comportamentais da comunidade de investimentos, as colocações dos representantes do mercado indicaram a percepção aos riscos de fralde previamente ao conhecimento do fato?

Ressalta-se, que além das indicações para estudos futuros, outras perspectivas desse estudo poderão ser aprofundadas, inclusive abrangendo mais anos, via desenvolvimento de dicionário interpretativo para as colocações, apesar que convêm destacar o desafio quanto a possibilidade de enviesamento temático, dada a tática de aglutinação de temas.

## REFERÊNCIAS

ABRAHAM, Santhosh; BAMBER, Matthew. As perguntas e respostas: sob vigilância. **Contabilidade, Organizações e Sociedade**, v. 58, p. 15-31, 2017.

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

AGARWAL, Vineet et al. Investor relations, information asymmetry and market value. **Accounting and Business Research**, v. 46, n. 1, p. 31-50, 2016.

ARMSTRONG, Christopher S. et al. When does information asymmetry affect the cost of capital? **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 1, p. 1-40, 2011.

ARROW, Kenneth J. Uncertainty and the welfare economics of medical care. **The American Economic Review**, v.53 n. 5 p. 941-973, 1963.

B3 BRASIL BOLSA BALCÃO. Diretoria Colegiada, 3 de outubro de 2017. Regulamento do Novo Mercado. v. eletrônica. Disponível em: [www.b3.com.br](http://www.b3.com.br). Acessado em: 08/04/2020.

BARDIN, Laurence. Análise de Conteúdo/Laurence Bardin. Presses Univcrsitaires de France: Tradução de Luís Antero Reta e Augusto Pinheiro Capa **LISBOA I Portugal: Edições**, v. 70, orig. 1977.

BASSEMIR, Moritz; NOVOTNY-FARKAS, Zoltan; PACHTA, Julian. The Effect of Conference Calls on Analysts' Forecasts—German Evidence. **European Accounting Review**, v. 22, n. 1, p. 151-183, 2013.

BERLE, Adolfo A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Editora Victor Civita, 1932.

BLAU, Benjamin M.; DELISLE, Jared R.; PRICE, S. McKay. Do sophisticated investors interpret earnings conference call tone differently than investors at large? Evidence from short sales. **Journal of Corporate Finance**, v. 31, p. 203-219, 2015.

BOCHKAY, Khrystyna; HALES, Jeffrey; CHAVA, Sudheer. Hyperbole or reality? Investor response to extreme language in earnings conference calls. **The Accounting Review**, v. 95, n. 2, p. 31-60, 2020.

BOURVEAU, Thomas; SCHOENFELD, Jordan. Ativismo de acionistas e divulgação voluntária. **Review of Accounting Studies**, v. 22, n. 3, pág. 1307-1339, 2017.

BRASIL. Decreto-lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Lex**: coletânea de legislação: edição federal, Brasília, v. eletrônica.

BRASIL. Decreto-lei no 10.303, de 31 de outubro de 2001. **Lex**: coletânea de legislação: edição federal, Brasília, v. eletrônica.

BROCKMAN, Paul et al. Words versus deeds: Evidence from post-call manager trades. **Financial Management**, v. 46, n. 4, p. 965-994, 2017.

BROCHET, Francois; NARANJO, Patricia; YU, Gwen. The capital market consequences of language barriers in the conference calls of non-US firms. **The Accounting Review**, v. 91, n. 4, p. 1023-1049, 2016.

BROWN, Lawrence D. et al. Managing the narrative: Investor relations officers and corporate disclosure☆. **Journal of Accounting and Economics**, v. 67, n. 1, p. 58-79, 2019.

BUSHEE, Brian J.; GOW, Ian D.; TAYLOR, Daniel J. Linguistic complexity in firm disclosures: obfuscation or information?. **Journal of Accounting Research**, v. 56, n. 1, p. 85-121, 2018.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CAMICIOTTOLI, Belinda Crawford. Using English as a lingua franca to engage with investors: An analysis of Italian and Japanese companies' investor relations communication policies. **English for Specific Purposes**, v. 58, p. 90-101, 2020.

CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. Saint Paul Editora, 2014.

CHAN, Ann Ling-Ching et al. Do board interlocks motivate voluntary disclosure? Evidence from Taiwan. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 48, n. 2, p. 441-466, 2017.

CHAPMAN, Kimball; MILLER, Gregory S.; WHITE, Hal D. Investor relations and information assimilation. **The Accounting Review**, v. 94, n. 2, p. 105-131, 2019.

CHEN, Jing; DEMERS, Elizabeth; LEV, Baruch. Oh what a beautiful morning! Diurnal influences on executives and analysts: Evidence from conference calls. **Management Science**, v. 64, n. 12, p. 5899-5924, 2018.

COMISSÃO, DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. **Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários**. Rio de Janeiro, 2009.

COMITE DE ORIENTAÇÃO PARA DIVULGAÇÃO AO MERCADO. **PO CODIM 02: numeração progressiva**. Rio de Janeiro, 2007.

COASE, Ronald Harry. A natureza da firma. In: **Leituras essenciais em economia**. Palgrave, Londres, 1995. p. 37-54.

COASE, Ronald Harry. **A firma, o mercado e o direito**. São Paulo: Forense, 2016.

CPC, Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Interpretação Técnica ICPC 22. **Informações por Segmento CPC - Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS 8**, v p. 1-34.

DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli et al. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administra&ccdeil; ão da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, 2004.

DEL CARMEN BRIANO-TURRENT, Guadalupe; RODRÍGUEZ-ARIZA, Lázaro. Corporate governance ratings on listed companies: An institutional perspective in Latin America. **European Journal of Management and Business Economics**, v. 25, n. 2, p. 63-75, 2016.

**Deliberação CVM 676, de 15/12/11** Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 26(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da Apresentação das Demonstrações Contábeis.

DE OLIVEIRA, Maria do Carmo Leite; PEREIRA, Silvia Maura Rodrigues. Formulations in delicate actions: a study of analyst questions in earnings conference calls. **International Journal of Business Communication**, v. 55, n. 3, p. 293-309, 2018.

DIAMOND, Douglas W; VERRECCHIA, Robert E. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325-1359, 1991.

EASLEY, David; O'HARA, Maureen. Information and the cost of capital. **The journal of finance**, v. 59, n. 4, p. 1553-1583, 2004.

ELLIOTT, W. Brooke; GRANT, Stephanie M.; HODGE, Frank D. Negative news and investor trust: The role of \$ Firm and# CEO Twitter use. **Journal of Accounting Research**, v. 56, n. 5, p. 1483-1519, 2018.

ERMEL, Marcelo; DO MONTE, Paulo Aguiar. Controle Acionário, Remuneração De Executivos E Desempenho Empresarial: Evidências Para O Mercado Brasileiro (Shareholder Control, Firm Performance and Executive Compensation: Evidence from Brazilian Market). **Brazilian Review of Finance**, v. 16, n. 3, p. 455-491, 2018.

ESTERHUYSE, Leana. Towards corporate transparency. **The Bottom Line**, 2019.

FENG, Lei; SEASHOLES, Mark S. Do investor sophistication and trading experience eliminate behavioral biases in financial markets?. **Review of Finance**, v. 9, n. 3, p. 305-351, 2005.

FERREIRA, José Antonio Stark; PORTELLA, Georgiana Alexandre. **Controladoria – Conceitos e aplicações**. Saint Paul Editora, 2015.

FIRK, Sebastian; HENNIG, Jan C.; WOLFF, Michael. Can the Balanced Scorecard Help in Designing Conference Calls? The Effect of Balanced Information Composition on the Cost of Capital. **European Accounting Review**, p. 1-32, 2020.

FREEMAN, R. Edward; WICKS, Andrew C.; PARMAR, Bidhan. Stakeholder theory and “the corporate objective revisited”. **Organization science**, v. 15, n. 3, p. 364-369, 2004.

FREEMAN, R. Edward; PHILLIPS, Robert; SISODIA, Rajendra. Tensions in stakeholder theory. **Business & Society**, v. 59, n. 2, p. 213-231, 2018.

GARCIA, KÉSSIA RAQUEL MATOS et al. Efeito da Governança Corporativa na Divulgação de Práticas de Combate à Corrupção nas Empresas Brasileiras.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Pearson Education, 2010.

GODOY, Arilda Schmidt. Pesquisa qualitativa: tipos fundamentais. **Revista de Administração de empresas**, v. 35, n. 3, p. 20-29, 1995.

GRAF-VLACHY, Lorenz; BUNDY, Jonathan; HAMBRICK, Donald C. Effects of an advancing tenure on CEO cognitive complexity. **Organization Science**, v. 31, n. 4, p. 936-959, 2020.

GRANDO, Tadeu. O efeito do controle acionário e da gestão familiar na criação de valor e no desempenho operacional das companhias abertas brasileiras. 2014.

GRANT, Stephanie M.; HODGE, Frank D.; SINHA, Roshan K. How disclosure medium affects investor reactions to CEO bragging, modesty, and humblebragging. **Accounting, Organizations and Society**, v. 68, p. 118-134, 2018.

GREENWALD, Bruce C.; STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Andrew. Informational imperfections in the capital market and macro-economic fluctuations. National Bureau of Economic Research, 1984.

GRIVOYANNIS, Elias C. A Historical Background of Brazil’s Economy. In: **The New Brazilian Economy**. Palgrave Macmillan, New York, 2017. p. 3-8.

GROSSMAN, Sanford J.; STIGLITZ, Joseph E. Sobre a impossibilidade de mercados informatizados eficientes. **A revisão econômica americana**, v. 70, n. 3, p. 393-408, 1980.

HENRY, Elaine; HU, Nan; JIANG, Xi. Relative Emphasis on Non-GAAP Earnings in Conference Calls: Determinants and Market Reaction. **European Accounting Review**, v. 29, n. 1, p. 169-197, 2020.

HOLLANDER, Stephan; PRONK, Maarten; ROELOFSEN, Erik. Does silence speak? An empirical analysis of disclosure choices during conference calls. **Journal of Accounting Research**, v. 48, n. 3, p. 531-563, 2010.

HOLTHAUSEN, Robert W.; LARCKER, David F. The prediction of stock returns using financial statement information. **Journal of accounting and economics**, v. 15, n. 2-3, p. 373-411, 1992.

HUGHES, John S.; LIU, Jing; LIU, Jun. Information, diversification, and cost of capital. In: **AFA 2006 Boston Meetings Paper**. 2004.

HUGHES, John S.; LIU, Jing; LIU, Jun. Assimetria da informação, diversificação e custo de capital. **The Accounting Review**, v. 82, n. 3, p. 705-729, 2007.

JEANJEAN, Thomas et al. International evidence on the impact of adopting English as an external reporting language. **Journal of International Business Studies**, v. 46, n. 2, p. 180-205, 2015.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C. ; MECKLING, William H. Teoria da firma: comportamento gerencial, custos de agência e estrutura de propriedade. In: Instituições sociais de economia. Springer, Dordrecht, 1979.

JENSEN, Michael C. Risk, a precificação de ativos de capital e a avaliação de carteiras de investimento. **Journal of business**, v. 42, n. 2, p. 167-247, 1969.

KAYA, Devrimi; MAIER, Christian; BÖHMER, Tobias. Empirische Kapitalmarktforschung zu Conference Calls: Eine Literaturanalyse. **Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung**, v. 72, n. 2, p. 183-212, 2020.

LAMBERT, Richard A.; LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. **Review of finance**, v. 16, n. 1, p. 1-29, 2011.

LAMBERT, Richard; LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. **Journal of accounting research**, v. 45, n. 2, p. 385-420, 2007.

LASKIN, Alexander V. The narrative strategies of winners and losers: Analyzing annual reports of publicly traded corporations. **International Journal of Business Communication**, v. 55, n. 3, p. 338-356, 2018.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEE, Joshua. Can investors detect managers' lack of spontaneity? Adherence to predetermined scripts during earnings conference calls. **The Accounting Review**, v. 91, n. 1, p. 229-250, 2016.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The journal of finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LEE, J.Z., CHOU, J.D., The relationship between management reputation and the informativeness of voluntary earnings forecast (2002) *The International Journal of Accounting Studies*, 34 (January), pp. 77-99.

MACAGNAN, Clea Beatriz. Evidenciação voluntária: fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 46-61, 2009.

MACAGNAN, C. B. **Condicionantes e Implicación de Revelar Activos Intangibles**. 2007. Tesis Doctoral (Programa de Doctorado en Creación, Estrategia y Gestión de Empresas) – Universitat Autònoma de Barcelona, Bellaterra, 2007.

MAMA, Houdou Basse; BASSEN, Alexander. Neglected disciplinary effects of investor relations: evidence from corporate cash holdings. **Journal of Business Economics**, v. 87, n. 2, p. 221-261, 2017.

MATSUMOTO, Dawn; PRONK, Maarten; ROELOFSEN, Erik. O que torna as chamadas em conferência úteis? O conteúdo informativo das apresentações dos gestores e das sessões de discussão dos analistas. **The Accounting Review**, v. 86, n. 4, pág. 1383-1414, 2011.

MD ZAINI, Syeliya et al. Voluntary disclosure in emerging countries: a literature review. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, v. 8, n. 1, p. 29-65, 2018.

MORCK, Randall; STEIER, Lloyd. A história global da governança corporativa: uma introdução. In: **Uma história de governança corporativa em todo o mundo: Grupos de empresas familiares para gerentes profissionais**. University of Chicago Press, 2005. p. 1-64.

MOREIRA, Jeíce Catrine Cordeiro; LIMA, Gerlando ASF; GÓIS, Alan Diógenes. Efeitos de fatores institucionais na anomalia de accruals na América Latina. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 36, p. 100269, 2019.

NATALE L.B., BRITO Guerra Neto C.L., HEKIS H.R., FREITAS da Silva L.C., ARAUJO de Moura L.C.M., Sidrim M.L., Letícia Batista. The influence of knowledge management in brazilian companies with better corporate governance: An analysis on business classified by Investor Relations Global Rankings. **Revista Espacios**, v. 38, n. 7, 2017.

NEL, George F.; SMIT, Eon; BRUMMER, Leon M. The link between Internet investor relations and information asymmetry. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, v. 21, n. 1, p. 1-10, 2018.

PALMIERI, Rudi; ROCCI, Andrea; KUDRAUTSAVA, Nadzeya. Argumentation in earnings conference calls. Corporate standpoints and analysts' challenges. **Studies in communication sciences**, v. 15, n. 1, p. 120-132, 2015.

PARMAR, Bidhan L. et al. Stakeholder theory: The state of the art. **Academy of Management Annals**, v. 4, n. 1, p. 403-445, 2010.

PEIXOTO, Fernanda Maciel; BUCCINI, Aline Rabelo Assis. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos?. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 18, p. 48-59, 2013.

POLASTRINI, Alessandra et al. **Novo Guia Relações com os investidores**. Ver. resumida. São Paulo: versão eletrônica, 2013.

PRICE, S. McKay et al. Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 4, p. 992-1011, 2012.

RODRIGUES, Sandrialem da Silva; GALDI, Fernando Caio. Investor relations and information asymmetry. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. AHEAD, p. 0-0, 2017.

ROSSONI, Luciano; MENDES-DA-SILVA, Wesley. How does legitimacy operate in emerging capital markets? Investigating the moderating effects of premium listings and firm size on risk. **Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration**, v. 36, n. 3, p. 404-417, 2019.

SMITH, Antoinette L.; ALFONSO, Elio; HOGAN, Robert. The impact of an SEC investigation on conference call participation and analysts' forecast quality. **Research in Accounting Regulation**, v. 30, n. 2, p. 148-158, 2018.

STIGLITZ, Joseph E. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. **The quarterly journal of economics**, v. 115, n. 4, p. 1441-1478, 2000.

STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Andrew. Racionamento de crédito em mercados com informações imperfeitas. **A revisão econômica americana**, v. 71, n. 3, p. 393-410, 1981.

STRAUß, Nadine; VAN DER MEER, Toni GLA. News media coverage and initial public offerings in Germany: explaining flotation performance. **Corporate Communications: An International Journal**, 2017.

TASKER, Sarah C. Bridging the information gap: Quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure. **Review of Accounting Studies**, v. 3, n. 1, p. 137-167, 1998

UPTON, Kate. Investor relations role in merger and acquisition activity. **Quarterly Journal of Finance**, v. 8, n. 02, p. 1850006, 2018.

VERRECCHIA, Robert E. Discretionary disclosure. **Journal of accounting and economics**, v. 5, p. 179-194, 1983.

VERRECCHIA, Robert E. Consensus beliefs, information acquisition, and market information efficiency. **The American Economic Review**, v. 70, n. 5, p. 874-884, 1980.

VOELCKER, Gabriel Medaglia. Uma análise da tomada de risco em firmas familiares. 2018.



### Apêndice 1: Revisão de literatura de estudos empíricos efetuados na base Scopus.

<b>Autores</b>	<b>Ano</b>	<b>Journal</b>	<b>Pesquisado</b>	<b>Resultados</b>
<b>Amoozegar A., Berger D., Cao X., Pukthuanthong K.</b>	2020	Journal of Financial Research	O efeito do tom na divulgação de informações qualitativas das firmas durante as coference calls de resultado.	A propriedade institucional agregada amortece o tom , com isso os investidores institucionais de curto prazo associam-se a um tom mais positivo, o contrário ocorre com o grupo de investidores de longo prazo.
<b>Bochkay K., Hales J., Chava S.</b>	2020	Accounting Review	O papel da linguagem dos executivos nas conference calls de resultado, controlando o tom positivo versus negativo.	Desenvolveu-se um dicionário de extremidade linguística em conference calls de resultados.
<b>Bradley D., Gokkaya S., Liu X.</b>	2020	Management Science	As conexões profissionais entre executivos e analistas.	Analistas com profissionais para a firma de cobertura têm previsão de lucros mais precisas, emitem recomendações de compra e vendas mais informativas, por consequência é mais provável que esses analistas participem, sejam escolhidos e façam mais perguntas durante as conference calls.
<b>Cohen L., Lou D., Malloy C.J.</b>	2020	Management Science	O Controle de informações ao mercado, por meio das conference calls e dada a participação de analistas otimistas.	Firmas que recorrem a analistas otimistas tendem a ter um desempenho inferior no futuro, dada a mais surpresas de lucros futuros negativos.
<b>Driskill M., Kirk M.P., Tucker J.W.</b>	2020	Accounting Review	A atenção dos analistas na emissão de previsão de lucros, para firmas pertencentes a seu portfólio de acompanhamento, em detrimento a outras, e quando ocorrem anúncios simultâneos.	Concluiu-se que os analistas são menos propensos a emitir previsões de lucros oportunas para o trimestre subsequente para a firma da amostra, quando comparada ao analista sem um anúncio simultâneo. Ao passo que a eficiência da previsão do analista diminui à média que aumenta o número de anúncios simultâneos, além disso, os analistas são mais lentos em fornece recomendações de ações e menos propensos a

				fazer perguntas nas conference calls.
<b>Druz M., Petzev I., Wagner A.F., Zeckhauser R.J.</b>	2020	Financial Analysts Journal	Correlação do tom gerencial nas conerence calls com o futuro da firma.	A mudança no tom sombrio ou a negatividade indicam fortemente: menores ganho e maiores incertezas. Por consequência, analistas e investidores reagem mal quando extraem informações relevantes as mudanças de negatividade.
<b>Firk S., Hennig J.C., Wolff M.</b>	2020	European Accounting Review	Os benefícios que a conference calls poderia propor a firma a medida que utilizem o conceito de balanced scorecard como uma estrutura para apresentar informações.	Mostrou-se que a firma pode se beneficiar ao preparar as conference calls com o conceito de balanced scorecard, dada aos resultando obtidos quanto ao custo de capital e a redução de assimetria de informação.
<b>Graf-Vlachy L., Bundy J., Hambrick D.C.</b>	2020	Organization Science	A complexidade cognitiva dos executivos (CEO's) na evolução da carreira, embasada nos padrões de linguagem expressos na seção de perguntas e respostas das conference calls trimestrais.	Os índices de medição aplicados indicam que os CEOs, em geral, experimentam aumentos substanciais na complexidade cognitiva durante seu mandato, uma vez que obtêm um conhecimento específico da função, ou experiência, gradualmente maior, à medida que seus mandatos avançam, o que produz um pensamento mais complexo.
<b>Guo W., Sengul M., Yu T.</b>	2020	Academy of Management Journal	A dinâmica competitiva, principalmente como as características dos ataques observáveis influenciam as respostas competitivas das firmas.	Observou-se que as surpresas de lucros negativos de um rival apresentam-se como oportunidade para explorar a vulnerabilidade do concorrente. Portanto, tais surpresas estão positivamente associadas à intensidade das ações competitivas iniciadas por uma firma. Além disso, a complexidade e a imprecisão da linguagem de um rival em uma conference call de resultados fortalecem a relação positiva entre a surpresa negativa dos lucros e a intensidade das

				ações competitivas da firma.
<b>Hrazdil K., Novak J., Rogo R., Wiedman C., Zhang R.</b>	2020	Journal of Business Finance and Accounting	A personalidade dos executivos.	Constatou-se cinco grandes traços de personalidade - franqueza, consciência, extroversão, amabilidade e neuroticismo - com base nos quais estimou-se a tolerância ao risco. Tolerância esta que varia de acordo com as medidas inerentes e comportamentais existentes, a saber: gênero, idade, sensibilidade da remuneração à volatilidade do retorno das ações.
<b>Kaya D., Maier C., Böhmer T.</b>	2020	Schmalenbachs Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung	Revisão a literatura empírica sobre os determinantes e as consequências econômicas das conference calls.	A revisão da literatura inclui 49 estudos de periódicos internacionais de alta classificação entre 1998 e 2018.
<b>Ramelli S., Wagner A.F.</b>	2020	Review of Corporate Finance Studies	O conteúdo e o tom das conference calls refletem o desenvolvimento das reações do mercado ao novo coronavírus de 2019 (COVID-19) como os choques reais e políticas financeiras impulsionam o valor da firma ao longo do tempo	No geral, os resultados ilustram como os efeitos reais previstos da crise de saúde, um desastre raro, foram amplificados por meio de canais financeiros.
<b>Brown L.D., Call A.C., Clement M.B., Sharp N.Y.</b>	2019	Journal of Accounting and Economics	Aprofundar a compreensão do papel dos executivos de relação com o investidor nas conference calls.	Conclui-se que a atuação dos executivos influencia: a comunicação, o valor, a natureza e o momento da comunicação privada entre os executivos, analistas e investidores, além da existência de certo grau de teatro nas conference calls, o afirmado alcança inclusive a seção de perguntas e respostas.
<b>Chen Z., Loftus S.</b>	2019	Accounting, Organizations and Society	O efeito conjunto da linguagem auto-inclusiva dos gestores (SIL) e as notícias de desempenho nas reações dos investidores às divulgações contábeis.	Percebeu-se, altas de credibilidade do executivo e julgamentos de investimento mais altos para SIL individual em relação ao SIL coletivo ou SEL (linguagem autoexclusiva) quando as notícias de desempenho são negativas o que, por sua vez, aumenta os

				julgamentos de investimento.
<b>Clifton Green T., Jame R., Lock B.</b>	2019	Accounting Review	A extroversão de executivos, medida pelos padrões de fala durante as conference calls.	Concluiu-se que os executivos extrovertidos experimentam benefícios significativos na carreira uma vez que ganham salários de 6 á 9% maiores. Além disso, os CEOs extrovertidos têm menos probabilidade de passar por uma rotatividade de empregos, ter mandatos mais longos, servir em mais conselhos externos e ocupar cargos de diretoria em firmas maiores, e os CFOs extrovertidos têm mais probabilidade de serem promovidos a CEO.
<b>DesJardine M., Bansal P.</b>	2019	Organization Science	As conference calls de resultado para explicar o horizonte de tempo das organizações, ao fim de favorecer o entendimento da causa a qual firmas crescem no curto prazo, em detrimento a outras de capital aberto.	Concluem as avaliações negativas encurtarão os horizontes de tempo da organização mais do que as avaliações positivas os alongarão.
<b>El-Haj M., Rayson P., Walker M., Young S., Simaki V.</b>	2019	Journal of Business Finance and Accounting	O discurso financeiro, dada revisão de temas comuns e inovações na literatura e avaliação as contribuições incrementais de estudos que aplicam métodos de linguística computacional sobre a análise de conteúdo manual	Conclui-se que as pesquisa em contabilidade e finanças está atrasada em termos de métodos de linguística computacional em geral, assim como que questões estruturais limitam a relevância prática; e que os métodos de linguística computacional e a análise manual de alta qualidade representam abordagens complementares para analisar o discurso financeiro.
<b>Ferreira F.R., Fiorot D.C., Motoki F.Y.S., Moreira N.C.</b>	2019	RAE Revista de Administraçã o de Firms	O tom dos gestores para explicar se o desempenho da firma está relacionado à sua divulgação voluntária em conference call e se as informações voluntárias estão relacionadas aos resultados futuros das firmas brasileiras.	Os resultados sugerem uma relação positiva entre o tom usado pelos gestores durante a conference call e o desempenho atual e futuro das firmas.
<b>Firk S., Schmidt T., Wolff M.</b>	2019	Management Accounting Research	O gerenciamento baseado em valor observado durante as conference	Evidenciam que a ênfase do CFO melhora o desempenho dos

			calls, bem como as implicações de desempenho dos CFOs e o desafio de manter a ênfase na modalidade de gerenciamento (baseado em valor) após a sucessão do CFO.	adotantes do gerenciamento baseado em valor, o entanto, os CFOs sucessores, que não eram responsáveis pela implementação inicial da modalidade de gerenciamento, normalmente colocam menos ênfase a gestão baseada em valor.
<b>Huang S.-Y., Chung Y.-H., Shen T.-W.</b>	2019	Journal of Accounting Review	O conteúdo informativo das conference calls de resultado em Taiwan, utilizando características, duração da chamada e tom de chamada de base linguística.	Evidenciam a importância das comunicações e interações entre a administração e os participantes na seção de perguntas e respostas da conferência, uma vez que a conference calls se torna um local de disseminação de informações no mercado de capitais.
<b>Jancenelle V.E., Storrud-Barnes S.F., Iaquinto A.</b>	2019	Journal of General Management	A táticas retóricas, diferentes do tom, que podem estar disponíveis para os gestores criarem valor durante tempos de maior incerteza nos lucros.	Concluem que a retórica calorosa pode ser outra maneira de mitigar as reações negativas dos investidores às surpresas de lucros, logo, o efeito caloroso pode ser usado como uma tática não convencional, mas eficaz, com a qual os executivos podem criar valor de mercado.
<b>Klevak J., Livnat J., Pei D., Suslava K.</b>	2019	Journal of Investing	A linguagem das transcrições das conference calls de resultado para comunicar suas opiniões sobre este tópico de tarifas comerciais aos investidores.	Descobriu-se que os investidores não compartilham do pessimismo expresso pelos participantes das conference calls e, na verdade, recompensam as conversas sobre tarifas com retornos de ações mais altos, porém mais voláteis.
<b>Marquez-Illscas G., Zebedee A.A., Zhou L.</b>	2019	Journal of Business Ethics	A influência dos traços de personalidade do CEO nas divulgações corporativas, analisando o tom dos anúncios de lucros	Concluem que os CEOs mais narcisistas tendem a reforçar sua autoimagem grandiosa, emitindo anúncios de lucros mais positivos, no entanto, esse desejo diminui com a idade do CEO. Por outro lado, a resposta do mercado de ações ao tom do anúncio de lucros é menos pronunciada para CEOs mais narcisistas, sugerindo que o mercado

				leva em consideração o viés nos anúncios de CEOs narcisistas.
<b>Brochet F., Kolev K., Lerman A.</b>	2018	Review of Accounting Studies	Os comovimentos do mercado de capitais em torno das divulgações de lucros.	Documentou-se que o comovimento dos retornos absolutos e assinados das ações nas janelas das conference calls das firmas anunciantes são estatisticamente e economicamente maiores do que o comovimento nas janelas de anúncio de lucros correspondentes. Assim, as análises textuais revelam que as menções aos pares e as discussões macroeconômicas contribuem significativamente para as transferências de informações das conference calls.
<b>Bushee B.J., Gow I.D., Taylor D.J.</b>	2018	Journal of Accounting Research	A linguagem complexa nas conference calls, de forma a estimar fornecimento de informações ou a ocorrência de ofuscação, nas quais relacionam-se à assimetria de informação em direções opostas.	Descobriu-se que a estimativa dos componentes de informação está negativamente associada à assimetria de informação, enquanto a estimativa do componente de ofuscação está positivamente associada à assimetria de informação.
<b>Chapman K., Green J.R.</b>	2018	Accounting Review	As consequências de longo prazo das perguntas dos analistas sobre as futuras escolhas de divulgação dos executivos.	Descobriu-se que, quando os analistas solicitam novas orientações ou perguntam sobre orientações anteriores, os gerentes têm maior probabilidade de fornecer orientações semelhantes em trimestres futuros. Quando os analistas não perguntam sobre a orientação prévia, os gerentes têm menos probabilidade de fornecer esse tipo de orientação no futuro.
<b>Chen J., Demers E., Lev B.</b>	2018	Management Science	As conference calls para medir e rastrear o humor de executivos e analistas em diferentes momentos do dia.	Evidencia-se que o tom das discussões por conference calls se deteriora acentuadamente ao longo do dia de negociação, com o humor

				de analistas e executivos se tomando mais negativo à medida que o dia passa, o que revela que o tom negativo induzido pela hora do dia leva a erros temporários de precificação das ações.
<b>Chen J.V., Nagar V., Schoenfeld J.</b>	2018	Review of Accounting Studies	As características do diálogo entre executivos-analista durante a discussão e se estes impulsionam os movimentos de preços.	Descobriu-se que os preços intra diários reagem significativamente ao tom do analista, mas não ao tom da administração, durante toda a discussão. Esse efeito fica mais forte quando o tom do analista é relativamente negativo.
<b>de Oliveira M.D.C.L., Pereira S.M.R.</b>	2018	International Journal of Business Communication	O discurso dos analistas, especificamente como eles lidam com ações delicadas, como formular perguntas sobre os pontos de desempenho negativos de uma firma	Constatou-se que as formulações de pedidos ganham força quando um orador volta a uma pergunta. Além de que, em qualquer caso, as variações no grau de generalidade / especificidade de cada versão de uma questão desempenham um papel importante na gestão do objetivo interativo do analista, nomeadamente obter informações sem comprometer a relação com a firma.
<b>Hope O.-K., Wang J.</b>	2018	Accounting, Organizations and Society	O papel da ética da gestão	Constatou-se que a assimetria de informação é significativamente maior após banhos profundos tomados por CEOs enganosos, em comparação com banhos intensos tomados por CEOs menos enganadores.
<b>Jancenelle V.E.</b>	2018	Journal of Leadership and Organizational Studies	O capital psicológico positivo em nível organizacional (PsyCap) para entender as reações dos investidores, dada a perspectiva da informação útil incremental providas nas conference calls.	Constatou-se que o PsyCap organizacional mitiga a reação negativa dos acionistas à surpresa dos lucros, indicando que o capital psicológico é bem percebido pelos investidores e adiciona valor de mercado para as firmas.
<b>Jung M.J., Wong M.H.F., Zhang X.F.</b>	2018	Journal of Accounting Research	A participação dos analistas a fim de examinar os determinantes	Descobriu-se que a participação do analista do lado da compra está associada às mudanças



			e implicações de sua participação.	absolutas no nível da firma no preço futuro das ações, volume de negócios, propriedade institucional e juros a descoberto.
<b>Salzedo C., Young S., El-Haj M.</b>	2018	Accounting and Business Research	Os vieses no comportamento de processamento cognitivo inerente dos analistas e às estruturas institucionais.	Descobriu-se que as notas dos analistas e as perguntas da conference calls exibem níveis materiais de rigor e objetividade quando as notícias sobre lucros são inesperadamente positivas, e que essas características são mais pronunciadas em resposta a notícias de lucros inesperadamente ruins.
<b>Barron O.E., Byard D., Yu Y.</b>	2017	Contemporar y Accounting Research	As divulgações financeiras com anúncios de lucros afetam as informações dos analistas sell-side sobre os lucros futuros, com foco nas divulgações de demonstrações financeiras e previsões de lucros de gestão.	Quanto à combinação, informação contábil nas conference calls, os resultados mostram que as divulgações de balanço patrimonial, segmento e previsão de lucros da gestão estão todas associadas a mais discussões relacionadas a esses itens na seção de perguntas e respostas das conference calls, consistente com analistas que desempenham um papel de interpretação de informações com relação a essas divulgações.
<b>Benner M.J., Ranganathan R.</b>	2017	Organization Science	As mudanças na forma como os analistas avaliam as estratégias das firmas estabelecidas após uma mudança tecnológica radical.	Constatou-se que os analistas pressionam as firmas para reverter as mudanças estratégicas que estão em desacordo com as métricas e lógica existentes focadas na "renda" que constituem o esquema avaliativo, assim, destaca-se a importância do enquadramento gerencial, uma vez que as firmas que enfrentam mudanças tecnológicas buscam respostas estratégicas que inicialmente divergem das expectativas das partes interessadas, bem como a possibilidade de que, à medida que os esquemas mudam, ações



				que inicialmente se conformam às expectativas dos analistas possam ser questionadas.
<b>Brockman P., Cicon J.E., Li X., Price S.M.</b>	2017	Financial Management	O impacto dos tons de conference calls na direção e magnitude das negociações subsequentes do executivo.	Mostrou-se que insiders corporativos compram ações da firma após conference calls de tom negativo e vendem ações após conference calls de tom positivo. Este padrão de troca de tom de chamada inverso é válido tanto para as sessões introdutórias dos gerentes quanto para as sessões subsequentes de perguntas e respostas (Q&A).
<b>Chan A.L.-C., Lee E., Petaibanlue J., Tan N.</b>	2017	Review of Quantitative Finance and Accounting	As conference callss de firmas associadas a maior assimetria de informação, como as do setor de alta tecnologia.	Mostou-se que firmas conectadas a firmas de conference calls por meio de diretores intertravados são mais propensas a realizar chamadas em conferência e a frequência dessas chamadas aumenta com a experiência relevante dos diretores interligados.
<b>Cicon J.</b>	2017	Review of Quantitative Finance and Accounting	O conteúdo das informações de conference calls corporativas, os determinantes e as consequências da produção de informações.	Demonstra-se que os CEOs produzem (suprimem) informações durante a conference call, como também que a participação do analista na chamada melhora a produção de informações, ao passo que um valor diferencial é colocado nas informações condicionadas ao segmento de mercado da firma. Por fim, afirma-se, que a medida de conteúdo desenvolvida pelo estudo, contrasta eficácia com a das metodologias convencionais de tom e contagem de palavras.
<b>Hobson J.L., Mayew W.J., Peecher M.E., Venkatachalam M.</b>	2017	Journal of Accounting Research	As capacidades de detecção de engano de auditores experientes, usando narrativas de CEOs de conference call de lucros como materiais de caso.	Descobriu-se que os julgamentos de fraude dos auditores são menos precisos para firmas fraudulentas do que para firmas não fraudulentas, a menos que recebam esta instrução. Também descobriu-se que os

				auditores instruídos descrevem mais amplamente os sinais de alerta para as firmas de fraude e identificam com mais precisão frases específicas nas narrativas que dizem respeito às fraudes subjacentes.
<b>Jancenelle V.E., Storrud-Barnes S., Javalgi R.G.</b>	2017	Management Research Review	Os efeitos da tendência empreendedora de uma firma no desempenho do mercado para grandes firmas americanas de capital aberto.	Sugere-se que que a indicação das dimensões do empreendedorismo corporativo de inovação, assunção de riscos e especialmente autonomia têm um efeito positivo no desempenho do mercado durante as conference calls, enquanto a agressividade competitiva tem um efeito negativo.
<b>Jennings J., Lee J., Matsumoto D.A.</b>	2017	Accounting Review	A localização de firmas no mesmo setor afeta o custo dos analistas de coleta e processamento de informações.	Descobriu-se que quando as firmas do portfólio de um analista estão localizadas mais longe de outras firmas do mesmo setor, o tamanho do portfólio do analista é menor e a precisão média da previsão é menor. Além de que os custos adicionais que os analistas incorrem para acompanhar firmas distantes são amplificados quando os lucros são mais difíceis de prever. Por último, constatou-se evidências de que os gerentes têm mais conhecimento sobre outras firmas na mesma área geográfica.
<b>Lee J.M., Hwang B.-H., Chen H.</b>	2017	Strategic Management Journal	O excesso de confiança por meio do tom dos tweets do CEO, do tom das declarações do CEO durante as conference calls de resultado, previsões de lucros da administração e comportamento de exercício de opção do CEO.	Constatou-se que os investidores parecem não ter consciência desse viés de excesso de confiança entre os fundadores.
<b>Milian J.A., Smith A.L., Alfonso E.</b>	2017	Accounting Horizons	Os analistas que usam linguagem mais favorável durante conference calls de lucros posteriormente emitem previsões de lucros mais precisas.	Constatou-se que uma relação significativamente positiva entre o tom de um analista durante uma chamada de firma e a precisão da próxima previsão de lucros

				trimestrais do analista para essa firma. Relação semelhante foi constatada para analistas que elogiam a gestão de uma firma durante a conference call. Assim, afirma-se a consistência de como a favorabilidade da linguagem de um analista, reflete em seu acesso à gestão da firma.
<b>Price S.M., Seiler M.J., Shen J.</b>	2017	Journal of Real Estate Finance and Economics	A reação do investidor a informações carregadas de emoção.	Constatou-se resultados estatisticamente e economicamente significativos, haja vista que a emoção dos executivos está positivamente relacionada à reação inicial dos investidores. Além de que a forte reação do investidor aos sinais emocionais dos executivos parece ser justificada, sugerindo que informações confiáveis e relevantes para o valor estão contidas nos sinais relacionados à emoção. Constatou-se também evidências limitadas de uma reversão parcial nas janelas de negociação subsequentes, sugerindo que os investidores podem se questionar ou temer uma reação exagerada.
<b>Rabier M.R.</b>	2017	Strategic Management Journal	Como os motivos de aquisição se relacionam com a distribuição do desempenho pós-aquisição.	Descobriu-se que os adquirentes que buscam sinergias operacionais têm maior probabilidade de obter retornos de longo prazo altamente positivos e negativos do que os adquirentes que buscam sinergias financeiras. Assim, os motivos relacionados às sinergias operacionais (por exemplo, crescimento da receita por meio de ofertas de novos produtos ou economia de custos por meio de economias de escala) são mais prováveis de resultar em resultados de

				desempenho extremamente alto e baixo para a firma adquirente em comparação com motivos relacionados a sinergias financeiras (por exemplo, diversificação dos fluxos de caixa).
<b>Rees L., Sharp N.Y., Wong P.A.</b>	2017	Journal of Corporate Finance	Se os analistas financeiros cronometram estrategicamente o anúncio de suas revisões de recomendações de forma consistente com seus incentivos para manter relações com a administração.	Descobriu-se que a atenção do investidor e da mídia às revisões de recomendações é reduzida nos fins de semana, o que os analistas podem explorar para cronometrar estrategicamente o lançamento de suas revisões. Em contraste, os analistas que não têm essas características são mais propensos a liberar downgrades durante a semana, o que é consistente com o fato de esses analistas serem motivados principalmente por outros incentivos, como a divulgação oportuna de suas recomendações e atrair a atenção da mídia. Logo, a divulgação estratégica de rebaixamentos de recomendações está associada a um maior acesso à gestão em conference calls públicas de lucros.
<b>Brown L.D., Call A.C., Clement M.B., Sharp N.Y.</b>	2016	Journal of Accounting and Economics	As atividades dos analistas do lado da compra, incluindo os determinantes de sua remuneração, os dados para suas recomendações de ações, suas crenças sobre relatórios financeiros qualidade, e o papel dos analistas na pesquisa .	Afirma-se que os relatórios 10-K ou 10-Q são mais úteis do que conference calls trimestrais e orientação de ganhos de gerenciamento para determinar as recomendações de ações dos analistas compradores. Sugere-se também, que os analistas do lado da venda agregam valor ao fornecer aos analistas do lado da compra um conhecimento profundo do setor e acesso ao gerenciamento da firma.

<b>Michaely R., Rubin A., Vedrashko A.</b>	2016	Journal of Accounting and Economics	A combinação de dias da semana e horários do dia (antes, durante e depois do horário de negociação) de anúncios de lucros, examinamos se os gerentes tentam cronometrar estrategicamente esses anúncios.	Documentou-se que as piores notícias sobre lucros são anunciadas na noite de sexta-feira, evidenciou-se portanto, que apenas os anúncios de sexta-feira à noite representam o comportamento oportunista racional dos gerentes. Tendo em vista que os anúncios de sexta-feira à noite são seguidos por informações privilegiadas na direção de notícias de lucros e a maior variação pós-anúncio de lucros. Assim, os gerentes também tentam reduzir a interação com os investidores e ocultar mais do que apenas notícias de lucros, anunciando na noite de sexta-feira.
<b>Allee K.D., Deangelis M.D.</b>	2015	Journal of Accounting Research	A dispersão de tons, ou o grau em que as palavras de tons são espalhadas uniformemente dentro de uma narrativa, para avaliar se a estrutura narrativa fornece uma visão sobre as divulgações voluntárias dos gerentes e as respostas dos usuários a essas divulgações.	Descobriu-se que a dispersão de tons está associada às respostas de analistas e investidores às narrativas da conference call. Logo, sugere-se que a dispersão de tons reflete e afeta as informações que os executivos transmitem por meio de suas narrativas.
<b>Brochet F., Loumiotis M., Serafeim G.</b>	2015	Review of Accounting Studies	As conference calls como um canal de divulgação voluntário, enfatizando o tempo que os executivos seniores concentram suas comunicações.	Descobriu-se que o horizonte de tempo das narrativas da conference calls pode ser informativo sobre o comportamento míope dos gerentes.
<b>Davis A.K., Ge W., Matsumoto D., Zhang J.L.</b>	2015	Review of Accounting Studies	O tom das conference calls relacionadas ao anúncio de lucros.	Descobriu-se que o tom das conference calls que não é explicado pelo desempenho atual, desempenho futuro e incentivos estratégicos tem um componente significativo específico do gerente. Logo, o desempenho atual e futuro, o tom das conference calls é significativamente influenciado por uma tendência específica do gerente de ser otimista ou pessimista, portanto, o

				otimismo específico do gerente que afeta a interpretação dos investidores das divulgações feitas nas conference calls.
<b>Soltes E.</b>	2014	Journal of Accounting Research	As interações dos analistas em particular com a gerência e porque essas interações ocorrem.	Sugere-se que a interação privada com a administração é um canal de comunicação importante para analistas por razões diferentes das notícias de previsão específicas da firma.
<b>Mayew W.J., Sharp N.Y., Venkatachalam M.</b>	2013	Review of Accounting Studies	Até que ponto os analistas que participam de conference calls de resultados por meio de perguntas possuem informações privadas superiores em relação aos analistas que não fazem perguntas.	Descobriu-se que as previsões de lucros anuais emitidas imediatamente após uma conference call é mais precisa e oportuna para analistas participantes em relação a analistas não participantes.
<b>Rogers J.L., Van Buskirk A.</b>	2013	Journal of Accounting and Economics	As previsões "agrupadas", ou previsões de lucros da administração publicadas simultaneamente com anúncios de lucros, que evoluíram para se tornar o tipo mais comum de previsão da administração.	Ilustra-se uma aplicação de expectativas condicionais para superar os erros associados à medição de notícias de previsão agrupada. Por fim, oferta-se orientações e advertências aos pesquisadores que consideram o uso desse método no futuro.
<b>Doran J.S., Peterson D.R., Price S.M.</b>	2012	Journal of Real Estate Finance and Economics	O tom linguístico das conference callss de lucros trimestrais para fundos de investimento imobiliário (REITs) negociados publicamente.	Concluiu-se que o tom do diálogo da conference call tem poder explicativo significativo para os retornos anormais no momento e imediatamente após os anúncios de lucros trimestrais. A parte de perguntas e respostas das conference callss domina as observações introdutórias gerenciais preparadas em significado explicativo. Além disso, um tom geral positivo na discussão entre a administração e os analistas quase compensou os efeitos prejudiciais de uma surpresa negativa nos lucros.
<b>Hobson J.L., Mayew W.J.,</b>	2012	Journal of Accounting Research	Os marcadores vocais de dissonância cognitiva para	Evidenciou-se o papel das pistas vocais na

<b>Venkatachalam M.</b>			detectar relatórios financeiros incorretos.	detecção de relatórios financeiros incorretos.
<b>Larcker D.F., Zakolyukina A.A.</b>	2012	Journal of Accounting Research	A linguística de discussões enganosas durante conference callss trimestrais de lucros.	Descobriu-se que o desempenho baseado em narrativas de CEO e / ou CFO é significativamente melhor do que uma estimativa aleatória por 6 a 16% e é pelo menos equivalente a modelos baseados em variáveis financeiras e contábeis. A linguagem de executivos enganosos exhibe mais referências ao conhecimento geral, menos emoções positivas não-extremas e menos referências ao valor para o acionista. Além disso, os CEOs enganosos usam significativamente mais emoções positivas extremas e menos palavras de ansiedade.
<b>Mayew W.J., Venkatachalam M.</b>	2012	Journal of Finance	Os estados afetivos gerenciais durante conference callss sobre lucros, tendo em vista a emoção vocal.	Evidencia-se que, quando os gerentes são examinados por analistas durante as conference calls, os efeitos positivos e negativos exibidos pelos gerentes são informativos sobre o futuro financeiro da firma. Logo, as pistas vocais gerenciais contêm informações úteis sobre os fundamentos da firma, incrementais tanto às informações quantitativas de lucros quanto às informações qualitativas "leves" transmitidas pelo conteúdo linguístico.
<b>Frankel R., Mayew W.J., Sun Y.</b>	2010	Review of Accounting Studies	Os custos de relações com investidores como um incentivo alternativo para que os gestores evitem pequenas surpresas de ganhos negativos, dado um efeito de preço assimétrico.	Encontrou-se um aumento assimétrico (diminuição) na duração das chamadas (propensão de previsão) para firmas que perdem as expectativas dos analistas. No entanto, não se encontrou evidências estatisticamente significativas de que o tom de chamada seja assimetricamente mais negativo para firmas que perdem as expectativas dos analistas.

<b>Hollander S., Pronk M., Roelofsen E.</b>	2010	Journal of Accounting Research	A natureza aberta das conference callss para verificar se os gerentes ocultam informações do público investidor.	As evidências sugerem que os gerentes regularmente deixam os participantes da conference calls no escuro por não responder às suas perguntas. Logo, documentou-se um forte apoio à premissa mantida na literatura de que os investidores interpretam o silêncio de forma negativa. Ou seja, os investidores parecem não interpretar nenhuma notícia como má notícia.
---	------	--------------------------------------	--	---