



Relação da Previsão de Analistas Financeiros com o Gerenciamento de Impressão

PEDRO HENRIQUE DIEHL CABRAL

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

PATRÍCIA PAIN

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

ROMINA BATISTA DE LUCENA DE SOUZA

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

MÁRCIA BIANCHI

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Resumo

A divulgação voluntária de informações possui o intuito de reduzir efeitos da relação de agência e assimetria informacional. Esta divulgação, pelo seu caráter não mandatório, sujeita-se a risco moral, podendo se tornar material enviesado sobre o desempenho da companhia. Para contornar este possível efeito, os investidores consultam previsões de analistas financeiros. Todavia, os gestores também podem consultar estas análises e “calibrar” a informação divulgada voluntariamente, reduzindo efeitos negativos como aumento do custo de capital. Os Relatórios da Administração (RAs) mostraram-se o espaço utilizado pelos gestores para estas divulgações, instruindo a leitura das demonstrações mandatórias. Este estudo tem como objetivo analisar a relação do viés e da precisão da previsão dos analistas financeiros com o Gerenciamento de Impressão na comunicação oriunda da gestão das companhias abertas inscritas no Prêmio ABRASCA. A amostra restringiu-se às empresas participantes da premiação no período de 2016 a 2019 e que divulgaram seção dedicada à mensagem da gestão nos RAs no mesmo período, totalizando 15 companhias. Os RAs sofreram submetidos à análise de conteúdo para determinação do tom (positivo e/ou negativo) das frases presentes nestes. A relação entre as variáveis de qualidade das previsões e de utilização de Gerenciamento de Impressão foi observada através de testes de estatística descritiva, análise de correlação e regressão linear múltipla. Os resultados obtidos indicaram que as previsões dos analistas financeiros impactam a quantidade e qualidade da divulgação voluntária, isto é, a decisão do quê e como divulgar leva em consideração outros fatores além dos internos às companhias, que utilizam de fontes externas para, além de reduzir problemas de agência e assimetria informacional, praticar o Gerenciamento de Impressão.

Palavras-chave: Gerenciamento de impressão, Previsão de analistas, Custo de capital, Relatório da administração, Mensagem da administração.



1 INTRODUÇÃO

Desde sua criação em 2005, o Comitê de Pronunciamento Contábeis (CPC) trabalha com o intuito de estudar, elaborar e emitir pronunciamentos técnicos no sentido de auxiliar as entidades reguladoras brasileiras no processo de normatização centralizada e uniformizada, alinhada com os padrões internacionais de modo a promover a convergência da prática contábil (Conselho Federal de Contabilidade [CFC], 2018). Entretanto, as normas são estabelecidas para as informações contábeis, não havendo critérios definidos sobre informações trazidas juntamente dos relatórios econômico-financeiros, como os relatórios emitidos pela administração das companhias, que operam como mecanismos auxiliares na mitigação da assimetria informacional (Healy & Palepu, 2001).

A publicação de informação mandatória e voluntária tem por finalidade comunicar fatos relevantes da situação econômica e financeira da companhia que o divulga, de modo a reduzir os efeitos da relação de agência e assimetria informacional entre gestor, investidor e demais interessados na companhia (Dye, 2001; Healy & Palepu, 2001; Verrecchia, 2001; Salotti & Yamamoto, 2008; Silva et al., 2015). A divulgação voluntária (*disclosure* voluntário) é uma peça de comunicação não regulamentada e sujeita a risco moral uma vez que possibilitam comportamento escuso do gestor, como ocorre nos relatórios da administração (RAs), muitas vezes apresentados juntos das demonstrações econômico-financeiras (peças regulamentadas) e que operam como canal de comunicação direta do gestor da companhia, seus investidores e demais partes relacionadas (*stakeholders*) (Verrecchia, 2001; Silva et al., 2015). Cabe ressaltar que Graham et al. (2005), acrescentaram um novo grau de complexidade a relação de agência, ao que identificaram pressão para que o gestor mantivesse lucros crescentes e ao mesmo tempo com crescimentos suaves (*smooth earnings*).

Na ausência de padrão para este tipo de comunicação, Rowbottom e Lymer (2010) destacam que reportes da administração são percebidos como narrativas da gestão cujo objetivo é compor figura enviesada do desempenho do gestor, operando como peças publicitárias de relações públicas. Lang e Lundholm (1992) já argumentavam no sentido de que companhias que emitiam dívidas de forma usual apresentavam maior grau de divulgação voluntária e que o retorno sobre o patrimônio (*Return on Equity* – ROE) era assim beneficiado. Na mesma linha dos anteriores, Silva et al. (2007) elencaram uma série observações qualitativas acerca dos RAs, onde aspectos trazidos por Lang e Lundholm (1992) foram reafirmados e somados a outros que demonstraram a relevância dos aspectos qualitativas da informação contábil comunicada pela gestão para uso dos investidores e demais *stakeholders* em seu processo de tomada de decisão.

É esperado que o RA – apresentado junto dos demonstrativos econômico-financeiros – carregue viés, sendo saudável que o gestor manifeste suas percepções sobre o posicionamento da companhia a partir de sua posição privilegiada em termos de acesso a informação. Todavia, inerente à relação de agência (Dye, 2001; Verrecchia, 2001; Ronen & Yaari 2002), pode ocorrer manipulação escusa dos aspectos qualitativos dos números de modo que o gestor promova o Gerenciamento de Impressão do usuário da informação sobre o que de fato significam aqueles números (Schlenker, 1980), não somente pelo aspecto textual-semântico – palavras utilizadas, estrutura das frases, ordenamento das ideias, semântica – como também pela forma de apresentação das imagens e gráficos nos RAs (Bonfim et al., 2018). Exemplo de Gerenciamento de Impressão são os *smooth earnings* destacados por Graham et al. (2005).

Lang e Lundholm (1992) apontam solução para os usuários da informação contábil em relação ao Gerenciamento de Impressão. Os pesquisadores reforçam a necessidade de ceticismo sobre a informação presente nos relatórios voluntários, particularmente àqueles apresentados juntamente dos demonstrativos econômico-financeiros, uma vez que as



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

informações lá contidas se mostram pouco relevantes para realização de projeções (Lang & Lundholm, 1992). Complementam, os autores que existe a necessidade de consultar analistas independentes para melhor compreender os aspectos qualitativos da informação econômico-financeira e dos reportes voluntários emitidos pelas companhias.

Rowbottom e Lymer (2010) reforçaram outra preocupação trazida por Lang e Lundholm (1992), de que o uso de informação divulgada voluntariamente mostra-se crescente, destacando eventual relação com a complexidade como os demonstrativos normatizados são apresentados, assim dando espaço para RAs cada vez mais volumosos, da mesma forma, Martinez (2004) associou a maior complexidade dos demonstrativos a relatórios mais densos. Como forma de melhorar o processo decisório e não depender somente das manifestações do gestor e de demonstrativos padronizados complexos, o investidor pode apoiar-se nas previsões realizadas por analistas financeiros, entendidos como especialistas na área (Lang & Lundholm, 1992; Rowbottom & Lymer, 2010).

De forma menos parcial, os analistas elaboram suas próprias conjecturas sobre o cenário macroeconômico, mercados específicos, ou mesmo companhias específicas, projetando suas expectativas sobre o desempenho do preço das ações das companhias (Rowbottom & Lymer, 2010). Havendo esta segunda opinião, o mercado cria expectativas que são depositadas sobre o gestor quanto ao desempenho das ações (Ronen & Yaari, 2002; Graham et al., 2005). Entretanto, o gestor também pode ter acesso a estas projeções e calibrar a informação voluntariamente divulgada no sentido de reajustar a dinâmica deste jogo narrativo para uma posição que lhe seja mais confortável, gerenciando a impressão dos usuários da informação de modo que a verdade torna-se retórica (Healy & Palepu, 2001; Ronen & Yaari, 2002).

Tendo em vista este confronto de narrativas entre analistas financeiros e gestores, o presente estudo visa responder o seguinte questionamento: *qual a relação do viés e da precisão da previsão dos analistas financeiros com o Gerenciamento de Impressão em companhias abertas?* O objetivo da pesquisa consiste em analisar a relação do viés e da precisão da previsão dos analistas financeiros com o Gerenciamento de Impressão da comunicação da gestão das companhias abertas inscritas no Prêmio ABRASCA, premiação esta que avalia e pontua, desde 1999, a divulgação das companhias inscritas.

Este estudo contribui para aprimorar o entendimento da Teoria da Divulgação, atendendo à Verrecchia (2001) no sentido apresentar uma metodologia inovadora em estudos empíricos sobre a teoria, e também a Dye (2001) ao trazer aspectos da “vida real” para o debate, analisando o comportamento do gestor frente as previsões de analistas. Também busca-se trazer ao entendimento questões levantadas por Healy & Palepu (2001) quanto a melhor compreender a função dos analistas financeiros e da divulgação voluntária no contexto do mercado de capitais. Acompanhando Merkl-Davies & Brennan (2007) e Cavalheiro (2019), este estudo oferece contribuição em fomentar a discussão acerca da motivação do Gerenciamento de Impressão, que segundo Graham et al. (2005) pode estar relacionado tanto a questões de agência quanto a pressões sobre o gestor para que manipule as percepções dos investidores e demais *stakeholders*.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Divulgação

A divulgação de informação por parte das companhias tem como objetivo reduzir a assimetria informacional existente entre proprietário, gestor e demais *stakeholders* (Healy & Palepu, 2001; Verrecchia, 2001; Ronen & Yaari, 2002; Salotti & Yamamoto, 2008; Silva et al., 2015). A comunicação destas informações é feita pela companhia – personificada na figura do gestor – tanto via dados numéricos (caráter objetivo) quanto pela narrativa construída no corpo



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

textual dos relatórios (caráter subjetivo) divulgados, tendo como público alvo quaisquer usuários que desejem utilizar daquelas informações (Bocmaru, 2015).

Entre os estudos da Teoria da Divulgação se destaca o trabalho de Verrecchia (2001), de abordagem analítica e que descreve diversos modelos matemáticos desenvolvidos pelos pares para explicar e prever fenômenos relacionados à divulgação das companhias. Os trabalhos existentes sobre *disclosure* são classificados, segundo Verrecchia (2001), em três categorias: i) divulgação baseada em associação; ii) divulgação baseada em julgamento; e iii) divulgação baseada em eficiência. O estudo aqui presente enquadra-se na segunda categoria.

Os mecanismos subjacentes à divulgação são verificáveis quando se observa a dinâmicas da relação companhia-proprietário (gestor-investidor), especialmente quando ocorre constrição do comportamento do gestor, exigindo-se que ele divulgue determinadas informações sobre o desempenho da companhia ainda que inexista norma ou peça legal neste sentido (Ronen & Yaari, 2002). Prendendo foco na divulgação financeira, companhias com perspectiva entendida como positiva para períodos imediatamente seguintes têm maior incentivo para divulgar em detalhes a razão desta perspectiva, uma vez que entendem que os custos relacionados a tal divulgação são compensados pelos benefícios, apontam Salotti e Yamamoto (2008). Deixar de divulgar nesta circunstância, complementam os pesquisadores, levaria o mercado a interpretar que a perspectiva financeira apontada não é sustentável, numa lógica de que o gestor divulga o positivo para validar suas expectativas e omite o negativo para não prejudicar sua análise.

Dye (2001) argumenta que a Teoria da Divulgação Voluntária – divulgação baseada em julgamento para Verrecchia (2001) – possibilita interpretar que os RAs destacam os sucessos da companhia, dando foco na redução de custos quando o lucro realiza-se abaixo das expectativas do mercado, por exemplo. Segundo a lógica do *disclosure* voluntário, a discricionariedade do gestor é o principal fator a se observar, assim, quando o usuário da informação identifica viés do gestor nos RAs, por exemplo, a Demonstração do Resultado torna-se pouco relevante para a tomada de decisão (Dye, 2001; Verrecchia, 2001; Rowbottom & Lymer, 2010). Esta abordagem presume comportamento racional dos investidores que interpretam eventual omissão de informação como existência de efeito negativo daquela informação omitida sobre a companhia, concluem.

Assimetria de informação entre gestores e investidores prejudica a alocação eficiente dos recursos no mercado de capitais (Healy & Palepu, 2001). No caso brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliário (CVM) regula práticas sobre a divulgação, podendo o *disclosure* voluntário contribuir neste processo ao trazer aspectos qualitativos e explicativos sobre os números dos relatórios ofertados ao público. Healy e Palepu (2001) apontam que, entre os incentivos motivacionais de divulgação voluntária, aqueles relativos ao mercado de capitais são os principais fatores de influência na decisão do gestor, quais sejam: i) operações de mercado de capitais; ii) disputas por controle corporativo; iii) compensação com ações; iv) processos judiciais; v) sinalização da gestão de talentos; e vi) custos de propriedade.

Silva et al. (2015), evidenciam os custos de propriedade como forças que afetam a decisão dos gestores sobre a divulgação voluntária, uma vez que tal comunicação pode impactar negativamente a companhia e prejudicar sua posição competitiva no mercado. No Brasil, o Prêmio ABRASCA avalia a divulgação voluntária das empresas a partir dos RAs entregues, sendo de livre acesso a pontuação e classificação atribuída às companhias participantes (Wrubel et al., 2015).

2.2 Gerenciamento de Impressão

A hipótese de operações de mercado de capitais considera que os gestores que preveem a realização de transações têm incentivos para fornecer informação voluntária de modo a



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

reduzir a assimetria informacional e assim reduzir o custo de capital da empresa (Silva et al., 2015). Desta forma, as companhias de capital aberto têm mais incentivos para divulgar mais informação voluntariamente em comparação às companhias de capital fechado, visto que o custo do seu capital pode ser positivamente correlacionado à assimetria da informação.

A prática de manipulação da informação divulgada pela companhia por parte do gestor de modo a garantir-lhe vantagem indevida, explorando a assimetria informacional existente entre ele e o investidor, é denominada Gerenciamento de Impressão (Merkl-Davies & Brennan, 2007). Bonfim et al. (2018) trazem que, na maioria dos casos, essa prática está associada ao *disclosure* voluntário, espaço em que o gestor tem maior liberdade para selecionar o que e como divulgar sobre a companhia. Espera-se, continuam os pesquisadores, que a informação contida neste tipo de relatório vise impactar a impressão do investidor sobre a companhia e sobre o desempenho da administração de modo que o efeito resultante seja positivo para o gestor.

O Gerenciamento de Impressão remete a psicologia social, tendo como objetivo exercer juízo de valor sobre o que divulgar de modo a influenciar a percepção dos leitores, usuários daquelas informações (Schlenker, 1980). Na contabilidade, Gerenciamento de Impressão está relacionado à manipulação do conteúdo dos RAs emitidos com base na informação contabilidade das companhias: omitindo, apresentando ou distorcendo gráficos, imagens, texto ou qualquer outro meio/canal de comunicação com o investidor (Beattie & Jones, 2000).

Segundo dados da pesquisa de Cavalheiro (2019), diversos estudos no Brasil investigaram o Gerenciamento de Impressão, entretanto, com demasiado focam nas informações numéricas contidas nas divulgações, poucos explorando o gerenciamento das informações em seu caráter qualitativo contido na narrativa, na semântica do texto. Cunha e Silva (2009) destacam que as informações qualitativas, sejam estas em formato textual ou ilustrativo, ocupam a maior parte do conjunto de demonstrações econômico-financeiras, indicando que os usuários destas informações valorizam aspectos qualitativos do relatório em seu processo de tomada de decisão mais que dados meramente numéricos.

Neste sentido, Silva et al. (2007) elencam uma série de observações relativamente a variação de aspectos qualitativos do RA e razão de dados numéricos contidos nas demonstrações econômico-financeiras: i) a extensão do relatório está relacionada com a variação do lucro líquido futuro em relação ao lucro no ano atual; ii) o grau de otimismo do RA decorre do desempenho atual da entidade expresso pelo: aumento do ativo, do patrimônio líquido, do lucro, do retorno sobre o ativo, e – de forma não esperada – na redução da liquidez; iii) os RAs com viés otimista são traduzidos somente em aumentos futuros do patrimônio líquido e no retorno do ativo no exercício seguinte – X_{n+1} ; iv) o pessimismo dos relatórios diz respeito a uma entidade que apresenta ativo e patrimônio líquido menor que no período anterior; v) o grau de pessimismo reflete o desempenho futuro da entidade; vi) o grau de otimismo/pessimismo apresenta relação com os assuntos discutidos no RA; e vii) variações positivas sobre o patrimônio e o retorno sobre o ativo em X_n causam maior quantidade de frases sobre desempenho em X_{n+1} .

Ao se valerem do Gerenciamento de Impressão os gestores buscam trabalhar a imagem que os usuários externos (investidores e demais *stakeholders*) percebem da companhia, utilizando-se de artifícios para causarem uma impressão cujo efeito será positivo para o próprio gestor (Hooghiemstra, 2000). Em seus estudos, Yuthas, Rogers e Dillard (2002) destacam que os gestores realizam o Gerenciamento de Impressão e usam os relatórios da administração como meios para manipular de forma estratégica as percepções e conseqüentemente as decisões dos investidores e demais usuários das informações divulgadas pela companhia.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

2.3 Previsão de Analistas Financeiros

Os analistas do mercado de capitais, sejam independentes ou vinculados a instituições intermediárias, além de indicadores macroeconômica e setoriais, utilizam as informações divulgadas pelas companhias tanto às de caráter obrigatório quanto às voluntárias, apontou Martinez (2004). Para viabilizar e mesmo justificar suas recomendações, os analistas consolidam os dados coletados e julgam o desempenho corrente das companhias e realizando previsões sobre o valor de mercado futuro delas, precisando este valor futuro (Martinez, 2004).

Ao realizar um investimento, a qualidade das previsões dos analistas é percebida pelo investidor necessariamente após a previsão, mediante comparação entre os movimentos previstos pelo analista e a realização destes movimentos e seus efeitos sobre a companhia, que irão impactar o valor de mercado dela (Dalmácio et al., 2013). São as experiências anteriores que dão aos analistas condição de avaliar as companhias considerando mais que as informações obrigatórias, indicadores macroeconômicos e setoriais de forma isolada, mas suas possíveis combinações juntamente dos sinais emitidos pela gestão em seus reportes voluntários (Dalmácio et al., 2013).

Martinez (2004) aborda que os investidores são, em geral, insuficientemente capacitados para gerir suas respectivas carteiras de investimento (*outsiders*). Assim, recorrem à ajuda de profissionais – analistas financeiros – que possuem conhecimentos específicos que os tornam qualificados para realizar investimentos com maior eficiência. Oliveira e Girão (2018) destacam a relevância das projeções dos analistas, que operam como redutores de assimetria informacional e influenciam a tomada de decisão dos investidores e demais usuários, ao que Lang e Lundholm (1992) apontam que as companhias também levam em consideração às percepções dos *outsiders* sobre a companhia.

A possibilidade de subprecificação do valor de mercado da companhia compele o gestor a divulgar mais informações de forma voluntária (Ronen & Yaari, 2002) a fim de corrigir esta assimetria, especialmente quando o baixo desempenho da companhia pode colocar o gestor em risco de demissão (Healy & Palepu, 2001; Graham et al., 2005), em consonância com os achados de Warner et al. (1988) e Weisbach (1988), que estudaram a relação entre baixo desempenho das ações e a rotatividade dos CEOs. Como resultado, os gestores aumentam a divulgação de informações a fim de explicar o desempenho frustrado e gerenciar a impressão dos investidores, reduzindo o risco de desvalorização das ações (Healy & Palepu, 2001).

Diante disso, os analistas consideram os RAs uma ferramenta de relações públicas por meio da qual o gestor pode criar uma imagem enviesada do desempenho econômico-financeiro (Rowbottom & Lymer, 2010), isto é, ferramenta de Gerenciamento de Impressão. Identificada lacuna na literatura, este estudo se propõe a investigar se o viés e a precisão da previsão dos analistas financeiros são determinantes para os gestores se valerem do Gerenciamento de Impressão no relatório do período imediatamente posterior à previsão. Foi dada ênfase à mensagem aos acionistas, que contempla a comunicação direta do gestor com o investidor, trazendo os destaques que aquele julga serem os relevantes e de interesse para este. Desta forma, as hipóteses investigadas neste estudo são:

Hipótese 1 (H1): *Maior valor de precisão (previsão menos precisa, valor mais distante de 0) implica tendência em equilíbrio na proporção entre frases de valor semântico positivo e negativo na mensagem ao acionista; e*

Hipótese 2 (H2): *O viés da previsão pessimista implica tendência em equilíbrio na proporção entre frases de valor semântico positivo e negativo na mensagem ao acionista.*

Como pressuposto, este estudo entende que a proporção de frases negativas na mensagem da administração é *proxy* de nível de Gerenciamento de Impressão tendo em vista



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Dye (2001) e Verrecchia (2001), que apontaram o RA como um espaço de propaganda dos sucessos da gestão. Logo, introduzir insucessos estaria relacionado ao fato de o gestor estar “ajustando a figura”, gerenciar a impressão do leitor. Este posicionamento está em acordo com Salotti e Yamamoto (2008), que apontam haver um limite mínimo de informação negativa necessária de ser voluntariamente emitida sob risco de o investidor desconfiar da informação e elevar sua percepção de risco. Silva et al. (2015) trazem que o custo de capital é justamente um dos fatores de pressão que influencia o gestor a decidir sobre o que e como divulgar para reduzir efeitos prejudiciais sobre este.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O estudo é classificado como quantitativo, ao utilizar de quantificação tanto na coleta de percentual de tom positivo e negativo nas mensagens aos acionistas quanto no tratamento dos dados por meio de métodos estatísticos como a regressão linear múltipla, e qualitativo ao valer-se de análise de conteúdo dos RAs para capturar e analisar as características dos relatórios (Richardson, 1999). Quanto ao objetivo, o estudo é enquadrado como pesquisa descritiva (Almeida, 1996), pois analisa a relação entre variáveis indicativas da mensagem fornecida pela empresa e variáveis que medem a qualidade das previsões feitas pelos analistas financeiros. Já, quanto aos procedimentos técnicos utilizados esta pesquisa é documental (Martins & Theóphilo, 2009) dado que a coleta de dados ocorre através de relatórios divulgados nos sites das companhias e de previsões de analistas em portal da internet.

A população alvo deste estudo compreende as companhias abertas inscritas no Prêmio ABRASCA nos anos de 2016 a 2019, totalizando 76 companhias. A amostra foi composta pelas companhias que se inscreveram na premiação nos 4 anos do período em análise (19 empresas), apresentaram mensagem da gestão aos acionistas nos RAs e apresentavam dados de previsão de analistas disponível no portal Yahoo Finanças®, igualmente para todo o período adotado. Dados tais critérios impostos para este estudo, foram identificadas 15.

Entendeu-se que as empresas inscritas no Prêmio ABRASCA, que avalia justamente a qualidade dos RAs, buscam elaborar relatórios de forma adequada. A escolha do período deu-se em razão deste compreender a crise-político-econômica brasileira, em 2016, apaziguada após as eleições presidenciais de 2018. O momento político delicado somado à recessão econômica vivida naquele ano impactou diretamente a arrecadação do governo, aumentando o déficit previsto, o caos nas contas públicas dos Estados, a taxa de juros sobre financiamentos e a percepção de risco dos investidores (Agência Brasil, 2016).

A coleta de dados ocorreu, entre agosto e outubro de 2020, de formas distintas para as variáveis analisadas. Para a determinação da proporção de frases positivas frente ao somatório de positivas e negativas foram coletados os RAs disponibilizados no site da B3 S.A., bem como os setores em que as empresas se enquadram. Os dados de previsão de analistas e ativo total das companhias foram obtidos através de consulta ao portal Yahoo Finanças®. E a variável de *disclosure* voluntário se vale das médias de pontuação divulgadas no portal do Prêmio ABRASCA.

A Tabela 1 evidencia as variáveis dependentes, independentes de interesse e independentes de controle utilizadas no modelo de regressão múltipla com dados em painel. Além das variáveis e sigla de referência, são apresentadas a métrica de cada variável, o suporte teórico utilizado e o sinal esperado para a análise de regressão.

São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Tabela 1
Variáveis da Pesquisa

Variável	Sigla	Métrica	Suporte Teórico	Sinal Esperado	
Variáveis Dependentes					
Mensagem ao acionista	POS	Percentual de frases positivas em relação ao somatório de frases positivas e negativas na mensagem ao acionista.	Bardin (1977); Krippendorff (2004); Steenkamp & Northcott (2007); Câmara (2013); Silva et al. (2007).	Não se aplica	
Mensagem ao acionista	NEG	Percentual de frases negativas em relação ao somatório de frases positivas e negativas na mensagem ao acionista.	Bardin (1977); Krippendorff (2004); Steenkamp & Northcott (2007); Câmara (2013); Silva et al. (2007).	Não se aplica	
Variáveis Independentes de Interesse					
Precisão da Previsão	PREC	Módulo da diferença entre o resultado real e o consenso do resultado previsto pelos analistas, dividido pelo valor absoluto do resultado real do período - $\left \frac{LPAr - LPApr}{LPAr} \right $.	Martinez (2004); Dalmácio et al. (2013); Oliveira & Girão (2018).	+	-
Viés da Previsão	VIES	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 quando o consenso da previsão for otimista e 0 quando o consenso da previsão dos analistas for pessimista.	Martinez (2004); Dalmácio et al. (2013); Oliveira & Girão (2018).	+	-
Variáveis Independentes de Controle					
Disclosure Voluntário	ABRASCA	Variação de um ano nas notas recebidas pelas empresas no Prêmio ABRASCA Relatório Anual.	Hooghiemstra (2000); Yuthas, Rogers & Dillard (2002).	+	-
Tamanho da Empresa	TAM	Logaritmo natural do Ativo Total	Silva et al. (2007).	-	+
Resultado	RES	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 quando a empresa apresentar prejuízo e 0 quando a empresa apresentar lucro.	Silva et al. (2007).	-	+
Variação do resultado	V.RES	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 quando a empresa apresentar aumento do lucro ou redução do prejuízo no decorrer de 1 ano e 0 nos demais casos.	Silva et al. (2007).	+	-
Setor Financeiro	SETFIN	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 quando a empresa for do setor financeiro, conforme segmentação da B3, e 0 nos demais casos.	Tenani (2018).	+/-	+/-

Fonte: Elaborada a partir de diversos autores (2021).

Desde 1999, a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA) realiza anualmente o Prêmio ABRASCA, gratificação que tem por objetivo incentivar o aperfeiçoamento da elaboração de RAs, de modo que avalia aspectos como clareza, transparência, qualidade e quantidade de informações, caráter inovador de sua apresentação expositiva, projeto gráfico, entre outros (Wrubel et al., 2015); julgando os materiais entregues pelas companhias inscritas, principalmente no que se refere ao conteúdo. A pontuação atribuída pelo prêmio é relevante para este estudo por revelar características referentes à qualidade do que é divulgado pelas empresas como um todo.

As companhias do setor financeiro se submetem a regras de divulgação que as diferenciam das demais empresas listadas na B3 (Tenani, 2018). Todavia, como esta pesquisa se vale da análise de conteúdo dos relatórios da gestão, foi possível analisar inclusive estas organizações do setor financeiro ao utilizar SETFIN como variável independente de controle (Tabela 1), que atribuiu valor 1 para as empresas atuantes no setor financeiro e 0 para as demais.

Para tornar possível a análise quantitativa subsequente sobre a influência da previsão dos analistas no *disclosure* voluntário das companhias, parte dos RAs divulgados – em sua maioria juntamente dos demonstrativos econômico-financeiros – foram submetidos a análise de conteúdo (Bardin, 1977; Krippendorff, 2004; Steenkamp & Northcott, 2007; Câmara, 2013).



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

A parte dos relatórios utilizada na análise consistiu na seção textual que denotava o viés da gestão das companhias, instruindo ou direcionando a leitura dos dados apresentados no relatório e, por extensão, nas demonstrações econômico-financeiras.

De modo geral, a seção inicial do relatório intitulada, em sua maioria, “Mensagem ao Acionista” foi utilizada para a análise de conteúdo. Quando da ausência desta seção inicial, foi utilizada outra cujo valor semântico fosse equivalente, apresentando a análise de mercado, contexto macroeconômico e tendências, segundo a percepção da gestão. Foi preservada a constância da seção textual-semântica analisada, isto é: quando a “Mensagem ao Acionista” esteve disponível para todos os períodos analisados, esta foi utilizada; quando faltante em algum dos períodos, buscou-se seção contendo a análise de mercado da diretoria em todos os anos, de modo que esta segunda substituísse integralmente a primeira.

Desta forma, foi restringida a uma amostra de 15 empresas que, além de estarem contempladas pelo prêmio ABRASCA, também apresentaram no RA seção dedicada a análise da diretoria sobre o mercado e contexto macroeconômico onde a companhia opera, seja ela intitulada “Mensagem ao Acionista” ou outra seção que cumpriu função análoga. Doravante, a seção textual do RA utilizado para análise será referida como “mensagem” indiscriminadamente. Ao todo, foi aplicada análise de conteúdo na seção de *mensagem* dos 68 RAs analisados.

A análise de conteúdo foi realizada dentro do programa NVivo 12. A unidade de análise estabelecida para a análise de conteúdo foi *frase* (Bardin, 1977; Krippendorff, 2004), cada uma sendo avaliada a partir de seu valor semântico, sendo atribuído caráter positivo quando da menção a evento favorável à companhia, ou negativo no caso de evento desfavorável, valendo-se do modelo utilizado por Silva et al. (2007). Para cada frase da mensagem foi atribuído pelo menos um dos valores semânticos e no máximo um valor de cada tipo; assim, ocorreram frases classificadas tanto como positivas, quanto negativas, sendo contabilizadas uma vez como positiva e um como negativa.

Partindo para a análise quantitativa sobre os dados coletados, esta ocorreu de forma interpretativo-descritiva. A análise descritiva é demandada no estudo, uma vez que os fenômenos são observados por meio de testes estatísticos, conferindo fundamentação das inferências (Colauto & Beuren, 2014). Seguindo o modelo proposto por Souza e Silva (2020), foi analisada a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes. As variáveis independentes de interesse adotadas neste estudo compreendem o consenso da previsão dos analistas financeiros no período t-1. A Equação 1 aborda o modelo desenvolvido para estimar a influência da precisão e do viés da previsão dos analistas financeiros no Gerenciamento de Impressão de companhias abertas.

$$\text{Mensagem}_{it} = \alpha + \beta 1 \text{VIES}_{it-1} + \beta 2 \text{PREC}_{it-1} + \beta 3 \text{ABRASCA}_{it} + \beta 4 \text{TAM}_{it} + \beta 5 \text{RES}_{it} + \beta 6 \text{VRES}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

As variáveis dependentes da pesquisa compreendem a mensagem da gestão dedicada ao investidor, analisada sob o ponto de vista da proporção de frases com valor semântico positivo e com valor negativo capturados na análise de conteúdo em relação à quantidade total de observações na mensagem.

Para avaliar a relação estatística adequada foi realizada análise dos dados, mediante regressão linear múltipla, com medida de correlação, multicolinearidade, bem como outros testes que se mostraram necessários durante a etapa de análise descritiva dos dados coletados.

Foi realizado o teste de Shapiro-Wilk para determinação de normalidade, em que p-valor > 0.01 revela a presença de distribuição normal para as variáveis. Após a constatação de variáveis com distribuição normal e não-normal, os dados foram observados pela correlação de Spearman (não paramétrico) e Pearson (paramétrico) a 1%, 5% e 10% de significância.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Inicialmente foi realizada Windsorização das variáveis contínuas por empresa entre 1 e 99%, como forma de mitigar problemas relacionados a *outliers* e rodados os modelos com dados em painel. Na sequência foi realizado Teste do Fator de Inflação da Variância (VIF), para determinar a multicolinearidade do modelo, no qual um resultado próximo de 0 indica que a variável é altamente colinear e resultado igual a 1 ou -1 indica a ausência de colinearidade, as variáveis com multicolinearidade $VIF > 10$, que sugere colinearidade, também foram tiradas do modelo quando as variáveis com $VIF > 10$ foram retiradas do modelo por sugerirem colinearidade. Para identificar a ocorrência de heterocedasticidade passou-se ao Teste de Breusch-Pagan e Teste RESET para verificar omissão de alguma variável significativa, com p-valor (F) $> 1\%$, 5% ou 10% indicando a inexistência de omissão de variável representativa (Matos, 1997; Hoffmann, 2016).

Por fim, como forma de verificar a acurácia da modelagem em painel, comparou-se o modelo Pooled com dados em painel com Efeitos Fixos (EF), cujo resultado do Teste de Chow para $F > 1\%$, 5% ou 10% indica que o modelo com efeitos fixos é melhor comparativamente ao modelo Pooled. Depois, estimou-se o modelo com dados em painel com Efeitos Aleatórios (EA), o Teste do Multiplicador de Lagrange com estatística $F > 1\%$, 5% ou 10% indica que o modelo com efeitos aleatórios é melhor comparativamente ao modelo Pooled. Para decidir entre EF e EA, caso ambos sejam identificados como melhores, foi realizado Teste de Hausman, se $X^2 > 0.1$, conclui-se que o modelo com efeitos aleatórios é mais adequado (Matos, 1997; Hoffmann, 2016).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise de Conteúdo

A análise de conteúdo da seção de *mensagem* dos 68 RAs analisados resultaram em 1991 observações, dentre as quais 1659 positivas e 332 negativas, respectivamente 83% e 17% do total. A partir da análise sintática da seção alvo foi possível identificar os efeitos negativos como pouco explorados e apresentados cercados de efeitos positivos, fato comprovado pelas médias gerais de 83% de classificações positivas frente a 17% de negativas.

Observou-se que, apesar da crise econômica brasileira ser mencionada na maioria dos relatórios, os diretores mostram-se confiantes de que os esforços por eles empreendidos estão no caminho certo e que o cenário macroeconômico, apesar de afetar a empresa aponta para melhoria. Todavia, o cenário macroeconômico aparentemente não sinalizou quando da piora do quadro econômico, percebendo-se o uso do relatório como peça de propaganda, em linha com Rowbottom e Lymer (2010). Também, é perceptível a falta de padrão dentro das próprias empresas, ao que num período é dado destaque a um aspecto do desempenho (inclusive financeiro), no período seguinte aquele aspecto é irrelevante e não merece atenção, o que pode estar relacionado a mudança na administração.

Sobre esta falta de padrão, foi percebido companhias que trouxeram como grande feito terem dilatado o prazo médio de pagamento de dívida no ano X1, porém em X2 omitiram a informação e em X3 reafirmar o feito de dilatar o prazo médio de pagamento. Entretanto, o prazo médio de pagamento de X3 era menor que aquele informado em X1. Ou seja, os prazos de pagamento de X2 encurtaram e foram omitidos. Também se percebeu um grande número de premiações inconstantes, num período fazendo-se menção a elas, noutra não trazendo nenhuma informação sobre.

Analisando-se a semântica da estrutura das frases, parágrafos e da mensagem como um todo, estas mostraram-se em sua maioria dedicadas a utilizar efeitos positivos como cortina de fumaça aos efeitos negativos. Não necessariamente os eventos negativos foram omitindo, mas



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

relativizados ao que o leitor se depara com uma proporção 4:1 entre efeitos positivos e efeitos negativos para a companhia na comunicação da gestão dedicada aos investidores.

4.2 Estatística Descritiva das Variáveis

Esta seção ilustra a estatística descritiva das variáveis da pesquisa, analisa-se as variáveis de forma geral e separando as companhias em dois grupos: uma dedicada ao setor financeiro e outro dedicado aos demais setores, conforme consta na Tabela 2.

Tabela 2

Estatística descritiva das variáveis

Variáveis		SETFIN		RES		V.RES		GERAL
		Sector Financeiro	Demais Setores	Lucro	Prejuízo	Redução do Lucro	Aumento do Lucro	
POS	Observações	20	40	53	7	16	29	60
	Média	0,789	0,817	0,822	0,698	0,773	0,867	0,808
	Desvio-padrão	0,153	0,131	0,134	0,123	0,143	0,085	0,138
	Mínimo	0,429	0,462	0,429	0,565	0,438	0,688	0,429
	Máximo	1,000	1,000	1,000	0,905	0,932	1,000	1,000
NEG	Observações	20	40	53	7	16	29	60
	Média	0,211	0,176	0,172	0,302	0,227	0,123	0,188
	Desvio-padrão	0,153	0,130	0,134	0,123	0,143	0,077	0,138
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,095	0,068	0,000	0,000
	Máximo	0,571	0,538	0,571	0,435	0,563	0,286	0,571
VIES	Observações	7	18	23	2	9	16	25
	Média	0,571	0,722	0,652	1,000	0,778	0,625	0,680
	Desvio-padrão	0,535	0,461	0,487	0,000	0,441	0,500	0,476
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,000
	Máximo	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PREC	Observações	8	18	24	2	10	16	26
	Média	0,243	0,679	0,330	3,121	0,725	0,433	0,545
	Desvio-padrão	0,403	1,214	0,441	2,901	1,632	0,429	1,044
	Mínimo	0,000	0,017	0,000	1,069	0,000	0,015	0,000
	Máximo	1,019	5,172	1,556	5,172	5,172	1,136	5,172
ABRASCA	Observações	20	40	53	7	16	29	60
	Média	89,866	89,667	90,541	83,619	88,886	89,696	89,733
	Desvio-padrão	7,185	6,499	6,338	6,372	6,639	7,380	6,675
	Mínimo	77,000	74,000	74,000	75,670	75,670	74,000	74,000
	Máximo	99,330	97,000	99,330	93,000	97,000	99,330	99,330
TAM	Observações	20	40	53	7	16	29	60
	Média	18,676	16,002	17,050	15,709	16,268	17,344	16,894
	Desvio-padrão	3,173	1,194	2,468	1,548	2,233	2,471	2,409
	Mínimo	12,778	13,561	12,778	14,222	12,883	12,901	12,778
	Máximo	21,216	18,399	21,216	18,399	20,989	21,216	21,216
RES	Observações	20	40			16	29	60
	Média	0,000	0,175			0,188	0,034	0,117
	Desvio-padrão	0,000	0,385			0,403	0,186	0,324
	Mínimo	0,000	0,000			0,000	0,000	0,000
	Máximo	0,000	1,000			1,000	1,000	1,000
V.RES	Observações	15	30	41	4			45
	Média	0,667	0,633	0,683	0,250			0,644
	Desvio-padrão	0,488	0,490	0,471	0,500			0,484
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000			0,000
	Máximo	1,000	1,000	1,000	1,000			1,000

Nota: POS: Percentual de frases positivas em relação à soma de frases positivas e negativas; NEG: Percentual de frases negativas; VIES: Viés do consenso da previsão dos analistas; PREC: Precisão do consenso da previsão dos analistas; ABRASCA: Pontuação média recebida no Prêmio ABRASCA; SETFIN: 1 se empresa do setor financeiro e 0 se demais; TAM: Tamanho da empresa; RES: Resultado, 1 se negativo e 0 se positivo; V.RES: Variação no resultado em um ano, 1 se aumento e 0 se redução.

Fonte: Elaborada a partir de dados da pesquisa (2021).



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Prendendo foco na totalidade das observações de valor semântico, percebe-se que os gestores se valem majoritariamente de frases positivas em sua comunicação com os usuários dos relatórios, como já previam Dye (2001) e Verrechia (2001). Outrossim, em termos percentuais, cabe destacar que a menor proporção de frases positivas identificada nos RAs se aproximou da maior proporção de frases negativas identificadas também nos RAs, em acordo com Salotti e Yamamoto (2008) que indicaram a necessidade de um mínimo de informação negativa para dar credibilidade ao RA. Em relação a previsão dos analistas, VIES apresentou-se majoritariamente otimista e distância de 55% em média em relação ao lucro realizado por ação, 11% das observações (companhias/ano) apresentaram prejuízo ao mesmo tempo em que 65% revelaram aumento do lucro ou redução do prejuízo.

As companhias do setor financeiro se mostraram maiores (TAM) que a média geral e não apresentaram prejuízo dentro do período considerado. Também este setor específico foi analisado segundo viés mais pessimista em relação aos demais setores e as previsões mostraram-se mais assertivas (PREC). Em relação a pontuação no Prêmio ABRASCA, as empresas do setor financeiro apresentaram média próxima à geral, entretanto, sua pontuação mínima e máxima, comparativamente aos demais setores, mostrou-se maior. Neste sentido estes resultados vão ao encontro dos achados de Silva et al. (2015) e Healy e Palepu (2001), que observaram que gestores que preveem a realização de transações têm incentivos para fornecer divulgação voluntária que atue na redução da assimetria informacional e, respectivamente, estes gestores aumentam a divulgação de informações para explicar as razões de mau desempenho e reduzir a possibilidade de desvalorização das ações da empresa. Assim, confirma-se a hipótese H1 deste estudo, visto que a quantidade de frase negativas pode estar sendo utilizada para explicar desempenho inferior ao esperado.

Por fim, comparando as demonstrações econômico-financeiras que apresentaram lucro com aquelas que apresentaram prejuízo ao longo dos períodos, pode-se observar efeito semelhante aquele apontado por Salotti e Yamamoto (2008), onde companhias com bons resultados e perspectivas divulgam informação de forma voluntária e detalhada. Conforme consta na Tabela 2, ficou clara esta tendência: companhias que apresentaram lucro também apresentarem maior proporção de frases negativas (menor proporção de positivas) em relação ao geral, indicando Gerenciamento de Impressão. Ainda sobre estas companhias que apresentaram lucro, a pontuação ABRASCA é expressivamente maior, chegando a 99,33.

4.3 Análise de Correlação

Esta seção aborda os resultados para a análise de correlação. Foi verificada normalidade para SETFIN, V.RES e VIES por meio do teste de Shapiro-Wilk, assim sendo analisadas as correlações de todas as variáveis segundo ambas as técnicas de correlação: *Spearman* e *Pearson*, conforme Tabela 3.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Tabela 3
Matriz de correlação

Matriz de correlação de Spearman (não-paramétrica)									
	POS	NEG	VIES	PREC	ABRASCA	SETFIN	TAM	RES	V. RES
POS	1,0000								
NEG	-0,9299***	1,0000							
VIES	0,1368	-0,1844	1,0000						
PREC	0,0400	-0,1178	0,2735	1,0000					
ABRASCA	-0,0196	0,0512	-0,0357	-0,1740	1,0000				
SETFIN	-0,2905	0,3523*	-0,1451	-0,3336	0,3586*	1,0000			
TAM	-0,1824	0,2170	0,0119	-0,0400	0,5186***	0,7660***	1,0000		
RES	-0,1637	0,1841	0,2023	0,4294**	-0,2968	-0,1839	0,0204	1,0000	
V. RES	0,3931*	-0,4510**	-0,1572	0,1387	-0,0347	0,0965	0,1387	-0,0860	1,0000

Matriz de correlação de Pearson (paramétrica)									
	POS	NEG	VIES	PREC	ABRASCA	SETFIN	TAM	RES	V. RES
POS	1,0000								
NEG	-0,9756***	1,0000							
VIES	0,1800	-0,2339	1,0000						
PREC	-0,2884	0,2671	0,2777	1,0000					
ABRASCA	0,1153	-0,1181	0,0663	-0,1323	1,0000				
SETFIN	-0,0966	0,1217	-0,1451	-0,1968	0,0142	1,0000			
TAM	-0,0013	0,0140	0,0087	0,0660	0,4804***	0,5277***	1,0000		
RES	-0,2910**	0,3038**	0,2023	0,7263***	-0,3357***	-0,2570**	-0,1803	1,0000	
V. RES	0,3895***	-0,4368***	-0,1572	-0,1388	0,0556	0,0328	0,2153	-0,2574*	1,0000

Nota: ***, **, *, resultados significativos a 1%, 5%, e 10% respectivamente. POS: Percentual de frases positivas em relação à soma de frases positivas e negativas; NEG: Percentual de frases negativas; VIES: Viés do consenso da previsão dos analistas; PREC: Precisão do consenso da previsão dos analistas; ABRASCA: Pontuação média recebida no Prêmio ABRASCA; SETFIN: 1 se empresa do setor financeiro e 0 se demais; TAM: Tamanho da empresa; RES: Resultado, 1 se negativo e 0 se positivo; V.RES: Variação no resultado em um ano, 1 se aumento e 0 se redução.

Fonte: Elaborada a partir de dados da pesquisa (2021).

As variáveis POS e NEG (dependentes) apresentaram forte correlação negativa significativa a 1% entre si, aproximando-se de uma correlação perfeita, resultado em acordo com o esperado uma vez que para a maioria das frases ou foi atribuído valor positivo ou negativo, logo a correlação negativa em quase 100% é entendida como adequada. Em relação às variáveis dependentes de interesse VIES e PREC, não foi observada correlação significativa com POS e NEG.

VIES e PREC (independentes de interesse) não apresentaram correlação significativa com POS e NEG. Em relação à PREC, esta apresentou correlação positiva de mais de 70% e significativa a 1% com RES, entretanto, PREC apresenta-se defasada em um ano, não tendo sido verificada teoria que justifique tal relação.

Os achados na seção 4.2 relacionados a segmentação das empresas em setor financeiro e demais setores – SETFIN – são percebidos e comprovados nas matrizes de correlação tanto de Spearman quanto de Pearson, o mesmo ocorre com RES e a variação do resultado decorrido em um ano - V.RES.

4.4 Regressão Linear Múltipla

Apresenta-se nesta seção resultados e interpretações a partir das análises de regressão aplicadas no estudo, conforme Tabela 4. Para a construção da tabela, mostrou-se necessário realização de segunda rodada de regressões sem a participação da variável de controle ABRASCA em razão de p-valor ter se apresentado muito maior que 0,1 em todas as análises.

São analisados a multicolinearidade, o Teste de Distribuição F, a Correção Robusta de White, o coeficiente de determinação múltipla, a estatística teste-t e o coeficiente de correlação com o fim de estabelecer a existência e a intensidade de correlação entre as variáveis dependentes e independentes deste estudo.

No modelo com dados em painel percebe-se a presença de multicolinearidade imperfeita com tendência para ausência de multicolinearidade. Nas quatro regressões o Teste de Distribuição F apresentou redução do valor após a Correção Robusta de White, logo, houve aumento da heterocedasticidade levando a considerar nestes dois casos a análise não corrigida pelo método.

O coeficiente de determinação múltipla ajustado (R² – Adj R-squared) indica que os modelos para a variável POS explicam entre 28% e 31% da variabilidade dos dados de resposta ao redor de sua média, enquanto que para a variável resposta NEG explicam entre 48% e 50% da variabilidade, apontando capacidade preditiva. Os valores-p da estatística teste-t encontrados superiores a 0,10 nos testes indicam que as variáveis independentes não contribuem para prever a variável resposta nestes modelos a 90% de confiança.

Tabela 4
Regressão com dados em painel

Variáveis	POS			POS			NEG			NEG		
	Coef.	P > t	VIF	Coef.	P > t	VIF	Coef.	P > t	VIF	Coef.	P > t	VIF
VIES	0,0935 (0,051)	0,083	1,15	0,0955 (0,049)	0,069	1,13	-0,0929 (0,043)	0,045	1,15	-0,0962 (0,042)	0,034	1,13
PREC	0,0222 (0,026)	0,402	1,16	0,0209 (0,025)	0,418	1,15	-0,0208 (0,021)	0,344	1,16	-0,0195 (0,021)	0,365	1,15
ABRASCA	0,0019 (0,004)	0,629	1,30				-0,0019 (0,003)	0,549	1,30			
TAM	-0,0257 (0,012)	0,039	1,23	-0,0235 (0,010)	0,036	1,03	0,0279 (0,009)	0,009	1,23	0,0256 (0,009)	0,008	1,03
RES	-0,1158 (0,089)	0,212	1,16	-0,1275 (0,085)	0,148	1,07	0,1287 (0,074)	0,100	1,16	0,1408 (0,070)	0,060	1,07
V.RES	0,1485 (0,049)	0,008	1,10	0,1437 (0,048)	0,007	1,06	-0,1661 (0,041)	0,001	1,10	-0,1612 (0,039)	0,001	1,06
Constante	0,9709 (0,338)	0,010		1,1090 (0,184)	0,000		0,0082 (0,279)	0,977		-0,1339 (0,153)	0,392	
Obs.	25			25			25			25		
Prob > F	0,0543			0,0293			0,0045			0,0020		
R-squared	0,4639			0,4567			0,6134			0,6054		
Adj R-squar.	0,2853			0,3138			0,4846			0,5016		

Nota: POS: Percentual de frases positivas em relação à soma de frases positivas e negativas; NEG: Percentual de frases negativas; VIES: Viés do consenso da previsão dos analistas; PREC: Precisão do consenso da previsão dos analistas; ABRASCA: Pontuação média recebida no Prêmio ABRASCA; TAM: Tamanho da empresa; RES: Resultado, 1 se negativo e 0 se positivo; V.RES: Variação no resultado em um ano, 1 se aumento e 0 se redução. Fonte: Elaborada a partir de dados da pesquisa (2021).

No que tange às variáveis independentes de controle, TAM, RES e V.RES mostraram-se significativas nos modelos testados. Os sinais percebidos seguem o esperado para a pesquisa e estão em acordo com as proposições feitas pelo estudo de Silva et al. (2007). Destaca-se entre os resultados percebidos que: i) empresa maiores se valem mais do uso de frases negativas em relação ao total e menos de frases positivas, em aproximadamente 2,5%; ii) companhias que apresentaram prejuízo utilizaram entre 13 e 14% mais frases negativas e iii) empresas com aumento no lucro/redução no prejuízo apresentaram mais frases positiva (14%) e menos frases negativas (16%) em suas mensagens ao acionista.

VIES apresentou-se significativa a 10% nos modelos para POS e a 5% nos modelos para NEG. Os resultados identificados na Tabela 4 são atribuídos a um viés otimista, pois foi atribuído valor 1 para viés otimista e 0 para viés pessimista na previsão dos analistas financeiros. Ao analisar-se na perspectiva do viés pessimista, a regressão apresentou os mesmos resultados com sinal contrário para os coeficientes observados.

Ao analisar a Tabela 4 segundo a perspectiva do viés pessimista, implica o aumento de 9% da utilização de frases negativas e redução de 7% de positivas, levando a proporção geral de frases negativas e positivas em direção ao equilíbrio. Considerando estes resultados somados aos apontamentos nas seções 4.1, 4.2, 4.3 e 4.4 deste estudo, a hipótese H2, que defende que o



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

viés da previsão pessimista implica tendência em equilíbrio na proporção entre frases de valor semântico positivo e negativo na mensagem ao acionista é entendida como aceita.

Conforme Lang e Lundholm (1992), Silva (1998) e Graham et al. (2005), as previsões realizadas pelos analistas financeiros são observadas como determinantes do custo de capital. Este custo é reduzido quando da redução da assimetria informacional (Healy & Palepu, 2001; Merkl-Davies & Brennan, 2007; Bocmaru, 2015, Silva et al., 2015; Oliveira & Girão, 2018). Ao fornecer maior quantidade de informações negativas divulgadas voluntariamente, os gestores buscam explicar as razões do desempenho a baixo do esperado e reduzir a possibilidade de desvalorização das ações da companhia, ou seja, reduzir o custo de capital ao melhorar o equilíbrio entre frases positivas e negativas nas mensagens aos acionistas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi analisar a relação do viés e da precisão da previsão dos analistas financeiros com o Gerenciamento de Impressão da comunicação da gestão das companhias abertas inscritas no Prêmio ABRASCA com dados disponíveis de previsão de analistas financeiros para o período de 2016 a 2019 – dado que a partir de 2016 a economia brasileira passou a viver um período de recessão seguido pela queda na confiança dos investidores.

A pontuação atribuída em razão do Prêmio ABRASCA ao relatório das companhias que apresentaram lucro é expressivamente maior do que para as demais, chegando a 99,33, são também maiores companhias em média. Os achados na estatística descritiva foram confirmados nas matrizes de correlação de *Spearman* e de *Pearson* para as variáveis independentes de interesse Setor financeiro (SETFIN), Tamanho (TAM), Resultado (RES) e Variação do resultado (V.RES) no período analisado.

Os resultados percebidos na análise descritiva das variáveis permitiram entender a hipótese H1, que defende que a previsão menos precisa implica tendência em equilíbrio na proporção entre frases de valor semântico positivo e negativo na mensagem ao acionista, como aceita, no entanto, estes não puderam ser comprovados pela regressão linear múltipla. Ao optar pela análise de conteúdo com maior aprofundamento foi necessária a limitação da análise dos relatórios à mensagem feita pelos gestores aos acionistas, o que pode ter restringido a capacidade explicativa do modelo.

Os resultados apresentados evidenciaram que H1 é aceita quando as companhias são agrupadas entre pertencentes ao setor financeiro e pertencentes aos demais setores da B3. Em média, as companhias do setor financeiro são maiores que a média geral e todas apresentaram lucro no período analisado. Foi percebido para este setor específico análise sob viés mais pessimista em relação aos demais setores e as previsões mostraram-se mais assertivas (PREC). Em acordo com H1, o setor financeiro também apresentou maior proporção de frases negativas, de modo a equilibrar a proporção de frase positivas e negativas, gerenciando a impressão do leitor para não levantar suspeitas sobre a sustentabilidade da companhia.

A variável Viés do consenso da previsão dos analistas (VIES) mostrou-se significativa em todos os modelos de regressão com dados em painel. O viés pessimista identificado na previsão dos analistas financeiros, analisados com a defasagem de um ano, implicou em aumento de 9% da utilização de frases negativas e redução de 7% de positivas, levando a proporção geral de frases negativas e positivas em direção ao equilíbrio, assim a hipótese H2 foi entendida como aceita. Tendo em vista que a previsão pessimista pode repercutir em maior custo de capital, foi possível inferir que o gestor se vale de Gerenciamento de Impressão nos RAs como ferramenta para a redução do custo de capital, ao que desloca para um equilíbrio de proporção entre atribuições positivas e negativas nas mensagens aos acionistas.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Este estudo contribuiu no aprimoramento do entendimento da Teoria da Divulgação ao utilizar a análise de conteúdo para capturar o valor semântico das informações contidas nos RAs. Assim, foram incorporados aspectos da vida real para o debate ao analisar o comportamento do gestor frente aos erros das previsões dos analistas financeiros que, apesar de serem uma fonte de informação externa às companhias, impactam a qualidade e quantidade de divulgação voluntária dos gestores. Este achado reaviva as discussões de Dye (2001) e Verrechia (2001) quanto a relevâncias destas fontes de informação para o *disclosure* voluntário dos gestores e fomenta a discussão sobre o que motiva o Gerenciamento de Impressão, que pode estar relacionado tanto a questões de agência quanto a pressões externas sobre o gestor para que manipule as percepções dos *stakeholders*.

Como limitação deste estudo, a utilização de relatórios premiados pela ABRASCA na composição da amostra pode ter influenciado os dados, mesmo porque não foi alvo desta pesquisa a métrica da pontuação atribuída pela premiação. Também, por ter-se restringido o universo das companhias de capital aberto àquelas premiadas, cabe continuidade deste estudo de modo a analisar setores específicos da economia ou o mercado como um todo através da análise das companhias abertas inclusive de outros países.

Neste estudo, foi considerada a mensagem da administração ao acionista como veículo para o viés do gestor influenciar a percepção dos usuários dos demonstrativos econômico-financeiros, assim gerenciando sua impressão sobre o desempenho da companhia e, por extensão, do gestor. Considerar outras formas de categorização assim como utilizar a totalidade do RA pode resultar em novas contribuições para a Teoria da Divulgação e da dinâmica do jogo de narrativas dedicado a gerenciar a impressão. Para análises mais profundas, dedicar-se a analisar o conteúdo dos relatórios em estudos de caso pode também suscitar novos entendimentos sobre o Gerenciamento de Impressão.

Sugere-se para estudos futuros, estudar o Gerenciamento de Impressão a partir dos *smooth earnings* que pode trazer contribuições inerentes ao tema, dando continuidade aos achados de Graham et al. (2005). Salotti e Yamamoto (2008) apontaram para a existência de um nível mínimo necessário de informações negativas nos RAs, buscar identificar qual este nível mínimo contribuiria significativamente ao entendimento do gerenciamento de impressão, uma vez que se teria um valor de referência sobre o qual julgar os RAs de forma mais objetiva. Analisar o efeito de troca de gestão no RAs sob a perspectiva do gerenciamento de gestão também pode se mostrar frutífero.

REFERÊNCIAS

- Agência Brasil. (2016). *Retrospectiva: veja o que aconteceu na economia em 2016*. Disponível em: <https://revistapegn.globo.com/Negocios/noticia/2016/12/retrospectiva-veja-o-que-aconteceu-na-economia-em-2016.html>. Acesso em: 20 set. 2020.
- Almeida, M. L. P. de. (1996). *Como elaborar monografias*. (4. ed.) Belém: Cejup.
- Bardin, L. (1977). *Análise de Conteúdo*. (1. ed.) Lisboa: Edições 70, 1977, 93-132.
- Beattie, V.; & Jones, M. J. (2000). Impression management: the case of inter-country financial graphs. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 9(2), 159-183.
- Bocmaru, G. (2015). Impression and earnings management: a collaborative tool to mislead analysts. *Faculty of Economics and Business*, University of Amsterdam.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- Bonfim, M. P.; Souza, I. G. M.; Silva, C. A. T.; & Serafim, A. O. (2018). Gerenciamento de impressão gráfica no processo decisório. *Revista Ambiente Contábil*, Natal, 10(1), 71-87.
- Câmara, R. H. (2013). Análise de conteúdo: da teoria à prática em pesquisas sociais aplicadas às organizações. *Revista Interinstitucional de Psicologia*, 6(2), 179-191.
- Cavalheiro, M. O. (2019). *Relação Entre Gerenciamento De Resultados Contábeis E Gerenciamento De Impressão Em Companhias Abertas Listadas Na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão*. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade), Universidade Federal do Rio Grande do Sul, UFRGS, Porto Alegre.
- Colauto, R. D.; & Beuren, I. M. (2014). Coleta, análise e interpretação dos dados. In: Beuren, I. M. (Org.). *Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: teoria e prática*. São Paulo: Atlas, 3, 117-144.
- Conselho Federal de Contabilidade. (2018). *O estágio da internacionalização das normas contábeis*. Disponível em: <https://cfc.org.br/destaque/o-estagio-da-internacionalizacao-das-normas-contabeis/>. Acesso em: 14 nov. 2020.
- Cunha, R. K. C.; & Silva, C. A. T. (2009). Análise da Facilidade de Leitura das Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras: uma investigação do gerenciamento de impressões nas narrativas contábeis. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 9, 2009. *Anais...* São Paulo: FEA/USP.
- Dalmácio, F. Z.; Lopes, A. B.; Rezende, A. J.; & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139.
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 181–235.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3–37.
- 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, 405–440.
- Hoffmann, R. (2016). *Análise De Regressão: Uma Introdução à Econometria*. (5. ed.) Piracicaba: O Autor, 2016. Disponível em: <http://www.livrosabertos.sibi.usp.br/portaldelivrosUSP/catalog/download/73/64/310-1?inline=1>. Acesso em: 27 out. 2020.
- Hooghiemstra, R. (2000). Corporate communication and impression management – new perspectives why companies engage in corporate social reporting. *Journal of Business Ethics*, 27(1-2), 55-68.
- Krippendorff, K. (2004). Content Analysis: An Introduction to Its Methodology. *Thousand Oaks: Sage*, 2, 18-80.
- Lang, M.; & Lundholm, R. (1992). An empirical assessment of voluntary disclosure theory. *Working Papers – Stanford Graduate School of Business, Research Paper*, 1188, 1-54.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- Martinez, A. L. (2004). *Analisando os analistas: Estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto*. Tese (Doutorado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo), Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- Martins, G. de A.; & Theóphilo, C. R. (2009) *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. (2. ed.) São Paulo: Atlas.
- Matos, O. C. de (1997). *Econometria Básica: Teoria e Aplicações*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.
- Merkel-Davies, D. M.; & Brennan, N. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management?, *Journal of Accounting Literature*, 26, 116-196.
- Oliveira, A. S. de; & Girão, L. F. de A. P. (2018). Acurácia na previsão de lucros e os estágios do ciclo de vida organizacional: evidências no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 12(1), 121-144.
- Richardson, R. J. (1999). *Pesquisa Social: métodos e técnicas*. (3. ed.) São Paulo: Atlas.
- Ronen, J.; & Yaari, V. L. (2002). Incentives for voluntary disclosure. *Journal of Financial Markets*, 5(3), 349–390.
- Rowbottom, M.; & Lymer, A. (2010). Exploring use and users of narrative reporting in the online annual report, *Journal of Applied Accounting Research*, 11(2), 90-108.
- Salotti, B. M.; & Yamamoto, M. M. (2008). Divulgação Voluntária da Demonstração dos Fluxos de Caixa no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*, 19(48), 37–49.
- Schlenker, B. R. (1980). *Impression management: the self-concept, social identity, and interpersonal relations*. Monterrey: Brooks/Cole, 1980.
- Silva, C. A. T.; Rodrigues, F. F.; & Abreu, R. L. (2007). Análise dos Relatórios de Administração das Análise dos Relatórios de Administração das Companhias Abertas Brasileiras: um Estudo do Exercício Social de 2002. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(2), 71-92.
- Silva, H. R. L. F. (1998). A Capacidade Previsionária No Mercado Acionário Brasileiro - Um Estudo Focado Nas Previsões Dos Analistas De Investimentos. In: Congresso EnAnpad, 1998. *Anais...* São Paulo: ANPAD.
- Silva, T. A.; Slewinski, E.; Sanches, S. L. R.; & Moraes, R. O. (2015). Teoria da Divulgação na Perspectiva da Economia da Informação: Possibilidade de Novos Estudos? In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 9, 2015. *Anais...* São Paulo: FEA/USP.
- Souza, P. V. S.; & Silva, P. B. (2020). Gerenciamento de tons das divulgações voluntárias nos press releases das companhias abertas brasileiras. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 18(4), 39-51.
- Steenkamp, N.; & Northcott, D. (2007). Content analysis in accounting research: the practical challenges. *Australian Accounting Review*, 17(43), 12-25.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- Tenani, P. (2018). Relatório: O Mercado Financeiro no Brasil e suas peculiaridades. *Aqua Wealth Management*. Relatório Fevereiro de 2018.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180.
- Warner, J.; Watts, R.; & Wruck, K. (1988). Stock prices and top management changes, *Journal of Financial Economics*, 20, 461–493.
- Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, 20, 431–461.
- Wrubel, F.; Souza, T. R.; & Cunha, P. R. (2015). Características Do Perfil De Riscos Que Afetam A Qualidade Do Disclosure Das Companhias Abertas Premiadas Pela Abrasca. *ConTexto*, 15(31), 114-128.
- Yuthas, K.; Rogers, R.; & Dillard, J. F. (2002). Communicative action and corporate annual reports. *Journal of Business Ethics*, 41(1-2), 141-157.