

Conference Calls: uma Análise Empírica do Conteúdo Informacional e do Tipo de Notícia Divulgada

Nadia Cardoso Moreira[†]

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

Felipe Ramos^Ω

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

Juliana Kozak-Rogo[¥]

University of British Columbia – UBC

Rafael Rogo[±]

University of British Columbia – UBC

RESUMO

Este artigo analisa se o tipo de notícia e a persistência dos resultados influenciam na quantidade de informações voluntárias divulgadas pelas empresas. Como *proxy* para divulgações voluntárias foi utilizado o conteúdo informacional das *conference calls* das empresas listadas na BM&F Bovespa entre os anos de 2008 a 2015. Os resultados indicam que empresas com más notícias entregam mais informações durante a *conference call* (seção de apresentação e seção de perguntas e respostas) do que empresas com boas notícias. Adicionalmente, foram encontradas evidências de que as empresas com resultados positivos e transitórios entregam um volume maior de informação do que as empresas com resultados positivos e permanentes. No que tange a empresas com resultados negativos não foi possível ser identificado relação entre a persistência e o conteúdo informacional divulgado.

Palavras-chaves: Conteúdo informacional. *Disclosure* voluntário. *Conference calls*. Boas e más notícias. Persistência.

Recebido em 13/06/2016; Revisado em 28/07/2016; Aceito em 26/08/2016; Divulgado em 01/11/2016

*Autor para correspondência:

†. Mestre em Matemática, Doutoranda em Ciências Contábeis e Administração.
Vínculo: Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE.
Endereço: Av. Fernando Ferrari, 1358, Boa Vista, Vitória – ES - Brasil. Cep. 29075-505.
E-mail: nadiacmoreira@fucape.br

Ω Doutor em Contabilidade e Administração.
Vínculo: Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE.
Endereço: Av. Fernando Ferrari, 1358, Boa Vista, Vitória – ES - Brasil. Cep. 29075-505.
E-mail: felipe.ramos@fucape.br

¥ PhD em Economia.
Vínculo: University of British Columbia - UBC.
Endereço: +1(604) 827-0004 email: 6000 Iona Dr, Vancouver, BC – Canada – V6T-2Z8.
E-mail: juliana.rogo@ubc.ca

± PhD em Contabilidade.
Vínculo: University of British Columbia - UBC.
Endereço: 2053 Main Mall, Vancouver, BC – Canada – V6T-1Z4.
E-mail: rafael.rogo@sauder.ubc.ca

Nota do Editor: Esse artigo foi aceito por Bruno Felix.



1 INTRODUÇÃO

E

ste trabalho tem como objetivo analisar se o conteúdo informacional das *conference calls*¹ é influenciado pelo tipo de notícia a ser divulgada, bem como pela persistência do resultado da firma. Mais especificamente, analisamos se uma boa ou má notícia impacta sobre a quantidade de informação divulgada pela firma na apresentação dos seus resultados trimestrais, primeira seção da conferência, ou quando é questionada pelos analistas referente aos referidos resultados, segunda seção da conferência. Para este propósito tratamos boa notícia como resultado positivo (lucro) e má notícia como resultado negativo (prejuízo). De forma geral, esperamos que firmas com más notícias divulguem maior conteúdo informacional, quando comparada com as firmas com boas notícias, possivelmente com objetivo de fornecer explicações sobre o baixo desempenho (GRAHAM et al., 2005), bem como sobre prováveis atitudes para reverter o quadro desfavorável da empresa.

A literatura sugere que práticas de *disclosure* voluntário como *conference calls* reduzem a assimetria informacional entre empresa e mercado (BROWN; HILLEGEIST; LO, 2004). Nos últimos anos, as firmas veem utilizando as *conference calls* com objetivo de assegurar a melhor compreensão, por parte dos investidores, dos seus resultados divulgados. Por essa razão a compreensão dos efeitos dessa prática de *disclosure* voluntário seria uma questão relevante para o mercado e seus participantes (KIMBROUGH, 2005).

Pesquisas envolvendo empresas americanas sugerem que as audioconferências são informativas para os participantes do mercado de capitais provocando altos níveis de negociação e reações no preço das ações (FRANKEL; JOHNSON; SKINNER, 1999; BUSHEE; MATSUMOTO; MILLER, 2003; KOHLBECK; MAGILKE, 2002; KIMBROUGH, 2005; MATSUMOTO; PRONK; ROELOFSEN, 2011) e tornam as previsões dos analistas mais precisas (BOWEN; DAVIS; MATSUMOTO, 2002).

Matsumoto et al. (2011) encontraram evidências de que conferências são mais informativas quando o gestor não consegue alcançar a previsão dos analistas, e que a seção de perguntas e respostas é mais informativa do que a seção de apresentação, sugerindo que os participantes desempenham um papel importante na obtenção de informações relevantes. Frankel et al. (2010) mostram que o efeito de perder o *benchmark* sobre o conteúdo informacional divulgado é ainda maior quando ocorre por falta de poucos centavos. Portanto,

¹ Para fins deste estudo os termos *conference calls*, conferências, audioconferências e teleconferências são tratados como sinônimos.

a perda de um *benchmark* seria um dos determinantes para o aumento do tempo médio de duração das *conference calls* (FRANKEL et al., 1999; MATSUMOTO et al.; 2011). Entretanto, os referidos trabalhos não analisaram o efeito da persistência do resultado da firma sobre o conteúdo informacional da *conference call*. Li (2008) encontrou evidências relacionadas a persistência do resultado sobre o nível de *readability* dos relatórios anuais obrigatórios divulgados pelas firmas. Mais especificamente, Li (2008) identificou que empresas com lucros transitórios apresentam relatórios anuais (*disclosure* obrigatório) mais complexos de leitura do que empresas com lucros permanentes. Desta forma nosso trabalho é o primeiro a associar o tipo de notícia, bem como a sua persistência com um mecanismo de *disclosure* voluntário, no caso a *conference call*. Portanto, nossa pesquisa preenche essa lacuna na literatura internacional.

Embora a prática de audioconferências como divulgação voluntária tenha aumentado no mercado de capitais brasileiro, até onde é de nosso conhecimento, nenhuma pesquisa foi realizada no Brasil com objetivo de compreender os determinantes da quantidade de conteúdo informacional desse tipo de prática. Portanto, essa pesquisa preenche essa lacuna na literatura nacional.

Para atender aos objetivos desse estudo, adotamos a duração, em minutos, como *proxy* do conteúdo informacional das audioconferências, similar a Matsumoto et al. (2011). A amostra foi formada por 3559 observações trimestrais de empresas listadas na BM&F Bovespa. Seguindo a literatura, foram coletadas manualmente as transcrições das audioconferências dos sites de relacionamento com investidor (RI) das empresas de 2008 a 2015. Para os trimestres onde a transcrição não estava disponível coletamos o áudio e na ausência de ambos consideramos que não houve conferência no trimestre. Como *benchmark* para a definição de boa e má notícias utilizamos a natureza do resultado, se lucro boa notícia, se prejuízo má notícia. Graham et al. (2005) mostram que apresentar resultados positivos é um dos *benchmarks* perseguidos pelos gestores. Burgstahler e Dichev (2001) encontram evidências que as empresas gerenciam seus resultados para não apresentar pequenos prejuízos.

Os resultados sugerem que audioconferências de empresas com resultados trimestrais negativos possuem um conteúdo informacional maior do que aquelas com resultados positivos. Mais especificamente, gestores divulgam mais informações durante a primeira seção (apresentação) da conferência quando têm prejuízo, bem como a segunda seção (perguntas e respostas) também se mostra com maior conteúdo informacional na presença de más notícias.

Com relação à persistência dos resultados, as evidências indicam que o conteúdo informacional de ambas seções da conferência é maior quando o lucro da empresa é transitório. Assim, gestores sabendo que seus lucros trimestrais serão transitórios (má notícia) divulgam mais informações e os participantes da conferência também perguntam mais na segunda seção da audioconferência. No entanto, não determinamos se estas informações são relevantes e ajudam os participantes a entender a baixa qualidade dos resultados ou se o gestor está apenas tentando desviar a atenção dos participantes com outras informações para que não percebam a baixa persistência do lucro. O conteúdo informacional maior na segunda seção da conferência na presença de lucros transitórios pode ser devido ao fato de que resultados transitórios geram mais incertezas no mercado aumentando a demanda dos participantes por informações que ajudem a ajustar seus modelos de previsão, ou porque o gestor tentou obfuscar a baixa qualidade de seus lucros na primeira seção da conferência e está sendo questionado sobre isto na segunda seção. Quanto a empresas com resultados negativos não foram encontradas evidências de que a persistência do resultado tenha influência sobre o conteúdo informacional das seções da *conference call* da empresa.

Este estudo contribui para a literatura de pelo menos três maneiras. Primeiramente, é uma pesquisa embrionária no Brasil que trata de análise de determinantes do conteúdo informacional das *conference calls* de empresas brasileiras, mais especificamente sobre o tipo de notícia e a persistência dos resultados. Em segundo lugar, a pesquisa contribui com uma discussão importante para o funcionamento do mercado acionário que é a divulgação de informações por meio de mecanismos voluntários, os quais fogem dos padrões mais rígidos dos mecanismos obrigatórios. Por fim, este estudo fomenta o debate acadêmico relacionado a literatura de *disclosure* que busca por uma maior compreensão no que tange a qualidade e quantidade de informações divulgadas pela firma condicionada aos seus incentivos e interesses.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

De acordo com Kreps (1990) contratos ótimos entre a empresa e os investidores fornecem incentivos para que haja total divulgação das informações privadas. Assim, as divulgações contábeis surgem para tentar solucionar problemas associados à assimetria informacional. As informações contábeis são divulgadas por meio de relatórios financeiros obrigatórios, como o balanço patrimonial, a demonstração dos resultados e as notas explicativas ou por meio de divulgações voluntárias, tais como previsões dos gestores, apresentações de analistas, *press releases* e audioconferências. De acordo com a literatura

(AMIHU; MENDELSON, 1989; DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; KIM; VERRECCHIA, 1994; EASLEY; O'HARA, 2004) a política de divulgações voluntárias e o aumento da qualidade da informação ajudam a reduzir a assimetria de informação, e esta redução faz com que aumente a liquidez do mercado de capitais. Portanto, as divulgações voluntárias também ajudam a garantir a funcionalidade e a eficiência do mercado de capitais. Beyer et al. (2010), utilizando dados americanos, mostra que 66% da variância dos retornos anormais trimestrais é explicada pelas divulgações voluntárias, 12% é explicada por divulgações obrigatórias e 22% pelas previsões dos analistas, concluindo que as divulgações voluntárias seriam um conjunto de informações relevantes para o mercado.

As empresas vêm aumentando a prática de audioconferência como mecanismo de divulgação voluntária nos últimos anos, principalmente em ambientes onde o mercado acionário está consolidado ou em fase de consolidação. Em relação ao Brasil no ano de 2008 foram realizadas aproximadamente 275 audioconferências enquanto que no ano de 2014 o número cresceu para 568, uma variação de 106%. Consequentemente, este tipo de divulgação vem sendo objetivo de várias pesquisas internacionais que têm como objetivo analisar se as audioconferências são capazes de entregar informações incrementais e relevantes, ajudando a reduzir a assimetria informacional. (FRANKEL; MAYEW; SUN, 2010; HOLLANDER; PRONK; ROELOFSEN, 2010; MATSUMOTO; PRONK; ROELOFSEN, 2011).

Galant (1994), Feldman (1999) e WAROFF (1994) afirmam que audioconferências que envolvem vários analistas, investidores institucionais e até mesmo abertas ao público, melhoram a igualdade na disseminação de informações já que todos participantes têm acesso às mesmas informações ao mesmo tempo. Porém, audioconferências restritas melhoram a pontualidade das divulgações aos analistas e aos gestores de recursos financeiros, deixando investidores individuais em desvantagem (SMITH, 1995; GUTNER, 1996; LEVITT, 1998). Desta forma, analistas e gestores financeiros podem transmitir e/ou negociar em tempo real de acordo com as informações entregues durante a audioconferência, enquanto investidores não convidados pela empresa não têm essa oportunidade.

Tasker (1998), Frankel, Johnson e Skinner (1999), Price, Salas e Sirmans (2015) buscaram compreender as características das empresas que usam as audioconferências como mecanismo de divulgação voluntária, se elas são realmente capazes de fornecer informações relevantes ao mercado e se todos investidores conseguem ter acesso a estas informações igualmente. Tasker (1998) examinou como qualidade contábil do relatório financeiro influencia o comportamento da empresa com relação às divulgações voluntárias, usando

audioconferências como métrica para as divulgações voluntárias. Seus resultados mostram que empresas com relatórios contábeis menos informativos (menor qualidade contábil) são mais propensas a praticar audioconferências do que outras, medindo qualidade contábil como a quantidade de informações sobre as operações da empresa foram divulgadas em suas demonstrações financeiras.

Frankel, Johnson e Skinner (1999) afirmam que empresas mais propensas a praticarem audioconferências possuem características semelhantes às empresas com políticas de divulgações mais informativas: são maiores, possuem um número maior de analistas acompanhando, acessam o mercado de capitais com mais frequência, tem índices maiores de *book-to-market* e de crescimento de vendas. Sugerindo que as empresas com crescimento esperado maior são mais propensas a fazerem audioconferências e isto talvez ocorra porque estas empresas têm mais problemas informacionais do que outras. Além disso, Frankel, Johnson e Skinner (1999) encontram altos níveis de volatilidade nos retornos e um grande volume anormal nas negociações durante o período das audioconferências, sugerindo que audioconferências fornecem informações novas e relevantes, e grandes investidores negociam em tempo real de acordo com as informações divulgadas.

Dada sua estrutura a audioconferência é um mecanismo de divulgação único, ela é separada em duas seções com a interação entre dois agentes importantes, gestor e analistas. A primeira parte é a apresentação, onde o gestor tem a oportunidade de expor sua interpretação sobre o desempenho da empresa no trimestre e qualquer informação adicional que desejar divulgar voluntariamente aos participantes. Já a segunda parte é denominada perguntas e respostas, os participantes da conferência podem questionar o gestor sobre informações não divulgadas ou sobre alguma informação divulgada que não tenha ficado clara. Diferentemente dos demais mecanismos de divulgação, sendo eles obrigatórios ou voluntários, o gestor não irá apenas fornecer informações aos investidores e analistas, mas também será contestado sobre elas no momento dessa divulgação.

Existem certas circunstâncias em que o gestor não tem incentivo para divulgar toda sua informação privada voluntariamente, ou seja, mesmo que opte por realizar uma audioconferência não implica que ele irá divulgar toda informação que possui. Pesquisas relacionando o tipo de notícia do gestor e a quantidade de informação divulgada chegam a conclusões diversas. Grossman e Hart (1980), Grossman (1981), Milgrom (1981), Milgrom e Roberts (1986) afirmam que o gestor só irá revelar voluntariamente toda sua informação privada sob certas circunstâncias, determinadas como consequência da racionalidade dos investidores.

Evidências encontradas na literatura sugerem que gestores são mais suscetíveis a divulgar voluntariamente "boas notícias" do que "más notícias" e os investidores reagem negativamente à ausência de divulgações (SKINNER, 1994; SOFFER; THIAGARAJAN; WALTHER, 2000). Contudo, ausência de divulgação nem sempre é oriunda de uma má notícia, mas de custos de propriedade ou a incerteza sobre informação (VERRECCHIA, 1983). De qualquer forma, quando um gestor opta por fazer uma audioconferência e não divulga alguma informação almejada durante a apresentação ele será questionado na parte de perguntas e respostas, e se ele não divulgar a informação neste ponto o mercado irá inferir que ele possui uma má notícia (HOLLANDER; PRONK; ROELOFSEN, 2010).

Por meio de uma pesquisa feita com mais 400 executivos Graham, Harvey e Rajgopal (2005) analisaram os incentivos e fatores que guiam as decisões dos gestores com relação às divulgações voluntárias e medidas de desempenho. O fator que parece mais influenciar nas decisões de divulgação dos gestores são as metas de resultados, especialmente lucro por ação. Os gestores acreditam que não alcançar a meta dos resultados ou reportar resultados voláteis tornam os resultados menos previsíveis e isso faz com que os preços das ações sejam reduzidos, uma vez que investidores são avessos à incerteza. As principais metas a serem alcançadas são: (1) O resultado do mesmo trimestre anterior, (2) o consenso dos resultados previstos pelos analistas para o trimestre e (3) resultados positivos (lucro). Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011) e Frankel, Mayew e Sun (2010) adotam o consenso dos analistas para analisar o conteúdo informacional das audioconferências. Para fins deste estudo utilizamos como métrica para o tipo de notícia o *benchmark* o atual resultado da firma, assim, resultados negativos (prejuízos) representam más notícias e resultados positivos (lucros) boas notícias. Tal direcionamento se deu em razão da dificuldade de obtenção das previsões feitas pelos analistas no mercado brasileiro.

Li (2008) adotou como métrica para qualidade da divulgação o nível de complexidade de leitura e a extensão do relatório anual da empresa. Seus resultados mostram que empresas com más notícias (prejuízos) escrevem relatórios anuais mais complexos e mais extensos. Para tentar justificar este comportamento ele dispõe a "hipótese da obsfuscação": gestores tomam várias decisões interessadas, pelo menos em parte, em tornar mais difícil para os investidores descobrirem informações que eles gostariam de esconder, já que isso afetaria negativamente no preço das ações (BLOOMFIELD, 2002). Contudo, Bloomfield (2008) fornece uma hipótese alternativa, a "hipótese da ontologia": empresas com más notícias escrevem relatórios mais complexos e extensos não por uma escolha discricionária do gestor, mas por que este tipo de

notícia é mais difícil de ser explicada. Além disso, Bloomfield (2008) ressalta a importância de estender a pesquisa de Li (2008) explorando meios de comunicação mais espontâneos, como as audioconferências, ao invés de relatórios anuais. Lo et al. (2016) acham evidências que os gestores após gerenciarem os resultados para bater o lucro do ano anterior, escrevem relatórios de administração mais complexos com o intuito de esconder as práticas discricionárias que adotaram para alcançar seus objetivos.

Seguindo a "hipótese da obsfusão" esperamos que gestores com prejuízos façam uma apresentação mais longa, com objetivo de desviar a atenção dos investidores com divulgações de outras notícias boas, colocando a culpa em outros fatores que não incluam má gestão, dentre outras possíveis formas. Seguindo a mesma linha, é esperado que os analistas sejam capazes de notar a obsfusão da má notícia e que por essa razão questionarão mais o gestor, tornando a parte das perguntas mais longa. De acordo com a "hipótese da ontologia" os resultados esperados são semelhantes, como prejuízos são menos usuais (empiricamente) e mais difíceis de serem explicados, o gestor irá demandar mais tempo para explicar más notícias, fazendo com que a parte da apresentação seja mais longa do que quando ele tem boas notícias. Da mesma forma, como prejuízos são eventos não usuais os analistas irão necessitar de mais informação para ajustar devidamente seus modelos de previsão. Se o gestor não sabe as informações exatas que os analistas necessitam ele não irá divulgar durante a apresentação, mas será questionado durante as perguntas, tornando a parte de perguntas mais longa quando o gestor tem uma má notícia.

Resultados encontrados na literatura fornecem ainda mais suporte para nossas crenças. Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011), Frankel, Mayew e Sun (2010) adotaram como *benchmark* o consenso dos resultados previstos pelos analistas como medida para o tipo de notícia. Frankel, Mayew e Sun (2010) investigaram o efeito que perder ou alcançar a meta por centavos tem sobre a duração da audioconferência. Eles argumentam que gestores tomam ações e decisões para evitar pequenas surpresas negativas nos resultados, porque pequenas perdas das metas fazem com que o gestor gaste mais tempo e recursos para restaurar sua credibilidade e transmitir a condição financeira da empresa (BURGSTAHLER; DICHEV, 1997; DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999; BURGSTAHLER; EAMES, 2006), e necessitam de mais tempo para explicar porque não alcançaram o *benchmark* trimestral (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005). Seus resultados evidenciam que a duração da conferência aumenta significativamente quando a empresa perde o *benchmark* por um centavo e esse aumento é ainda mais pronunciado quando comparado com trimestres onde a empresa

bate o *benchmark* por um centavo, porém não fazem nenhuma análise singular com relação as partes da apresentação e de perguntas como feito por Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011).

Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011) afirmam que ambas as partes da audioconferência possuem um conteúdo informacional maior quando a empresa não consegue alcançar o consenso dos resultados esperados pelos analistas (má notícia). Além disso, quando o gestor tem uma má notícia para divulgar a parte de perguntas é relativamente mais informativa do que a apresentação.

Baseado na discussão apresentada este estudo apresenta as seguintes hipóteses:

H1a: A divulgação de más notícias impacta em um maior conteúdo informacional na audioconferências.

H1b: A divulgação de más notícias impacta em um maior conteúdo informacional na seção de apresentação da audioconferências.

H1c: A divulgação de más notícias impacta em um maior conteúdo informacional na seção de perguntas e respostas da audioconferências.

Além da relação entre o tipo de notícia e o conteúdo informacional, buscamos ampliar nossa análise e tentar determinar se há relação entre o conteúdo informacional da audioconferência com a persistência do resultado da firma. Poucos trabalhos na literatura examinam a relação entre a quantidade e/ou qualidade de *disclosure* com a qualidade dos resultados, entre eles Li (2008) encontrou evidências de que gestores com lucros transitórios (baixa qualidade dos resultados) escrevem relatórios anuais mais complexos de ler (baixa qualidade das divulgações), e não encontrou nenhuma relação quando as empresas divulgam prejuízos persistentes.

Para buscar a relação entre o conteúdo informacional da audioconferência e a persistência do resultado é necessária uma análise separada para o grupo de firmas com boas notícias e o grupo de firma com más notícias. A persistência desses dois grupos é interpretada de forma diferente. Lucro permanentes são melhores notícias do que lucros transitórios e prejuízos permanentes são piores notícias do que prejuízos transitórios (LI, 2008).

A "hipótese da obfuscação" prevê que o gestor irá divulgar mais informações quando ele espera que seus lucros sejam transitórios ou que seus prejuízos sejam mais persistentes na tentativa de obfuscar a baixa qualidade de seus resultados. Esperamos que os analistas sejam

capazes de notar a tentativa de obfuscação do gestor e questionem mais durante as perguntas sobre a qualidade de seus resultados divulgados. De acordo com a "hipótese da ontologia" o gestor irá demorar mais durante sua apresentação quando espera que os lucros ou prejuízos sejam transitórios porque resultados transitórios são mais difíceis de explicar. Os analistas também devem questionar mais durante as perguntas quando o gestor divulga lucros ou prejuízos que ele espera que sejam transitórios, uma vez que a natureza transitória é mais difícil de compreender por serem não usuais.

Portanto, a segunda hipótese a ser testada nessa pesquisa para firmas com resultados positivos e firmas com resultados negativos é:

H2a: Firmas com lucros transitórios (prejuízos permanentes) apresentam um maior conteúdo informacional em suas audioconferências do que firmas com lucros permanentes (prejuízos transitórios).

H2b: Firmas com lucros transitórios (prejuízos permanentes) apresentam um maior conteúdo informacional na seção de apresentação de suas audioconferências do que firmas com lucros permanentes (prejuízos transitórios).

H2c: Firmas com lucros transitórios (prejuízos permanentes) apresentam um maior conteúdo informacional na seção de perguntas e respostas de suas audioconferências do que firmas com lucros permanentes (prejuízos transitórios).

3 METODOLOGIA

3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA

Foram coletados os dados de audioconferências disponíveis nos sites relacionamento com o investidor (RI) das empresas de 2008 a 2015. A amostra foi limitada as empresas listadas na BM&F Bovespa com maior probabilidade de utilizar audioconferência como mecanismo de divulgação voluntária, ou seja, empresas com níveis de governança mais elevado (Novo Mercado, Bovespa Mais, Níveis I e Nível II). Para seguir a literatura priorizamos a coleta de transcrições e para os períodos onde a transcrição não estava disponível coletamos o áudio. Para períodos onde empresa não disponibilizou a transcrição e nem o áudio consideramos que não houve conferência, resultando em 1832 transcrições e 1727 áudios. Dados referentes aos resultados das empresas e as variáveis de controle foram coletados da base de dados do Economatica.

Tabela 1 – Seleção da Amostra e Descrição dos Dados

Painel A: Distribuição da Amostra por Ano	
Ano	Nº de Audioconferências
2008	275
2009	318
2010	380
2011	434
2012	498
2013	534
2014	568
2015	552
Total	3559

Painel B: Distribuição da Amostra por Indústria	
Setor	Nº de Audioconferências
Agro e Pesca	18
Alimentos e Bebidas	140
Comércio	264
Construção	397
Eletroeletrônicos	32
Energia Elétrica	311
Finanças e Seguros	387
Fundos	0
Minerais não Metálicos	39
Mineração	59
Máquinas Industriais	92
Outros	842
Papel e Celulose	79
Petróleo e Gás	41
Química	82
Siderur & Metalur	110
Software e Dados	80
Telecomunicações	44
Textil	93
Transporte e Serviços	280
Veículos e Peças	169
Total	3559

Fonte: Elaborada pelos autores.

No Painel A da Tabela 1 temos o número de conferências coletadas por anos, o ano com maior número de conferências foi 2014 (16%) seguido por 2015 (15.5%) e 2013 (15%). Como os dados foram coletados no início de 2016 algumas empresas não tinham feito e/ou divulgado todos os dados de suas conferências com respeito ao quarto trimestre de 2015, por esta razão

2015 não aparece como o ano com maior número de transcrições. No Painel B a distribuição é feita por indústria, baseada na classificação do Economatica. Os setores com maior número de conferências são: Outros (23.6%), Construção (11.1%) e Finanças e Seguros (10.9%).

3.1 MEDIDA DE CONTEÚDO INFORMACIONAL E TIPO DE NOTÍCIA

Seguindo uma das abordagens de Matsumoto, Pronk e Roelofsen, (2011), a *proxy* utilizada para o conteúdo informacional foi o tempo de duração da *conference call*. Com o propósito de estimar a duração da audioconferência por meio das transcrições foi necessário dividir todas as transcrições em duas seções (seção 1: apresentação; seção 2: perguntas e respostas) e registrar o número de palavras presentes em cada parte. Em seguida, coletamos 1438 áudios disponíveis nos sites das empresas onde a transcrição também existia para estimarmos a média de palavras faladas por minuto (129 palavras por minuto). Tal procedimento é usual na literatura para estimar o tempo da audioconferência (MATSUMOTO; PRONK; ROELOFSEN, 2011; FRANKEL; JOHNSON; SKINNER, 1999).

3.2 MODELO E VARIÁVEIS DE CONTROLE

Para medir a relação entre conteúdo informacional fornecido pelo gestor durante a audioconferência e o tipo de notícia, criamos três seguintes modelos baseados em Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011) e Frankel, Mayew e Sun (2010):

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

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

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

No modelo 1, 2 e 3 as variáveis dependentes $CONF_{it}$, $APRE_{it}$ e $PERG_{it}$ contém a duração da audioconferência, da apresentação e das perguntas e respostas da empresa i no trimestre t , respectivamente. A variável independente $PREJ_{it}$ indica se a empresa i teve prejuízo no trimestre t .

Os modelos 1, 2 e 3 também possuem diversas variáveis de controle sugeridas pela literatura. Controlamos pelo desempenho da empresa calculando o retorno sobre vendas (RET_VEN), o retorno anormal acumulado durante os 90 anteriores à audioconferência (RET), e o percentual de trimestres com prejuízo nos últimos quatro anos ($\%PREJ$). Os resultados no trabalho de Chen, DeFond e Park (2002) apontam que investidores demandam informações adicionais em ambientes voláteis. Portanto, incluímos variáveis para a volatilidade do retorno das ações durante os 90 dias que antecedem a audioconferência (VOL) e o valor absoluto da mudança sazonal no retorno sobre vendas (MUD_RV). De acordo com Frankel, Johnson e

Skinner (1999), Tasker (1998) o tamanho e o crescimento potencial da empresa estão associados com as divulgações voluntárias, por isso adicionamos o logaritmo natural do valor de mercado da empresa (LNM) e a razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado, conhecido como *book-to-market* (BTM). Para controlar por outras variáveis não observadas que afetam as características da audioconferência seguimos Matsumoto, Pronk e Roelofsen (2011), adicionando variáveis de lag em nossos modelos, ou seja, nos modelos 1, 2 e 3 incluímos como variáveis de controle $CONF_{i(t-1)}$, $APRE_{i(t-1)}$ e $PERG_{i(t-1)}$, respectivamente. As audioconferências do quarto trimestre tendem a ser mais longas devido a necessidade de fornecer informações que comparem o desempenho do ano corrente com o desempenho do ano anterior e as perspectivas e ajustes que serão feitos no ano posterior, por esse motivo incluímos a variável indicadora $TRI4$ para controlar os efeitos do quarto trimestre. Por fim, afim de controlar os efeitos fixos de ano e indústria incluímos variáveis indicadoras para cada ano e setor de indústria em todos os modelos.

Para estudar a relação entre o conteúdo informacional e a persistência dos resultados nos baseamos no trabalho de Li (2008), estimando os modelos abaixo separadamente para dois grupos de empresa, aquelas que reportaram lucros e aquelas que reportaram prejuízos, afim de analisar se a persistência de diferentes notícias afeta de forma diferente o conteúdo informacional da audioconferência.

$$LPA_{i,t+4} = \alpha_0 + \alpha_1 LPA_{it} + \alpha_2 CONF_{it} + \alpha_3 CONF_{it} * LPA_{it} + \sum_{k=4}^m \alpha_k CONTROLE_{kit} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$LPA_{i,t+4} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 APRE_{it} + \beta_3 APRE_{it} * LPA_{it} + \sum_{k=4}^m \beta_k CONTROLE_{kit} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

$$LPA_{i,t+4} = \gamma_0 + \gamma_1 LPA_{it} + \gamma_2 PERG_{it} + \gamma_3 PERG_{it} * LPA_{it} + \sum_{k=4}^m \gamma_k CONTROLE_{kit} + \omega_{it} \quad (6)$$

A variável dependente dos modelos 4, 5 e 6, $LPA_{i(t+4)}$, contém o lucro por ação da empresa i no trimestre $t+4$. Como variável independente temos LPA_{it} , o lucro por ação da empresa i no trimestre t . Para o modelo 4 adicionamos como variável independente a duração da conferência $CONF_{it}$ e sua interação com o lucro por ação, $CONF_{it} * LPA_{it}$. Nos modelos 5 e 6 temos como variáveis independentes a duração da apresentação ($APRE_{it}$) e das perguntas ($PERG_{it}$), respectivamente, assim como a interação das mesmas com o LPA_{it} . Incluímos todas as variáveis de controle presentes nos modelos 1, 2 e 3, exceto as variáveis de lag e a variável indicadora $TRI4$, e suas interações com os resultados (LPA) como variáveis de controle, além dos controles para efeito fixo de ano e indústria. De acordo com Sloan (1996) há uma relação negativa entre o valor absoluto da quantidade de *accruals* e a persistência dos

resultados, por esta razão também adicionamos aos modelos 4, 5 e 6 a variável *ABSACC* que contém o valor absoluto dos *accruals*.

Nosso interesse principal está nos coeficientes α_3 , β_3 e γ_3 . A interpretação do sinal destes coeficientes é feita da seguinte forma, se α_3 for positivo para o grupo de empresas que reportaram lucro no trimestre corrente, significa que empresas com audioconferências mais longas (maior conteúdo informacional) esperam por lucros mais persistentes. Para o grupo de empresas que reporta prejuízo no trimestre corrente, um α_3 positivo significa que empresas com audioconferências mais longas que as demais do mesmo grupo, apresentam prejuízos mais persistentes. Uma análise semelhante pode ser feita para β_3 e γ_3 .

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

O número de audioconferências que compõe a amostra é apresentado na Figura 1. Observamos um crescimento no uso de audioconferências para divulgação voluntária de resultados ao longo dos anos, a queda de 2014 para 2015 ocorre provavelmente por que a coleta de dados foi feita no início de 2016 quando a maioria das empresas ainda não tinha feito a conferência do quarto trimestre de 2015.

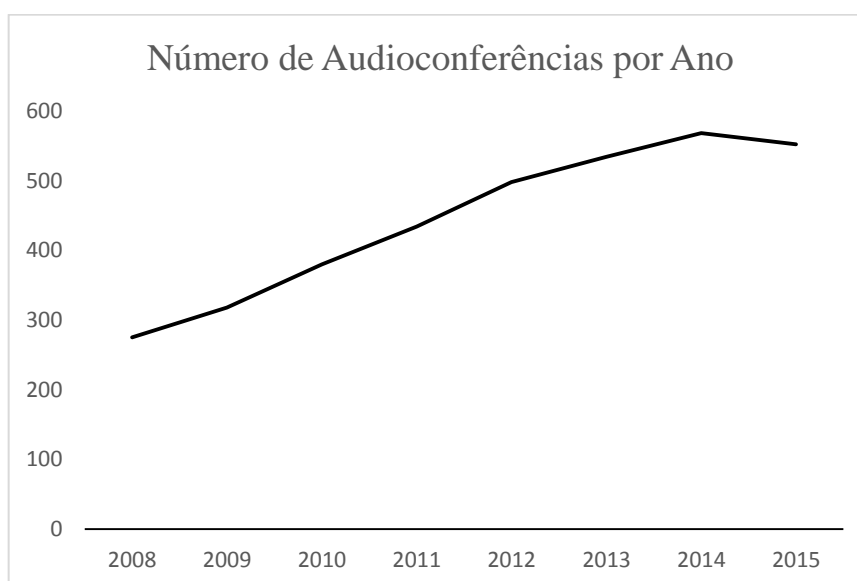


Figura 1 – Número de observações de audioconferências por ano.
Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Figura 2 exibimos a média da duração da audioconferência, observa-se um aumento da duração da conferência ao longo dos trimestres, isto é, audioconferências sobre os resultados do quarto trimestre tendem a divulgarem mais informações do que em qualquer outro trimestre e audioconferências sobre os resultados do primeiro trimestres são as mais curtas. Uma possível explicação para tal comportamento é que a conferência do 4^o trimestre também trata dos resultados anuais da firma.

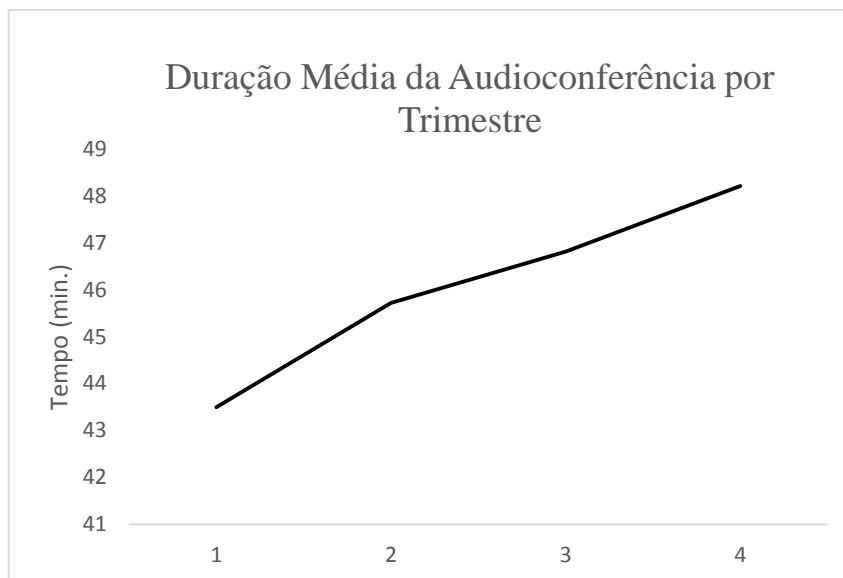


Figura 2 – Duração média da audioconferência por trimestre.
Fonte: Elaborada pelos autores.

No Painel A da Tabela 2 reportamos a estatística descritiva das variáveis utilizadas nos modelos. A audioconferência dura em média 46.08 minutos, sendo que a primeira seção (apresentação) e a segunda seção (perguntas e respostas) duram em média 23.01 e 23.58 minutos, respectivamente. O 1^o Percentil da primeira seção (segunda seção) é de 6.83 minutos (0 minutos) e o 99^o percentil é de 62.54 minutos (66.87 minutos), expondo uma variação substancial da amostra. A média da variável *PREJ* é 0.33, isto é, em 33% das observações da amostra são empresas que reportaram prejuízos.

No Painel B estão as correlações entre as variáveis, vemos que há uma correlação pequena, porém significativa entre as seções da audioconferência *APRE* e *PERG* com a variável *PREJ*. A correlação de 0.05 entre as variáveis *APRE* e *PREJ* implica que empresa com prejuízos fazem uma apresentação mais longa, e a correlação de -0.06 entre *PERG* e *PREJ* contrariando inicialmente as teorias que sugeriam que as perguntas e respostas deveriam ser mais longas quando as empresas reportam prejuízo. A correlação positiva (significante) entre *LNVM* e as variáveis *CONF*, *APRE* e *PERG* apontam que empresas maiores tendem a divulgar mais informações durante audioconferências em ambas as seções.

Tabela 2 – Estatística Descritiva

Painel A: Estatística Descritiva das Variáveis

Variáveis ^a	Média	1° Percentil	25° Percentil	Mediana	75° Percentil	99° Percentil	Desvio Padrão	N° de Obs
<i>CONF</i>	46,08	13,12	31,71	43,38	57,3	103,14	20,23	3435
<i>APRE</i>	23,01	6,83	15,42	20,35	27,58	62,54	12,28	3277
<i>PERG</i>	23,58	0	12,4	21,56	32,23	66,87	15,55	3379
<i>LPA</i>	-2,27	-68,41	-0,05	0,11	0,42	44,19	83,69	11379
<i>PREJ</i>	0,33	0	0	0	1	1	0,47	11379
<i>%PREJ</i>	0,32	0	0	0,25	0,75	1	0,38	11328
<i>RET_VEN</i>	-9,19	-216,71	0	4,18	12,43	431,62	2600	11315
<i>MUD_RV</i>	153,23	0	0,44	3,23	21,18	1532,81	3732	10959
<i>RET</i>	2,97	-63,84	-2,1	0	7,23	89,19	30,79	10323
<i>VOL</i>	2,37	0,79	1,31	1,83	2,64	10,9	2,31	10323
<i>LNVM</i>	13,7	8,38	12,29	13,87	15,26	18,8	2,19	9100
<i>BTM</i>	-3,04	-45,61	0,32	0,65	1,19	6,67	72,13	9074
<i>ABSACC</i>	6,12	0	0,01	0,02	0,04	1,67	394,3	10371

Painel B: Matriz de Correlação^b

	<i>CONF</i>	<i>APRE</i>	<i>PERG</i>	<i>LPA</i>	<i>PREJ</i>	<i>%PREJ</i>	<i>RET_VEN</i>	<i>MUD_RV</i>	<i>RET</i>	<i>VOL</i>	<i>LNVM</i>	<i>BTM</i>	<i>ABSACC</i>
<i>CONF</i>	1	0,65	0,83	0,01	-0,02	-0,06	0	0	-0,01	-0,01	0,42	-0,1	-0,06
<i>APRE</i>	0,59	1	0,12	0,01	0,05	0,05	0,01	0	0	0	0,14	-0	-0,01
<i>PERG</i>	0,84	0,11	1	0,01	-0,06	-0,11	-0,01	0	-0,01	-0,01	0,45	-0,2	-0,07
<i>LPA</i>	0,09	0,04	0,08	1	-0,09	-0,13	0	0	0,01	-0,03	0,07	0,01	-0,15
<i>PREJ</i>	-0,01	0,05	-0,06	-0,81	1	0,8	-0,04	0,01	-0,01	0,15	-0,42	-0,1	0,02
<i>%PREJ</i>	-0,06	0,01	-0,1	-0,65	0,79	1	-0,01	0,02	0,01	0,17	-0,53	-0,1	0,02
<i>RET_VEN</i>	0,05	0,02	0,05	0,58	-0,8	-0,6	1	-0,54	-0,01	0	0	0	0
<i>MUD_RV</i>	0,01	0,07	-0,03	-0,04	-0,04	-0,02	0,23	1	0,03	0,01	-0,01	0	0
<i>RET</i>	-0,01	0	0	0,08	-0,08	-0,07	0,05	-0,03	1	0,57	-0,09	-0	0
<i>VOL</i>	0,03	-0,02	0,04	-0,1	0,05	0,05	-0,01	0,15	0,06	1	-0,2	-0	0
<i>LNVM</i>	0,43	0,08	0,49	0,36	-0,4	-0,49	0,24	-0,05	0,01	-0,03	1	0,13	-0,06
<i>BTM</i>	-0,15	0	-0,2	0,06	-0,07	-0,05	0,08	0,25	-0,1	-0,01	-0,09	1	-0,07
<i>ABSACC</i>	-0,05	0	-0,06	-0,19	0,24	0,24	-0,18	-0,09	0	0,07	-0,2	-0,2	1

Esta tabela contém a estatística descritiva da amostra nos Painel A e correlações no Painel B.

^a *CONF* duração da audioconferência, *APRE* duração da apresentação e *PERG* duração das perguntas e respostas, em minutos, da audioconferência. *LPA* lucro por ação. *PREJ* variável indicadora igual à 1 quando o *LPA* da empresa *i* no trimestre *t* é negativo e 0 caso contrário. *%PREJ* percentual de trimestres com *LPA* negativo durante os últimos quatro trimestres da empresa *i*, exigindo dados de pelos menos três trimestres. *RET_VEN* retorno sobre vendas (razão entre receita e o lucro líquido) da empresa *i* no trimestre *t*. *MUD_RV* valor absoluto da variação do retorno sobre vendas da empresa *i* do trimestre *t-4* ao trimestre *t*. *RET* retorno anormal ajustado diariamente acumulado da empresa *i* durante 90 dias (onde houveram transações no mercado) até dois dias antes da data da audioconferência ponderado pelos resultados do trimestre *t*. *VOL* desvio padrão do retorno anormal ajustado diariamente acumulado da empresa *i* durante 90 dias (onde houveram transações no mercado) até dois dias antes da data da audioconferência ponderado pelos resultados do trimestre *t*. *LNVM* logaritmo natural do valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*. *BTM* razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*. *ABSACC* valor absoluto da quantidade de *accruals* da empresa *i* no trimestre *t*, os *accruals* são calculados como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa ponderada pelo total de ativos.

^b Acima da diagonal estão as correlações de Pearson e abaixo da diagonal estão as correlações de Spearman. Correlações em negrito são significantes a pelo menos 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

4.1 ANÁLISE DO CONTEÚDO INFORMACIONAL DA AUDIOCONFERÊNCIA

A Tabela 3 exibe o resultado da estimação dos modelos 1, 2 e 3 nas colunas [a], [b] e [c], respectivamente. Cada modelo tem um número de observações diferentes, por que alguns arquivos de transcrição ou áudio só tinham uma das partes da audioconferência.

O principal interesse nestes modelos são os coeficientes estimados da variável *PREJ*, que é positivo e significativo estatisticamente em todos os casos, os coeficientes estimados foram de 2.87, 1.04 e 2.13, nas colunas [a], [b] e [c], respectivamente. Portanto, a audioconferência, em média, é mais longa em 3 minutos, aproximadamente, quando a empresa sofre prejuízo no trimestre, e isso ocorre porque ambas as partes são mais longas, ou seja, o gestor faz uma apresentação mais longa e é mais questionado e/ou demora mais para responder às perguntas quando reporta prejuízo no trimestre. Os resultados estão de acordo com a hipótese 1 apresentada.

Com respeito a variável *TRI4*, seu coeficiente estimado evidenciado nas colunas [a] e [b] da Tabela 3 são 2.44 e 2.42, respectivamente, e estatisticamente significantes. Portanto, as audioconferências sobre os resultados do quarto trimestre são, de fato, mais longas e isto ocorre por que o gestor realiza uma apresentação mais longa do que em outros trimestres, com intuito de fornecer informações que comparem o desempenho do ano corrente com o ano anterior e perspectivas para o desempenho do ano seguinte.

O coeficiente estimado da variável *RET* é estatisticamente significativo e negativo nas colunas [a] e [c] da Tabela 3, provavelmente porque o gestor é menos questionado quando o desempenho da empresa é melhor fazendo com que a seção de perguntas e respostas seja mais curta e conseqüentemente a audioconferência também. Seu coeficiente na coluna [b] não aparece estatisticamente significativo, implicando que variações no retorno anormal acumulado não influenciam no conteúdo informacional da apresentação.

Tabela 3 – Análise do Conteúdo Informacional da Audioconferência

Variável Dependente ^a	[a] CONF			[b] APRE			[c] PERG		
Variável Independente ^b	Coef.	Estat-t ^c		Coef.	Estat-t ^c		Coef.	Estat-t ^c	
Constante	-18,24	-2,68 ***		3,95	0,84		-30,93	-5,83 ***	
PREJ	2,87	2,77 ***		1,04	1,81 *		2,13	2,13 **	
%PREJ	-3,23	-1,78 *		0,47	0,27		-2,86	-1,98 **	
RET_VEN	0	0,85		0	-0,23		0	0,85	
MUD_RV	0	-0,39		0	3,33 ***		0	-3,53 ***	
RET	-0,03	-2,59 **		-0,01	-1,33		-0,02	-2,38 **	
VOL	0,37	0,93		0,02	0,09		0,5	1,39	
LNVM	3,31	6,54 ***		0,5	1,43		3,46	9,21 ***	
BTM	-0,26	-0,94		-0,04	-0,14		-0,35	-1,36	
CONF(t-1)	0,41	8,01 ***							
APRE(t-1)				0,48	5,61 ***				
PERG(t-1)							0,31	5,49 ***	
TR14	2,44	2,55 **		2,42	3,05 ***		0,49	0,82	
Efeito Fixo									
de Ano		Sim		Sim			Sim		
Efeito Fixo									
de Indústria		Sim		Sim			Sim		
Nº de Obs		2836			2696			2769	
R²		0,4508			0,3455			0,3985	

Esta tabela contém os coeficientes estimados pelo Método dos Mínimos Quadrados (MQO) dos modelos 1, 2 e 3, nas colunas [a], [b] e [c], respectivamente.

^a CONF duração da audioconferência, APRE duração da apresentação e PERG duração das perguntas e respostas, em minutos, da audioconferência da empresa *i* no trimestre *t*.

^b PREJ variável indicadora igual à 1 quando o lucro por ação (LPA) da empresa *i* no trimestre *t* é negativo e 0 caso contrário. %PREJ percentual de trimestres com LPA negativo durante os últimos quatro trimestres da empresa *i*, exigindo dados de pelos menos três trimestres. RET_VEN retorno sobre vendas (razão entre receita e o lucro líquido) da empresa *i* no trimestre *t*. MUD_RV valor absoluto da variação do retorno sobre vendas da empresa *i* do trimestre *t-4* ao trimestre *t*. RET retorno anormal ajustado diariamente acumulado da empresa *i* durante 90 dias (onde houveram transações no mercado) até dois dias antes da data da audioconferência ponderado pelos resultados do trimestre *t*. VOL desvio padrão do retorno anormal ajustado diariamente acumulado da empresa *i* durante 90 dias (onde houveram transações no mercado) até dois dias antes da data da audioconferência ponderado pelos resultados do trimestre *t*. LNVM logaritmo natural do valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*. BTM razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*. CONF(*t-1*) duração da audioconferência, APRE(*t-1*) duração da apresentação e PERG(*t-1*) duração das perguntas e respostas da audioconferência da empresa *i* do trimestre *t-1*. TRI4 é uma variável indicadora igual 1 quando o trimestre *t* é o quarto trimestre e 0 caso contrário.

^c Estatística-t com análise de cluster por empresa. *, ** e *** indicam significância estatística à 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

4.2 RELAÇÃO ENTRE O CONTEÚDO INFORMACIONAL E A PERSISTÊNCIA DO TIPO DE NOTÍCIA

Nesta sessão o objetivo é analisar a relação entre o conteúdo informacional da conferência e a persistência do resultado da empresa. Para fazer esta análise dividimos nossa amostra em dois grupos, as observações onde foram divulgadas más notícias (prejuízos) e

onde foram divulgadas boas notícias (lucros). Na Tabela 4 temos a quantidade de observações que cada grupo possui com relação a cada variável. O número de empresas com lucros é muito superior ao número de empresas com prejuízo. Em aproximadamente 81% das observações aonde temos o tempo da conferência as empresas reportam lucros e em apenas 19% as empresas reportam prejuízos.

Tabela 4 – Número de Observações por Grupo de Notícia

	<i>CONF</i>		<i>APRE</i>		<i>PERG</i>	
Número de observações sem cortes	3435		3277		3379	
Observações com dados sobre os resultados trimestrais	3389		3235		3337	
Separação por grupo	Lucro	Prejuízo	Lucro	Prejuízo	Lucro	Prejuízo
Número de observações	2743	646	2635	600	2730	607

Fonte: Elaborada pelos autores

Os resultados dos modelos 4, 5 e 6 para o grupo de empresas com boas notícias (lucros) estão nas colunas [a], [b] e [c] da Tabela 5. A coluna [a] da Tabela 5 mostra os resultados da regressão do *LPA* um ano à frente sobre o *LPA* corrente, a duração da audioconferência sobre os resultados correntes e a interação entre os dois. O termo de interação entre as variáveis de lucro e a duração da conferência captura a mudança na persistência dos lucros com relação a mudanças na duração da conferência. Nas demais colunas substituímos a duração da audioconferência pela duração de suas seções separadamente, na coluna [b] a duração da apresentação e na coluna [c] a duração das perguntas e respostas. Os coeficientes estimados das variáveis de controle foram omitidos, assim como os coeficientes das variáveis indicadoras incluídas para capturar os efeitos fixos de ano e indústria. Em todas as regressões foram utilizadas as mesmas variáveis de controle, assim como a interação das variáveis de controle com o *LPA*.

O principal interesse está nos coeficientes das variáveis de interação *CONF*LPA*, *APRE*LPA* e *PERG*LPA*, todos coeficientes estimados são negativos e significantes estatisticamente. Na coluna [a] da Tabela 5, o coeficiente da variável *CONF*LPA* é -0.29 , logo conferências mais longas estão relacionadas a lucros menos persistentes.

Tabela 5 – Relação entre Conteúdo Informacional e Persistência de Boas Notícias

Variável Dependente ^a	[a] <i>LPA(t+4)</i>		[b] <i>LPA(t+4)</i>		[c] <i>LPA(t+4)</i>	
	Coef.	Estat-t ^d	Coef.	Estat-t ^d	Coef.	Estat-t ^d
Constante	9,14	0,98	21,64	1,74 *	9,54	1,09
<i>LPA</i>	-15,21	-1	-40,29	-1,89 *	-14,45	-1,2
<i>CONF</i>	0,12	3,48 ***				
<i>CONF*LPA</i>	-0,29	-4,2 ***				
<i>APRE</i>			0,18	2,45 **		
<i>APRE*LPA</i>			-0,27	-1,95 *		
<i>PERG</i>					0,11	2,6 **
<i>PERG*LPA</i>					-0,33	-3,34 ***
Variáveis de Controle^c		Sim		Sim		Sim
Efeito Fixo de Ano		Sim		Sim		Sim
Efeito Fixo de Indústria		Sim		Sim		Sim
Nº de Obs.		2163		2085		2137
R²		0,8215		0,7535		0,8126

Esta tabela contém os coeficientes estimados pelo Método dos Mínimos Quadrados (MQO) dos modelos 4, 5 e 6, nas colunas [a], [b] e [c], respectivamente, para as empresas com lucro.

^a *LPA(t+4)* lucro por ação da empresa *i* no trimestre *t+4*.

^b *LPA* lucro por ação da empresa *i* no trimestre *t*. *CONF* duração da audioconferência, *APRE* duração da apresentação e *PERG* duração das perguntas e respostas, em minutos, da audioconferência da empresa *i* no trimestre *t*.

^c *PREJ* variável indicadora igual à 1 quando o *LPA* da empresa *i* no trimestre *t* é negativo e 0 caso contrário. *%PREJ* percentual de trimestres com *LPA* negativo durante os últimos quatro trimestres da empresa *i*, exigindo dados de pelos menos três trimestres. *RET_VEN* retorno sobre vendas (razão entre receita e o lucro líquido) da empresa *i* no trimestre *t*. *MUD_RV* valor absoluto da variação do retorno sobre vendas da empresa *i* do trimestre *t-4* ao trimestre *t*. *RET* retorno anormal ajustado diariamente acumulado da empresa *i* durante 90 dias (onde houveram transações no mercado) até dois dias antes da data da audioconferência ponderado pelos resultados do trimestre *t*. *VOL* desvio padrão do retorno anormal ajustado diariamente acumulado da empresa *i* durante 90 dias (onde houveram transações no mercado) até dois dias antes da data da audioconferência ponderado pelos resultados do trimestre *t*. *LNVM* logaritmo natural do valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*. *BTM* razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*. *ABSACC* valor absoluto da quantidade de accruals da empresa *i* no trimestre *t*, accruals são calculados como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa ponderada pelo total de ativos. E a iteração entre todas estas variáveis e o *LPA*.

^d Estatística-t com análise de cluster por empresa. *, ** e *** indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na coluna [b] o coeficiente da variável *APRE*LPA* é -0.27 , isto é, quando a primeira parte da conferência possui um conteúdo informacional maior do que a média, os lucros anunciados tendem a ser menos persistentes. Uma das possíveis explicações pode ser uma questão ontológica, onde lucros transitórios são naturalmente mais difíceis de serem explicados do que lucros permanentes e por isso requerem mais tempo para serem comunicados. Outra explicação alternativa poderia ser dada uma questão de obfuscação, onde

o gestor poderia de forma intencional agir sobre a forma que se comunica tentando desviar a atenção dos participantes da conferência da má notícia que teria a comunicar e dessa forma gastar mais tempo em sua apresentação.

Na coluna [c] o coeficiente da variável *PERG*LPA* é -0.33 , então quando a segunda parte da conferência dura mais do que a média, os lucros tendem a ser menos persistentes. Portanto, baseado em uma explicação ontológica, temos que lucros transitórios são mais difíceis de serem compreendidos, assim, mesmo que o gestor tenha divulgado informações sobre a qualidade de seus lucros os participantes da conferência demandam mais informações para melhor compreensão do resultado da firma. Outra explicação alternativa seria que se o gestor agiu de forma a obscurar a qualidade ruim de seus lucros durante a primeira parte da conferência, um tempo de duração maior da segunda seção pode indicar que os participantes percebem esse comportamento e questionam mais o gestor quando os lucros correntes tendem a ser menos persistentes.

Os mesmos modelos foram estimados para as empresas com más notícias (prejuízo) e os resultados se encontram na Tabela 6. Na coluna [a] temos os coeficientes estimados do modelo que capta a relação entre o conteúdo informacional da audioconferência com a persistência de más notícias. Nas colunas [b] e [c] os resultados dos modelos que analisam o conteúdo informacional das duas seções da conferência individualmente. As variáveis de controle são as mesmas das regressões exibidas na Tabela 5 e seus coeficientes também foram omitidos. Seguindo o mesmo padrão, variáveis foram incluídas para captar os efeitos fixos de ano e indústria.

O coeficiente estimado da variável *CONF*LPA* no modelo 4 para empresas com más notícias é negativo e estatisticamente significativo, -0.020 . Portanto, quando a conferência possui um conteúdo informacional maior do que a média, os prejuízos tendem a ser menos persistentes. Uma explicação possível para este comportamento é que gestores com prejuízos transitórios buscam se diferenciar daqueles que possuem prejuízos persistentes, divulgando mais informações para revelar essa notícia. Porém, os coeficientes das variáveis.

*APRE*LPA* (coluna [b]) e *PERG*LPA* (coluna [c]), na Tabela 6, não são estatisticamente significantes. Portanto, variações no conteúdo informacional da primeira ou da segunda parte da audioconferência não estão relacionadas a variações na persistência dos prejuízos da empresa.

Tabela 6 – Relação entre Conteúdo Informacional e Persistência de Boas Notícias

Variável Dependente ^a	[a] <i>LPA(t+4)</i>		[b] <i>LPA(t+4)</i>		[c] <i>LPA(t+4)</i>	
Variável Independente ^b	Coef.	Estat-t ^d	Coef.	Estat-t ^d	Coef.	Estat-t ^d
Constante	-71,14	-0,72	-49,42	-0,61	-92,79	-0,83
<i>LPA</i>	-1,32	-0,38	-0,001	0	0,45	0,17
<i>CONF</i>	-0,56	-1,88 *				
<i>CONF*LPA</i>	-0,02	-2,05 **				
<i>APRE</i>			-0,16	-1,28		
<i>APRE*LPA</i>			-0,01	-0,35		
<i>PERG</i>					-0,74	-1,47
<i>PERG*LPA</i>					-0,27	-1,55
Variáveis de Controle^c		Sim		Sim		Sim
Efeito Fixo de Ano		Sim		Sim		Sim
Efeito Fixo de Indústria		Sim		Sim		Sim
Nº de Obs.		477		449		452
R²		0,5438		0,5441		0,5554

Esta tabela contém os coeficientes estimados pelo Método dos Mínimos Quadrados (MQO) dos modelos 4, 5 e 6, nas colunas [a], [b] e [c], respectivamente, para as empresas com prejuízo.

^a *LPA(t+4)* lucro por ação da empresa *i* no trimestre *t+4*.

^b *LPA* lucro por ação da empresa *i* no trimestre *t*. *CONF* duração da audioconferência, *APRE* duração da apresentação e *PERG* duração das perguntas e respostas, em minutos, da audioconferência da empresa *i* no trimestre *t*.

^c *PREJ* variável indicadora igual à 1 quando o *LPA* da empresa *i* no trimestre *t* é negativo e 0 caso contrário. *%PREJ* percentual de trimestres com *LPA* negativo durante os últimos quatro trimestres da empresa *i*, exigindo dados de pelos menos três trimestres. *RET_VEN* retorno sobre vendas (razão entre receita e o lucro líquido) da empresa *i* no trimestre *t*. *MUD_RV* valor absoluto da variação do retorno sobre vendas da empresa *i* do trimestre *t-4* ao trimestre *t*. *RET* retorno anormal ajustado diariamente acumulado da empresa *i* durante 90 dias (onde houveram transações no mercado) até dois dias antes da data da audioconferência ponderado pelos resultados do trimestre *t*. *VOL* desvio padrão do retorno anormal ajustado diariamente acumulado da empresa *i* durante 90 dias (onde houveram transações no mercado) até dois dias antes da data da audioconferência ponderado pelos resultados do trimestre *t*. *LNVM* logaritmo natural do valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*. *BTM* razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa *i* no trimestre *t*. *ABSACC* valor absoluto da quantidade de accruals da empresa *i* no trimestre *t*, accruals são calculados como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa ponderada pelo total de ativos. E a iteração entre todas estas variáveis e o *LPA*.

^d Estatística-t com análise de cluster por empresa. *, ** e *** indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho analisou a relação entre o conteúdo informacional da audioconferência e o tipo de notícia, considerando boa ou má notícia quando a empresa reporta lucro ou prejuízo no trimestre, respectivamente. Os resultados indicam que a primeira seção da conferência, a qual o gestor faz a apresentação dos resultados trimestrais da empresa, possui um conteúdo

informacional maior quando a empresa reporta uma má notícia. Portanto, o gestor, de forma voluntária, divulga mais informações durante sua apresentação quando a empresa tem prejuízo do que quando a empresa tem lucro. A segunda seção da conferência, a qual está relacionada a perguntas e respostas sobre os resultados trimestrais, também apresentou um conteúdo informacional maior quando a empresa tem uma má notícia a ser divulgada, indicando que o gestor é mais questionado pelos participantes da conferência quando a empresa tem prejuízo.

Além disso, encontramos evidências de que o gestor divulga, em média, mais informações durante a primeira parte da conferência quando sabe que a boa notícia não será persistente para o próximo ano, do que quando a boa notícia é persistente. Assim como a primeira parte da conferência, a segunda parte apresentou um conteúdo informacional maior, em média, quando a boa notícia é transitória. Encontramos uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o conteúdo informacional da conferência e a persistência da má notícia, indicando que empresas com prejuízos menos persistentes tem uma conferência com conteúdo informacional maior do que aquelas com prejuízos persistentes. Porém, não há uma relação estatisticamente significativa entre as partes da conferência, separadamente, e a persistência da má notícia.

As limitações dessa pesquisa estão relacionadas a algumas questões como: as métricas utilizadas para medir os efeitos de interesse como conteúdo informacional o qual foi utilizado o tempo em minutos das audioconferências, a classificação do tipo de notícia, o qual foi utilizado se a empresa reportou lucro ou prejuízo etc. Adicionalmente, os resultados são limitados para os períodos e empresas analisadas, não devendo ser estendidos a outras faixas temporais ou grupo de empresas.

Para futuras pesquisas seria interessante analisar de forma mais aprofundada qual a verdadeira explicação para a divulgação de um maior conteúdo informacional quando a empresa apresenta um prejuízo ou um lucro transitório, ou seja, seria uma questão ontológica ou uma questão de obfuscação. Adicionalmente, pesquisas poderiam ser realizadas utilizando outros meios de disclosure como press release, relatórios obrigatórios etc, bem como utilizando outras métricas de mensuração de conteúdo informacional e tipo de notícia.

CONTRIBUIÇÃO DOS AUTORES

Nadia Cardoso Moreira contribuiu com o desenvolvimento da ideia, revisão da literatura, redação, coleta e análise dos dados.

Felipe Ramos contribuiu com o desenvolvimento da ideia, redação, coleta e análise dos dados.

Juliana Kozak-Rogo contribuiu com o desenvolvimento da ideia, construção do modelo econométrico, análise dos dados.

Rafael Rogo desenvolvimento da ideia, análise dos dados e redação.

REFERÊNCIAS

- AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. The effects of beta, bid-ask spread, residual risk, and size on stock returns. **The Journal of Finance**, Wiley Online Library, v. 44, n. 2, p. 479–486, 1989.
- BEYER, A. et al. The financial reporting environment: Review of the recent literature. **Journal of accounting and economics**, Elsevier, v. 50, n. 2, p. 296–343, 2010.
- BLOOMFIELD, R. Discussion of “annual report readability, current earnings, and earnings persistence”. **Journal of Accounting and Economics**, Elsevier, v. 45, n. 2, p. 248–252, 2008.
- BLOOMFIELD, R. J. The “incomplete revelation hypothesis” and financial reporting. **Accounting Horizons**, v. 16, n. 3, p. 233–243, 2002.
- BOWEN, R. M.; DAVIS, A. K.; MATSUMOTO, D. A. Do conference calls affect analysts’ forecasts? **The Accounting Review**, v. 77, n. 2, p. 285–316, 2002.
- BROWN, S.; HILLEGEIST, S. A.; LO, K. Conference calls and information asymmetry. **Journal of Accounting and Economics**, Elsevier, v. 37, n. 3, p. 343–366, 2004.
- BURGSTAHLER, D.; DICHEV, I. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of accounting and economics**, Elsevier, v. 24, n. 1, p. 99–126, 1997.
- BURGSTAHLER, D.; EAMES, M. Management of earnings and analysts’ forecast to achieve zero and small positive earnings surprises. **Journal of Business Finance & Accounting**, Wiley Online Library, v. 33, n. 5-6, p. 633–652, 2006
- BUSHEE, B. J.; MATSUMOTO, D. A.; MILLER, G. S. Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Elsevier, v. 34, n. 1, p. 149–180, 2003.
- CHEN, S.; DEFOND, M. L.; PARK, C. W. Voluntary disclosure of balance sheet information in quarterly earnings announcements. **Journal of Accounting and Economics**, Elsevier, v. 33, n. 2, p. 229–251, 2002.
- DEGEORGE, F.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R. Earnings management to exceed thresholds*. **The Journal of Business**, JSTOR, v. 72, n. 1, p. 1–33, 1999.

DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The Journal of Finance**, Wiley Online Library, v. 46, n. 4, p. 1325–1359, 1991.

EASLEY, D.; O'HARA, M. Information and the cost of capital. **The Journal of Finance**, Wiley Online Library, v. 59, n. 4, p. 1553–1583, 2004.

FELDMAN, B. It's your call. **Investor Relations**, p. 35–37, 1999.

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

FRANKEL, R.; MAYEW, W. J.; SUN, Y. Do pennies matter? investor relations consequences of small negative earnings surprises. **Review of Accounting Studies**, Springer, v. 15, n. 1, p. 220–242, 2010.

GALANT, D. The technology trap. **Institutional Investor**, v. 141, p. 45, maio 1994.

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

GROSSMAN, S. J. The informational role of warranties and private disclosure about product quality. **The Journal of Law & Economics**, JSTOR, v. 24, n. 3, p. 461–483, 1981.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. Disclosure laws and takeover bids. **The Journal of Finance**, Wiley Online Library, v. 35, n. 2, p. 323–334, 1980.

GUTNER, T. How to keep the little guy in the loop. **Business Week**, v. 32, jul. 1996.

HOLLANDER, S.; PRONK, M.; ROELOFSEN, E. Does silence speak? an empirical analysis of disclosure choices during conference calls. **Journal of Accounting Research**, Wiley Online Library, v. 48, n. 3, p. 531–563, 2010.

KIM, O.; VERRECCHIA, R. E. Market liquidity and volume around earnings announcements. **Journal of accounting and economics**, Elsevier, v. 17, n. 1-2, p. 41–67, 1994.

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

KOHLBECK, M. J.; MAGILKE, M. J. The impact of concurrent conference calls on the information content of earnings announcements. **SSRN**, 2002.

KREPS, D. M. A course in microeconomic theory. **JSTOR**, 1990.

LEVITT, A. A question of integrity: Promoting investor confidence by fighting insider trading. **Vital Speeches of the Day**, CITY NEWS PUBLISHING CO, v. 64, p. 354–356, 1998.

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

MATSUMOTO, D.; PRONK, M.; ROELOFSEN, E. What makes conference calls useful? the information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions. **The Accounting Review**, American Accounting Association, v. 86, n. 4, p. 1383–1414, 2011.

MILGROM, P.; ROBERTS, J. Relying on the information of interested parties. **The RAND Journal of Economics**, JSTOR, p. 18–32, 1986.

MILGROM, P. R. Good news and bad news: Representation theorems and applications. **The Bell Journal of Economics**, JSTOR, p. 380–391, 1981.

PRICE, S. M.; SALAS, J. M.; SIRMANS, C. Governance, conference calls and ceo compensation. **The Journal of Real Estate Finance and Economics**, Springer, v. 50, n. 2, p. 181–206, 2015.

SKINNER, D. J. Why firms voluntarily disclose bad news. **Journal of accounting research**, JSTOR, v. 32, n. 1, p. 38–60, 1994.

SLOAN, R. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? (digest summary). **Accounting review**, CFA Institute, v. 71, n. 3, p. 289–315, 1996.

SMITH, R. Conference calls to big investors often leave little guys hung up. **Wall Street Journal**, 1995.

SOFFER, L. C.; THIAGARAJAN, S. R.; WALTHER, B. R. Earnings preannouncement strategies. **Review of Accounting Studies**, Springer, v. 5, n. 1, p. 5–26, 2000.

TASKER, S. C. Bridging the information gap: Quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure. **Review of Accounting Studies**, Springer, v. 3, n. 1-2, p. 137–167, 1998.

VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Elsevier, v. 5, p. 179–194, 1983.

WAROFF, D. The well-connected ir officer. **Institutional Investor**, v. 134, p. 38, maio 1994.