

172

DIVULGAÇÕES VOLUNTÁRIAS POR MEIO DE TELECONFERÊNCIA DE RESULTADOS E A ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Aluno Mestrado/MSc. Student Karen Zenólia Rocha Rangel [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. Nadia Cardoso Moreira [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. Dante Viana Jr. [ORCID iD](#)

Fucape Business School, Vitória, ES, Brazil

Aluno Mestrado/MSc. Student Karen Zenólia Rocha Rangel

[0000-0001-7989-0453](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

MESTRADO PROFISSIONAL EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ADMINISTRAÇÃO

Doutor/Ph.D. Nadia Cardoso Moreira

[0000-0002-9085-6595](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Doutorado em Ciências Contábeis e Administração

Doutor/Ph.D. Dante Viana Jr.

[0000-0001-6902-3057](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Doutorado em Gestão

Resumo/Abstract

Este estudo buscou investigar as relações existentes entre a divulgação voluntária de informações por meio de teleconferência de resultados e a assimetria informacional. Para tanto, utilizamos como proxy de assimetria informacional a média e a mediana trimestral do bid-ask diário das empresas não financeiras no mercado de ações brasileiro de 2010 a 2020. Por meio de um modelo em painel com efeitos fixos de dados robustos, verificamos se há um menor nível de assimetria informacional associado às empresas que realizam teleconferência de resultados comparado com o nível de assimetria das empresas que não o fazem. Os resultados encontrados nos permitem apontar que empresas que divulgam informações voluntárias via teleconferência de resultados possuem uma assimetria informacional mediana menor do que as demais empresas. Essa pesquisa contribui para a análise das especificidades do mercado de capitais de um país emergente, com crescimento da quantidade de empresas negociadas e do aumento das práticas de divulgações obrigatórias e voluntárias a fim de reduzir a assimetria informacional.

Modalidade/Type

Iniciação Científica / Undergraduate Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance



DIVULGAÇÕES VOLUNTÁRIAS POR MEIO DE TELECONFERÊNCIA DE RESULTADOS E A ASSIMETRIA INFORMACIONAL¹

RESUMO

Este estudo buscou investigar as relações existentes entre a divulgação voluntária de informações por meio de teleconferência de resultados e a assimetria informacional. Para tanto, utilizamos como *proxy* de assimetria informacional a média e a mediana trimestral do bid-ask diário das empresas não financeiras no mercado de ações brasileiro de 2010 a 2020. Por meio de um modelo em painel com efeitos fixos de dados robustos, verificamos se há um menor nível de assimetria informacional associado às empresas que realizam teleconferência de resultados comparado com o nível de assimetria das empresas que não o fazem. Os resultados encontrados nos permitem apontar que empresas que divulgam informações voluntárias via teleconferência de resultados possuem uma assimetria informacional mediana menor do que as demais empresas. Essa pesquisa contribui para a análise das especificidades do mercado de capitais de um país emergente, com crescimento da quantidade de empresas negociadas e do aumento das práticas de divulgações obrigatórias e voluntárias a fim de reduzir a assimetria informacional.

Palavras-chave: Divulgações voluntárias. Assimetria informacional. Teleconferência de resultados. Mercado de Capitais.

1 INTRODUÇÃO

A assimetria de informacional, tema inicialmente desenvolvido por Arkelof (1970), ocorre quando dois ou mais agentes econômicos estabelecem uma relação em que uma das partes envolvidas detém mais informações qualitativas e/ou quantitativas que outra, fazendo com que seus recursos não sejam alocados de maneira eficiente.

Em seu trabalho intitulado “*The Market for Lemons*” (1970), baseado no mercado norte-americano de carros usados, o referido autor demonstra que na ausência de informações mercadológicas a respeito de carros bons ou ruins, denominando os últimos como *lemons* (limões), atribuir-se-á, a todos, um preço médio inferior ao que efetivamente valeriam. Esse erro de valoração ocorreria porque, perante as informações acerca dos veículos disponíveis naquele mercado, o comprador presumiria que qualquer dos carros envolvidos na transação, poderia ser um carro ruim. Assim, os vendedores de carros ruins seriam os únicos que permaneceriam naquele mercado, pois teriam vantagens na negociação, ao passo que os vendedores de carros bons não teriam incentivos para oferecer seus veículos.

Assim como no mercado de veículos representado por Akerlof (1970), no mercado de capitais a assimetria informacional ocorre quando um ou mais investidores possuem informações sobre o valor de uma da empresa que outros não acessam, criando um problema de seleção (Brown & Hillegeist, 2007). Diante desse cenário, os investidores reduzem o preço que estão dispostos a pagar por uma ação ou elevam o preço para vendê-la (Verrechia, 2001; Welker, 1995), o que diminui a possibilidade de negociação de ativos, aumentando a diferença entre os preços de oferta e de procura, refletindo na diferença entre o maior preço que os investidores estão dispostos a pagar por aquela ação, e o menor preço pedido por aqueles dispostos a vendê-la – o *bid-ask spread* (Copeland & Galai, 1983).

¹ O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) – Código de Financiamento 001, do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), e da Fundação de Amparo à Pesquisa e Inovação do Espírito Santo (FAPES), instituições às quais seguem nossos agradecimentos.



As informações contábeis, contudo, permitem que os provedores de capital (acionistas e credores) consigam avaliar o potencial retorno das oportunidades de investimento, bem como monitorem o uso de seu capital pela empresa (Beyer, Cohen, Lys & Walther, 2010).

Diamond (1985) e Verrechia (2001) sugerem que a divulgação de informações pelas empresas reduz a assimetria informacional diretamente, por reduzir a quantidade de informação privada em relação às informações publicamente disponíveis, e indiretamente, por reduzir os incentivos em relação à busca por informações privadas. A qualidade e a quantidade das informações divulgadas pelas companhias são, portanto, fatores determinantes nas decisões de investimento dos agentes no mercado acionário.

Evidências empíricas confirmam a relação negativa entre divulgação de informações e assimetria informacional (Brown & Hillegeist, 2007; Healy, Hutton & Palepu, 1999), sugerindo, ainda, que práticas de divulgações voluntárias como teleconferências de resultado, reduzem a assimetria informacional entre a empresa e o mercado (Brown, Hillegeist & Lo, 2004). A evidenciação de informações por meio de divulgações voluntárias, permite aos gestores aumentar a transparência de suas práticas para o mercado acionário, proporcionando a redução do risco informacional e do custo de capital das empresas, influenciando positivamente sobre os preços e a liquidez das ações da empresa no mercado (Beyer *et al.*, 2010).

Nas últimas décadas, a divulgação de informações voluntárias por meio da realização de teleconferência de resultados tem se tornado uma prática comum principalmente em mercados consolidados ou em fase de consolidação. Segundo Moreira, Ramos, Kozak-Rogo & Rogo (2016), entre os anos de 2008 e 2014 houve um crescimento de 106% no número desse tipo de divulgação no mercado brasileiro, sendo a realização desses eventos objeto de várias pesquisas nacionais e internacionais a fim de analisar se eles entregam informações incrementais e relevantes, contribuindo ou não para a redução da assimetria informacional no mercado (Frankel, Mayew & Sun, 2010; Hollander, Pronk & Roelofsen, 2010; Matsumoto, Pronk & Roelofsen, 2011; Moreira *et al.*, 2016; Viana Junior, Castro, Ponte, Lima, 2019; Tonin & Scherer, 2022).

Nesse contexto de recente avanço de pesquisas que relacionam a realização de teleconferência de resultados e a assimetria informacional, destacam-se na literatura nacional, pesquisas que procuram compreender a associação entre o vocabulário utilizado na teleconferência de resultados em relação tipo de notícia a ser divulgada (Moreira *et al.*, 2016), o tom em relação desempenho da empresa (Ferreira, Fiorot, Motoki & Moreira, 2019), a percepção dos investidores em relação às teleconferências de resultado e o sentimento linguístico das teleconferências trimestrais (Viana Júnior *et al.*, 2019) ou analisando os diferentes tons utilizados pelos participantes e transcritos durante esses eventos (Tonin & Scherer, 2021).

Ante a escassez de trabalhos relacionando diretamente a assimetria informacional e a realização de teleconferência de resultados pelas empresas comercializadas no mercado brasileiro de ações, bem como a ausência de regulamentação de regulamentação desse tipo de divulgação pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o presente estudo propõe investigar empiricamente se as teleconferências de resultados realizadas pelas empresas não financeiras comercializadas no mercado brasileiro têm potencial de diminuir a assimetria informacional entre a empresa e os participantes do mercado de negociação de ações, examinando, especificamente se há redução na assimetria informacional das empresas que realizam teleconferência de resultados. A fim de mensurar a assimetria informacional, este estudo irá analisar se há diminuição no *bid-ask spread* das ações dessas empresas.

Os resultados evidenciados neste estudo, ajudam na compreensão do papel das



divulgações voluntárias de informações na diminuição entre a quantidade/qualidade de informações acerca da rentabilidade, presente e futura, dos investimentos da firma, dos gestores e dos usuários externos, ajudando na alocação eficiente de capital no mercado brasileiro, carente de trabalhos nesse sentido.

Dessa forma, este trabalho visa contribuir para uma melhor liquidez do mercado do mercado brasileiro, além de propor novos estudos acerca das divulgações voluntárias e da redução da assimetria informacional.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Para que esse mercado de capitais seja considerado eficiente, os preços dos títulos devem refletir totalmente as informações relevantes sobre as empresas nele negociadas, imediatamente após sua disponibilização para o público em geral, considerando-se informações relevantes como aquelas capazes de afetar os fluxos de caixa presente e futuros da empresa ou as expectativas futuras dos investidores. Segundo o modelo desenvolvido por Fama (1970), todos os usuários têm acesso a todas as informações disponíveis sobre a empresa, assim que divulgadas, de forma simétrica, inexistindo ganho anormal entre os investidores.

De acordo com Brown e Hillegeist (2007), a assimetria informacional surge quando a firma possui algum tipo de informação relevante, até então não divulgada ao público, que pode ser utilizada por alguns investidores de forma privilegiada, permitindo que investidores com melhor informação tenham negociações mais lucrativas às custas de outros investidores que, para compensarem suas expectativas de perda, demandam um prêmio de retorno maior que demandariam em negociações sem o risco da existência de investidores com informações privilegiadas.

As informações contábeis permitem que os provedores de capital (acionistas e credores) consigam avaliar o potencial retorno das oportunidades de investimento, bem como monitorar o uso de seu capital pela empresa, seja porque os gerentes das empresas normalmente possuem mais informações que os investidores externos sobre a lucratividade esperada de seus investimentos atuais e futuros, seja porque, muitas vezes, os gestores das empresas têm incentivos para exagerar na lucratividade projetada das firmas por eles geridas (Beyer *et al.*, 2010).

2.2 DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS E A ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Conforme Verrecchia (2001), a divulgação de informações pode diminuir o problema da seleção adversa ocasionado pela assimetria de informações, pois um maior volume de informações em domínio geral leva a uma menor possibilidade da existência de investidores com informações privilegiadas, e, também, porque tende a reduzir a incerteza sobre o valor da empresa, reduzindo a vantagem que um investidor profissional ou mais bem informado possa ter.

Segundo Healy e Palepu (2001), a divulgação de informações pelas empresas é fundamental para o funcionamento de um mercado de capitais eficiente. Nesse contexto as empresas fornecem informações obrigatórias, aquelas que resultam de instruções governamentais ou de instituições reguladoras, como demonstrações financeiras, relatório da administração, entre outras; divulgações voluntárias, como teleconferência de resultados e comunicados de imprensa; e informações por meio de intermediários, como analistas financeiros e imprensa financeira.



Contudo, mesmo em um mercado de capitais eficiente, Heally e Palepu (2001) retratam que os gestores têm informações superiores aos investidores externos. Assumindo que é provável que a regulamentação contábil e a auditoria não consigam captar as mudanças na economia e nos negócios que afetarão os resultados da empresa, a divulgação de informações voluntárias críveis por meio da administração, informações essas confirmadas pelos informadores intermediários e pelo próprio relatório contábil exibido, é capaz de mitigar a má alocação de recursos no mercado de capitais.

De acordo com Bowen, Davis e Matsumoto (2002), o anúncio trimestral de resultados financeiros, conhecido como "*release* de resultados" ou ou "press releases" ou comunicados de imprensa, é um dos mais importantes mecanismos de divulgação utilizados pelos gestores para comunicar o desempenho de sua empresa aos acionistas e outros *stakeholders*.

Brown e Hillegeist (2007) mostram, em seu estudo sobre a associação entre a qualidade da divulgação de informações das empresas e o grau de assimetria informacional, que quanto melhor a qualidade das informações divulgadas, menor assimetria. Além disso, reforçam que a pontualidade quanto à divulgação de informações relevantes é fator fundamental no intuito de buscar a diminuição da assimetria informacional, pois inibe a busca por informações privadas pelos investidores.

2.3 TELECONFERÊNCIA DE RESULTADOS

Uma teleconferência de resultados consiste na realização de uma conferência com analistas, investidores e outros agentes interessados, no período de divulgação de resultados da companhia. Conforme Moreira *et al.* (2016) a teleconferência de resultados configura-se como um mecanismo único de divulgações, tendo em vista que é separada em duas seções com interação entre dois agentes importantes do mercado, o gestor e os analistas e, diferentemente dos demais mecanismos de divulgação, o gestor, além de fornecer informações aos investidores e analistas, é questionado sobre elas.

Moreira *et al.* (2016) afirmam que primeira parte do evento é a apresentação, onde o gestor expõe sua interpretação acerca do desempenho da empresa no trimestre e qualquer outra informação que desejar divulgar voluntariamente aos participantes. Na segunda parte, denominada fase de perguntas e respostas, os participantes do evento podem questionar o gestor a respeito dos dados apresentados ou outros assuntos relacionados à atividade empresarial e ao mercado em que a empresa está inserida, tendo, assim, acesso a novas informações ou esclarecendo informações que ainda não tenham ficado conforme o desejado.

Os referidos autores mostram, ainda, que o gestor divulga maior número de informações, representado pelo tempo de duração e pelo conteúdo informacional entregue na seção da apresentação de resultados, quando a empresa reporta notícias negativas (prejuízo no trimestre), relacionando o comportamento do gestor a uma postura estratégica diante da notícia a ser divulgada. Isso porque os analistas desempenham um papel direto na descoberta de informações durante a seção de perguntas e respostas e o gestor, através de sua explanação, poderá ocultar a propagação de informações negativas (Moreira *et al.*, 2016). Hollander, *et al.* (2010) retrata que um gestor que, questionado na parte de perguntas e respostas, não divulga informações, leva o mercado a inferir que ele possui má notícia a ser ocultada.

Bushee, Matsumoto e Miller (2003) e Frankel, Johnson e Skinner (1999), documentaram que, em média, as teleconferências de resultado geralmente acrescentam informações ao mercado, o que pode ser evidenciado por aumentos significativos na volatilidade dos retornos das ações durante o período dos eventos, sendo a divulgação de



informações ao mercado condição necessária para as apresentações reduzirem o nível de assimetria informacional. Nesse sentido, Viana Junior *et al.* (2019) encontraram evidências significativas de que existe uma associação positiva entre os retornos anormais acumulados e o sentimento linguístico das teleconferências trimestrais de 24 empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3, sugerindo que as falas dos gestores nas teleconferências legitimam a atuação da empresa no mercado, alterando a percepção dos investidores no mercado brasileiro e o valor das ações negociadas.

Para Brown *et al.* (2004), as teleconferências de resultados reduzem a frequência com que investidores ficam cientes das informações privadas de duas maneiras: (i) a prática desse tipo de divulgação voluntária permite que as empresas possam resumir e disseminar uma grande quantidade de informações e antecipar diretamente alguns eventos de informação privada futuros que, se descobertos de forma privada, teriam sido objeto de negociação particular em alguma data posterior; (ii) a maior frequência de divulgação de resultados permitem que o investidor preveja racionalmente que a empresa está seguindo uma política antecipada de disseminação frequente de informações, levando-o a crer que, provavelmente, as demais informações relevantes serão prontamente divulgadas no futuro. Dessa forma a empresa reduz, também, os benefícios esperados pelas atividades de busca de informações privadas.

Levando em consideração que a divulgação voluntária de informações é fundamental para a diminuição da assimetria informacional, pois inibe a busca por informações privadas pelos investidores e, a realização de teleconferência de resultados permite que a empresa dissemine maior quantidade de informações sobre eventos passados e futuros, bem como leva o investidor a crer que informações relevantes serão prontamente divulgadas pela companhia, postulamos a seguinte hipótese 1 de pesquisa:

H1: A divulgação voluntária de informações por meio da realização de teleconferência de resultados conduz a um menor nível de assimetria informacional entre os investidores.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 MODELO ECONOMETRICO

Para testar a hipótese H1 desta pesquisa, a qual testa uma associação entre a assimetria informacional as divulgações voluntárias das empresas através das teleconferências de resultados, a equação (1) foi utilizada.

$$AI_{it+2} = \beta_0 + \beta_1 CC_{it} + \sum \beta_k \text{Controles}_k + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Na equação (1), a variável independente CC_{it} é uma variável *dummy* que se refere à realização de evento de divulgação de resultados por meio de teleconferência pela empresa i no trimestre t . A variável AI_{it+2} mede a assimetria informacional da empresa i no trimestre $t+2$, tendo em vista que os resultados alcançados pela empresa i , no trimestre t , surtirão maior efeito nos papéis que serão negociados no segundo trimestre subsequente ($t+2$) à apresentação para a sociedade, posto que a obrigatoriedade de divulgação dos resultados da empresa, conforme a Instrução nº 8/2022 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é em até 3 (três) meses contados do encerramento do exercício social ou na mesma data do envio das demonstrações financeiras para os emissores nacionais ou em até 4 (quatro) meses para os estrangeiros, e no prazo de 45 (quarenta e cinco) dias contados da data de encerramento de cada trimestre.

3.2 ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Para medir a assimetria informacional (AI) utilizamos o *bid-ask spread* médio do segundo trimestre subsequente ao resultado apurado. Baseando-se nos trabalhos de Welker



(1995), Mohd (2005), Silber (2005), Fu *et al.* (2012) e Rodrigues et al. (2017), o *bid-ask spread* diário foi medido de acordo com a fórmula apresentada na Equação (2).

$$BidAsk_t = (Bid_t - Ask_t) / \left[\frac{(Bid_t + Ask_t)}{2} \right] \quad (2)$$

Na referida equação Bid_t é o preço máximo que um investidor está disposto a pagar no dia t , e Ask_t é o preço mínimo que um investidor está disposto a vender na mesma data (Mohd, 2005; Silber, 2005). Assim, o

A assimetria informacional ocorre quando um ou mais investidores possuem informações sobre o valor de uma da empresa indisponíveis a outros, criando um problema de seleção adversa (Akerlof, 1970) ou risco moral (Jensen & Meckling, 1976). Diante desse cenário, ou os investidores reduzem o preço que estão dispostos a pagar por uma ação, ou elevam o preço para vendê-la (Verrechia, 2001; Welker, 1995), aumentando a diferença entre os preços de oferta e de procura, refletindo na diferença entre o maior preço que os investidores estão dispostos a pagar por aquela ação, e o menor preço pedido por aqueles dispostos a vendê-la – o *bid-ask spread* (Copeland & Galai, 1983).

Rodrigues e Galdi (2017) retratam que estudos empíricos realizados desde 1960, relacionam o *bid-ask spread*, com liquidez na negociação das ações e conteúdo informacional no mercado. Fu, Kraft e Zhang (2011) afirmam que *bid-ask spread* é um meio comum de mensurar assimetria informacional, e que quanto mais grave a assimetria informacional, maior será o spread necessário para cobrir as maiores perdas esperadas dos formadores de mercado ao negociar com investidores informados. Girão e Machado (2013), concluem que tem se utilizado várias proxies para estimar a assimetria de informação como *probability of insider trading* (PIN), liquidez em bolsa, volatilidade dos títulos, entretanto o *bid-ask spread* tem se destacado como a proxy mais utilizada em pesquisas acadêmicas, pois reflete a incerteza sobre o valor do ativo e quanto maior a incerteza, maior a assimetria informacional entre as partes de uma negociação.

As ofertas de compra e venda diárias foram extraídas do site da B3, onde estão disponíveis para download. Assim como Rodrigues e Galdi (2017) foram utilizadas apenas as ações mais líquidas de cada empresa para o cálculo.

3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Visando analisar se a divulgação de informações voluntárias por meio de teleconferência de resultados está relacionada à assimetria informacional entre os investidores, será atribuída uma variável *dummy* que assume o valor igual a 1 (um), se a empresa realizar divulgação voluntária de informações por meio de teleconferência de resultados e o valor 0 (zero) caso contrário.

Para controlar os efeitos da assimetria informacional além da realização de teleconferência de resultados (variável independente), será introduzido no modelo 8 (oito) variáveis que também se relacionam com a assimetria no mercado de capitais (variáveis de controle), conforme literatura.

Healy *et al.* (1999), encontraram evidências de um declínio no *bid-ask spread* das ações, associado a um aumento no indicador de transparência das empresas, afirmando que um maior indicador de transparência reflete positivamente na rentabilidade, na liquidez das ações, na estrutura de propriedade e na atração de maior cobertura de analistas, evidenciando, ainda, que essas conclusões permanecem consistentes ao usar variáveis de controle como risco, crescimento e tamanho da empresa.

Easley e O'Hara (2004) retratam que investidores desinformados exigem um retorno



esperado mais alto sobre os ativos onde acredita-se na existência de investidores com informações privadas. Apesar dos detentores de informações privadas exigirem sobre ações dessas empresas retornos menores, em equilíbrio, o retorno dessas ações irá refletir o risco assumido pelos desinformados. Dessa forma espera-se um coeficiente positivo entre retorno, risco e *spread*.

No mesmo estudo, Easley e O'Hara (2004) afirmam, ainda, que empresas listadas em bolsas, com maior cobertura de analistas e acurácia nas previsões, possuem um maior valor de mercado, o que está associado a um menor custo de capital. Dessa forma, concluem que a maior quantidade de analistas de mercado acompanhando a empresa reflete na redução da assimetria informacional. Assim sendo, espera-se que empresas com maior custo de capital, ou seja, mais intensa no uso de capital de terceiros, ou tenham *bid-ask spread* mais elevado.

Leuz e Verrechia (1999) afirmam que quanto maior o porte de uma empresa, maior sua visibilidade em relação às obrigações acessórias, à cobertura de analistas e nas suas ações de relação com investidores. Dessa forma, quanto maior o tamanho da empresa, menor o grau de assimetria informacional, estando o tamanho da empresa negativamente relacionado ao *spread*.

Moreira (2019) afirma a necessidade de controlar os efeitos do tamanho da empresa, preço das ações e volume de negociação, pois estão associados à qualidade e quantidade da produção de informação; já preço da ação é incluído para controlar o risco mais alto associado a títulos de baixo preço; e retorno das ações e volatilidade são necessários para o caso de investidores informados serem mais ativos em negociação de ações.

Os dados relacionados à Liquidez da Ação no trimestre, à Volatilidade no trimestre, ao Retorno dado pela média diária trimestral do retorno no fechamento, ao Risco, ao % relacionado à Estrutura de Capital da Empresa (percentual resultante da divisão entre o total de empréstimos e financiamentos no curto prazo e no longo prazo da empresa pelo patrimônio líquido) e ao Valor de Mercado, foram colhidos através do Economatica®.

Conforme os dados apresentados pela plataforma, a Liquidez em bolsa é dada por

$Liquidez = 100 \times \frac{p}{P} \times \sqrt{\frac{n}{N} \times \frac{v}{V}}$, onde p é o número de dias em que houve pelo menos um

negócio com a ação dentro do trimestre, P é o número total de dias do trimestre, n é o número de negócios com a ação no trimestre, N é o número de negócios com todas as ações no trimestre, v é o volume em dinheiro com a ação dentro do trimestre e V é o volume em dinheiro com todas as ações dentro do trimestre. Para o cálculo da Volatilidade de n dias, a plataforma usa uma série de cotações de fechamento de $n+1$ dias ($d_0, d_1, d_2, d_3, \dots, d_n$), e $Volatilidade =$

$\sqrt{\frac{\sum_{k=0}^n (S_i - S_m)^2}{n \times PPA}}$, onde S_i é dado pelo logaritmo neperiano de (d_i / d_{i-1}), tal que $i = 1 \dots n$, S_m é

a média de $S_1, S_2, S_3, \dots, S_n$, e PPA significa Períodos por Anos, sendo que, no caso do cálculo diário usam-se 252 fechamentos diários e, para se obter a volatilidade na base trimestral, o Economatica® calcula a volatilidade na base anual e multiplica pela raiz quadrada do número de dias úteis no período trimestral, dividido pela quantidade de dias úteis no ano (252).

Ainda conforme a Economatica®, o Retorno é gerado através da média diária trimestral da oscilação do fechamento entre a data t e o dia anterior ($t-1$), sendo $Retorno = 100 \times \left[1 - \left(\frac{\text{Fechamento na data } t}{\text{Fechamento na data } t-1} \right) \right]$ e o Risco é mensurado como o desvio padrão dos retornos diários durante o trimestre, sendo dado por $Risco = \sigma \left(\frac{\text{Fechamento na data } t}{\text{Fechamento na data } t-1} - 1 \right) \times$

$\frac{\sqrt{\text{dias úteis no trimestre}}}{252}$. Já a Estrutura de Capital é o percentual resultante da divisão entre o total de empréstimos e financiamentos no curto prazo e no longo prazo da empresa pelo patrimônio

líquido e o Valor de Mercado é o total de ações *outstanding* da empresa multiplicada pela cotação não ajustada por proventos.

Já para o Tamanho, conforme Martins *et al.* (2014) a *proxy* utilizada foi o logaritmo do valor de mercado total da empresa no último dia útil do trimestre, e seguindo Moreira (2019), a *proxy* de Preço é o logaritmo do preço médio diário das ações durante o trimestre, e de Volume de Negociação é o logaritmo do volume médio diário de negociação em reais durante o trimestre.

Variável	Descrição	Relação Esperada	Fonte
BidAsk_Média	Média trimestral do <i>Bid-ask Spread</i> diário na data t+2	Variável Dependente	B3
BidAsk_Mediana	Mediana trimestral do <i>Bid-ask Spread</i> diário na data t+2	Variável Dependente	B3
CC	<i>Dummy</i> : 1 se a empresa realizou teleconferência de resultado no trimestre	Variável Independente	Website de RI
Variáveis de Controle			
LTAM	Tamanho. Logaritmo do valor de mercado total fornecido pelo Economática® (quantidade de ações <i>outstanding da empresa multiplicado pela cotação não ajustada por proventos</i>) no último dia do trimestre t	-	Economática®
LPREC	Preço. Logaritmo do preço médio diário das ações durante o trimestre t	-	B3
LVOLUM	Logaritmos do volume médio diário de negociações em reais durante o trimestre t	-	B3
RETORN	Oscilação do fechamento entre a data [t] e o dia anterior [t-1], sendo que Retorno = 100 x [1-(fechamento na data t/fechamento na data t-1)] do trimestre t	+	Economática®
LIQDEZ	Índice de liquidez da ação = 100 x (p/P) no trimestre t	-	Economática®
VOLAT	Volatilidade = $\sqrt{(\sum [(S_i - S_m)^2] / (n \times PPA))}$ no trimestre t	+	Economática®
RISCO	Risco é o desvio padrão dos retornos diários durante o trimestre t.	+	Economática®
CT	Estrutura de Capital é a proporção do Capital de Terceiros no financiamento das atividades da empresa no trimestre t	+	Economática®

Quadro 1. Descrição das Variáveis

Fonte: Elaborado pelos autores

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Além das informações financeiras, este estudo utilizou-se dos dados acerca da realização ou não de eventos de teleconferência de resultados, coletados a partir o site de Relações com Investidores das empresas estudadas. A amostra inicial foi composta pelas empresas brasileiras não financeiras de 2010 a 2020, trimestralmente, totalizando 18.876 observações. Foram retiradas as observações com informação faltante sobre a métrica de assimetria informacional (-9.108 obs.) e as observações com informação faltante sobre as variáveis de controle (-3.680 obs.), totalizando 6.088 observações na amostra final.

A Tabela 1 mostra a frequência de observações por ano, discriminando quais destas empresas-trimestres realizaram ou não uma teleconferência de resultados ou *conference call* (CC). Do total de observações, é possível ver que 70,66% (4.302) são a respeito de empresas que divulgaram uma *conference call* para discutir os resultados do respectivo trimestre.

Tabela 1

Freq. de Observações por Ano

Ano	CC		Total
	0	1	
2010	176	270	446
2011	167	296	463
2012	159	330	489
2013	149	357	506
2014	144	377	521
2015	141	380	521
2016	133	382	515
2017	149	413	562
2018	139	465	604
2019	199	478	677
2020	230	554	784
Total	1,786	4,302	6,088

Fonte: Elaborada pelos autores

Diante da base de dados coletada fora possível identificar o aumento na prática da realização de eventos de teleconferência de resultados, crescimento este que pode ser justificado pelo aumento de empresas negociadas na bolsa de valores brasileira, pela facilitação dos meios tecnológicos para a realização dos eventos, pela mudança na cultura das empresas e do investidor e, principalmente, pela necessidade das empresas em manterem contato com os investidores no período de restrições provocadas pela pandemia de Covid-19. Os dados levantados, contudo, podem ser objeto da realização de estudos posteriores.

4.2 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 2 contém a estatística descritiva das variáveis selecionadas para aplicação neste estudo. A assimetria informacional medida pelo *BidAsk_Média* apresenta média positiva de 0,0115798 e a medida pelo *BidAsk_Mediana* de 0,0088803. Portanto, a média e/ou a mediana no trimestre da diferença entre o maior preço que os investidores estão dispostos a pagar pelas ações analisadas, e o menor preço pedido por aqueles dispostos a vendê-la é muito pequena, refletindo a baixa variação de preço dos papéis olhando-se o cenário analisado que é de 10 (dez) anos. A amostra é composta em média por empresas com maior valor médio de mercado (tamanho), maior preço médio diário das ações e maior volume de negociações.

No que diz respeito às variáveis econômico-financeiras, pode-se verificar que o risco médio trimestral das ações no período foi de 22,39, e a volatilidade de 22,15, já a mediana do risco médio e da volatilidade por trimestre foi de 18,46 e 18,43 e, portanto, pudemos identificar a existência de *outliers* que poderiam enviesar nossas conclusões. Quanto à média do retorno e da liquidez das ações analisadas, se aproximaram de zero.

Tabela 2

Estatística Descritiva

Variável	N	Mín.	Q1	Média	Mediana	Desvio Padrão	Q3	Máx.
<i>BidAsk_Média</i>	6088	-0,0565872	0,0028423	0,0115798	0,0052877	0,0243114	0,0115898	0,4651984
<i>BidAsk_Mediana</i>	6088	0,0001763	0,0020804	0,0088803	0,0041929	0,0163998	0,0095238	0,4
<i>LTAM</i>	6088	9,72	13,71	14,98	15,19	1,98	16,33	19,66
<i>LPREC</i>	6088	2,985297	6,29	6,97	7,18	1,21	7,82	9,15
<i>LVOLUM</i>	6088	14	18	20	20	3	22	25
<i>RETORN</i>	6088	-1,31	0	0	0	0	0	1
<i>LIQDEZ</i>	6088	0	0	0	0	1	0	3
<i>VOLAT</i>	6088	8	14,20	22,15	18,43	12,88	25,18	82

RISCO	6088	8,38	14,22	22,39	18,46	13,54	25,38	89
CT	6088	-108	21	42	40	44	58	292

Fonte: Elaborada pelos autores

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para estimar as relações entre a Assimetria Informacional e a divulgação voluntária de informações por meio da realização de teleconferências de resultado, foi estimado um modelo de painel desbalanceado, tendo em vista que, ao serem excluídas observações das empresas que não possuíam todas as variáveis de controle, não foram obtidos dados de todas as empresas da amostra analisada para todos os trimestres.

A partir dos modelos estimados, realizou-se o Teste de *Chow* para ambas as variáveis de assimetria informacional, observando-se que, tanto para a média trimestral do *bid-ask spread* diário, quanto para a mediana, o modelo de Painel de Efeitos Fixos é preferível ao modelo *Pooled OLS* (P-Valor = 0,00% < 1%) por considerar as dimensões de tempo e espaço combinados. Além disso, por meio do Teste de *Breusch and Pagan* verificou-se que o modelo de Efeitos Aleatórios também é mais explicativo que o modelo *Pooled* (P-Valor=0,00% < 1%).

A fim de analisar entre os modelos de Efeitos Fixos e de Efeitos Aleatórios realizou-se o teste de *Hausman*, onde verificou-se, analisando os resultados de que o modelo de efeitos fixos é o preferível (P-Valor=0,00% < 1%).

Ante a definição de que o modelo de Efeitos Fixos com dados robustos é o mais apropriado, para ambas métricas de assimetria informacional como variável dependente, passou-se a analisar o potencial explicativo dos modelos estimados. A Tabela 3 apresenta os resultados dos modelos estimados.

Tabela 3

Resultados da Estimação do Modelo da Eq. (1)

Variáveis	<i>BidAsk_Média</i>		<i>BidAsk_Mediana</i>	
	Coef.	Estat t.	Coef.	Estat t.
CC	-0,00114	(-0,94)	-0,00132	(-1,81)*
LTAM	0,00379	(4,45)***	0,00221	(4,29)***
LPREC	-0,00349	(-5,10)***	-0,00331	(-6,43)***
LVOLUM	-0,00490	(-9,47)***	-0,00308	(-11,78)***
RETORN	-0,00049	(-0,93)	-0,00070	(-2,11)**
LIQDEZ	0,00323	(3,42)***	0,00223	(3,63)***
VOLAT	0,00059	(2,11)**	0,00034	(1,67)*
RISCO	-0,00042	(-1,60)	-0,00025	(-1,31)
CT	1,81E-06	(0,27)	4,19E-06	(0,79)
Constante	0,07093	(9,65)***	0,05722	(11,39)***
N	6.088		6.088	
R2 Overall	45,69%		57,72%	
P-Valor do Teste de Hausman	0,0689		0,0000	

Fonte: Elaborada pelos Autores

Quanto à realização de divulgações voluntárias por meio de teleconferência de resultados, os resultados encontrados rejeitam a hipótese nula, sendo possível concluir com razoável segurança que a referida divulgação conduz a um menor nível de assimetria informacional entre as empresas e o mercado.

No que diz respeito ao valor R-quadrado, que varia de 0 a 1, onde 1 define a precisão preditiva perfeita, comparando se a variável de assimetria informacional calculada a partir da média diária do *bid-ask spread* por trimestre com a mediana diária, verificou-se que o modelo



estimado a partir da mediana apresentou um potencial explicativo melhor que o calculado a partir da média, tendo em vista que 57,72% da variação na assimetria informacional é explicada pelo modelo (*R-squared Within*).

No que diz respeito às relações identificadas como significantes, foi possível identificar que, dentre as oito variáveis analisadas, quatro apresentaram significância estatística a 1% (tamanho, preço, volume de negociações, liquidez), cinco a 5% (acrescenta-se às anteriores o retorno) e duas a 10% (realização de teleconferência de resultados e volatilidade das ações). Entre as variáveis significantes, três confirmaram as expectativas da literatura internacional (preço, volume e volatilidade).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou as relações existentes entre a assimetria informacional na negociação de ações e a divulgação voluntária de informações por meio da realização de teleconferência de resultados das empresas abertas, não financeiras, no mercado acionário brasileiro.

No que diz respeito à assimetria informacional medida por meio do *bid-ask spread* no mercado brasileiro durante dos anos de 2010 a 2020, foi possível identificar três variáveis positivamente relacionadas à assimetria, tamanho, liquidez e volatilidade, e três negativamente relacionadas, preço, volume de negociações e retorno. O tamanho, retorno, e liquidez, não confirmaram o sinal apresentado pela literatura corrente, o que pode ser explicado por alguns aspectos particulares do ambiente brasileiro, como a concentração do controle das empresas no mercado e o grande volume de negociações de ações preferenciais no mercado secundário.

Quanto à divulgação voluntária de informações por meio da teleconferência de resultados podemos afirmar com razoável segurança que esse tipo de *disclosure* tem o condão de aumentar as informações acerca das empresas no mercado e, assim, reduzir a assimetria informacional.

Ademais, é importante ressaltar que estudos como este, que analisam as particularidades de mercados emergentes, permeados de características específicas como a concentração de ações e alta volatilidade, são de extrema importância para o entendimento do funcionamento do mercado e para a diminuição da assimetria informacional.

REFERÊNCIAS

- Akerlof, G. A. (1970). The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. doi: 10.2307/1879431.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 296-343. doi: 10.1016/j.jacceco.2010.10.003.
- Bowen, R. M., Davis, A. K., & Matsumoto, D. A. (2002). Do conference calls affect analysts' forecasts? *Accounting Review*, 77(2), 285-316. doi: 10.2308/accr.2002.77.2.285
- Brown, S., & Hillegeist, S. A. (2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. *Review of Accounting Studies*, 12(2-3) 443-477. doi: 10.1007/s11142-007-9032-5
- Brown, S., Hillegeist, S. A., & Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry, *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 343-366. doi: 10.1016/j.jacceco.2004.02.001.
- Bushee, B. J., Matsumoto, D. A., & Miller, G. S. (2003). Open versus closed conference calls:



- the determinants and effects of broadening access to disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 34(1–3), 149-180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00073-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00073-3)
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207-250. doi: 10.1111/j.1475-679X.2004.00136.x
- Copeland, T. E., & Galai, D. (1983). Information Effects on the Bid-Ask Spread. *The Journal of Finance*, 38(5), 1457-1469. doi: 10.1111/j.1540-6261.1983.tb03834.x
- Dell'Acqua, A., Perrini, F., & Caselli, S. (2010). Conference Calls and Stock Price Volatility in the Post-Reg FD Era. *European Financial Management*, 16(2), 256-270. Recuperado em 24 junho, 2021, de <https://ssrn.com/abstract=1560161>.
- Diamond, D. W. (1985). Optimal Release of Information By Firms. *The Journal of Finance*, 40(4), 1071-1094. 10.2307/2328395. Recuperado em 21 junho, 2021, de <https://faculty.fuqua.duke.edu/~qc2/BA532/1985%20JF%20Diamond.pdf>.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359. Recuperado em 21 junho, 2021, de <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>
- Duarte, J., & Young, L. (2009). Why is PIN priced?. *Journal of Financial Economics*, 91(2), 119-138. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.10.008>.
- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and Cost of Capital. *Journal of Finance*, 59, 1553-1583. Recuperado em 21 junho, 2021 de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. Recuperado em 21 junho, 2021, de <https://www.jstor.org/stable/2325486>.
- Frankel, R. M., Johnson, M. F., & Skinner, D. J. (1999). An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 133-150. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2748>.
- Frankel, R. M., Mayew, W. J., & Sun, Y. (2010). Do Pennies Matter? Investor Relations Consequences of Small Negative Earnings Surprises. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 220–242. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1010935>
- Fu, R., Kraft, A., & Zhang, H. (2012). Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity. *Journal of Accounting and Economics*, 54(2-3), 132-149. doi: 10.1016/j.jacceco.2012.07.003
- Girão, L. F. A. P, & Machado, M. R. (2013). A Produção Científica sobre Assimetria Informacional em Periódicos Internacionais de Contabilidade. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 5(1), 99-119. Recuperado em 12 junho, 2021 de <https://revistas.ufpr.br/rcc/article/view/29923>.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405-440. doi: 10.1016/S0165-4101(01)00018-0
- Healy, P.M., Hutton, A., & Palepu, K.G. (1999). Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485-520. doi: 10.1111/j.1911-3846.1999.tb00592.x
- Hollander, S., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2010). Does silence speak? Na empirical analysis of disclosure choices during conference calls. *Journal of Accounting Research*, 48(3), 531-563. doi: 10.1111/j.1475-679X.2010.00365.x
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H., (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency



- costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385-420. doi: 10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (1999). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124. doi: 10.2307/2672910
- Martins, O. S., & Paulo, E. (2012). Assimetria de Informação na Negociação de Ações, Características Econômico-Financeiras e Governança Corporativa no Mercado Acionário Brasileiro. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 25(64), 33-45. doi: 10.1590/S1519-70772014000100004
- Matsumoto, D., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2011). What Makes Conference Calls Useful? The Information Content of Managers' Presentations and Analysts' Discussion Sessions. *The Accounting Review*, 86, 1383-1414. doi: 10.2308/accr-10034.
- Mohd, E. (2005). Accounting for Software Development Costs and Information Asymmetry. *The Accounting Review*, 80(4), 1211-1231. doi: doi.org/10.2308/accr.2005.80.4.1211
- Moreira, N. C. (2019). *Disclosure regulation: the case of foreign firms* (Tese de doutorado). Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, Vitória, ES, Brasil. Recuperado em 15 junho, 2022, de <https://fucape.br/producao-academica-1/disclosure-regulation-the-case-of-foreign-firms-2/>
- Moreira, N. C., Ramos, F., Kozak-Rogo, J., & Rogo, R. (2016). Conference Calls: uma Análise Empírica do Conteúdo Informacional e do Tipo de Notícia Divulgada. *Brazilian Business Review*, 13(6), 291-315. doi: 10.15728/bbr.2016.13.6.6
- Rodrigues, S. S., & Galdi, F. C. (2017). Relações com Investidores e Assimetria Informacional. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 28(74), 297-312. Recuperado em 23 junho, 2021, de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/44905/investor-relations-and-information-asymmetry-/i/en>.
- Silber, W. L. (2005). What Happened to Liquidity When World War I Shut the NYSE?. *Journal of Financial Economics*, 78(3), 685-701. doi: 10.1016/j.fineco.2005.02.005
- Tonin, J. M. da F., & Scherer, L. M. (2022). Reação do Mercado Acionário aos Tons Transcritos das Teleconferências de Resultados. *Revista de Administração de Empresas*, 62(1), 1-19. doi: 10.1590/S0034-759020220107
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting & Economics*, 32(1-3), 97-180. doi: 10.1016/S0165-4101(01)00025-8.
- Viana Junior, D. B. C., Castro, L. A., Ponte, V. M. R., & Lima, M. C. (2019). Do the words matter? Na analysis of the linguistic sentiment of earnings conference calls and abnormal stock returns in brazilian companies. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(3), 144-158. doi: 10.14392/asaa.2019120308
- Welker, M. (1995). Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets. *Contemporary Accounting Research*, 11, 801-827. doi:10.1111/j.1911-3846.1995.tb00467.x