



## **Readability e Gerenciamento de Resultados: evidências sobre o mercado de capitais brasileiro.**

**BRUNO D’ASSIS ROCHA**

*FUCAPE Business School*

**DANILO SOARES MONTE-MOR**

*FUCAPE Business School*

### **Resumo**

Seguindo os achados das pesquisas desenvolvidas no mercado americano por Lo, Ramos e Rogo (2017) e Li (2008), esse estudo tem o objetivo de explorar a relação entre o atributo da legibilidade e o nível de gerenciamento de resultados no mercado de capitais brasileiro. Utiliza-se o modelo de Jones Modificado para capturar o efeito da prática de gerenciamento de resultados nas demonstrações financeiras e os modelos Fog e Flesch Index para medir o nível de complexidade de leitura do *press release* divulgado pelas empresas ao mercado. O período de tempo delimitado para a pesquisa inicia-se em 2011 e termina em 2020. Esse trabalho encontrou evidências de que a prática de gerenciamento de resultados influencia o nível de *readability* dos relatórios examinados, em decorrência da ofuscação (os gerentes fornecerem divulgações complexas para ofuscar o mau desempenho) e/ou motivos cognitivos (a discrepância entre o desempenho real e o desempenho apresentado ocasiona dissonância cognitiva da escrita) dos gestores. Esse estudo tem como contribuição reduzir as limitações do modelo econométrico proposto por Li (2008), ao revelar que o gerenciamento de resultados desempenha um papel importante na legibilidade dos relatórios apresentados, consequentemente propõe a inclusão de uma nova variável de controle ao modelo. Do mesmo modo, complementa e expande os resultados trazidos por Lo, Ramos e Rogo (2017), ao relatar que o gerenciamento exerce influência sobre a legibilidade dos relatórios independentemente da direção que está sendo executado e examina outros *benchmarks* de resultados.

**Palavras-chave:** *Readability*, Legibilidade, Gerenciamento de Resultados.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

## 1. INTRODUÇÃO

O objetivo da presente pesquisa é explorar a relação entre o atributo da legibilidade do *press release* divulgado pelas empresas brasileiras e o seu nível de gerenciamento de resultados.

A motivação pelo assunto emerge das pesquisas desenvolvidas por Lo, Ramos e Rogo (2017) e Li (2008) no mercado americano. Os dois trabalhos investigaram características textuais dos relatórios emitidos pelas empresas, buscando identificar como as ações cometidas pelos gestores, para alcançar os resultados divulgados, influenciam na legibilidade dos relatórios de comunicação desses gestores com o mercado.

Li (2008) concluiu que os relatórios anuais de empresas com pior desempenho financeiro tendem a ser mais complexos enquanto aquelas que emitem relatórios de mais fácil leitura apresentam lucros positivos e mais persistentes. Lo, Ramos e Rogo (2017) aumentaram a compreensão dos determinantes de legibilidade de Li (2008) ao descobrirem que as empresas com maior probabilidade de terem gerenciado seus resultados para alcançarem os lucros do ano anterior possuem relatórios mais complexos. Por estudarem um atributo relacionado ao comportamento, cultura, linguística e nível de educação dos gestores, faz-se interessante verificar se o nível de gerenciamento e o desempenho financeiro influenciam a legibilidade dos relatórios emitidos pelos gestores brasileiros.

O gerenciamento de resultados acontece quando o gestor utiliza do seu julgamento na divulgação ou estruturação de operações para modificar as demonstrações financeiras com o objetivo de influenciar a interpretação dos *stakeholders* sobre o desempenho da empresa ou atingir metas contratuais vinculadas aos números contábeis (Healy & Whalen, 1999; Shiper, 1989; Martinez, 2013). Logo, ao realizar tal prática, o gestor tende a utilizar técnicas de linguagem menos compreensíveis com o objetivo de esconder o gerenciamento. Segundo Lo, Ramos e Rogo (2017), esta ofuscação contribui para tornar as divulgações mais complexas e cria uma ruptura do padrão geral de legibilidade encontrado por Li (2008), desafiando a explicação ontológica de que boas notícias são inerentemente mais fáceis de comunicar. Portanto, a relação entre legibilidade e desempenho financeiros não se estabelece de maneira tão direta como supôs Li (2008), a pesquisa de Lo, Ramos e Rogo (2017) mostrou que o gerenciamento de resultados torna essa relação descontínua ou pelo menos não monotônica.

Os estudos sobre o tema desenvolvidos no Brasil até o momento buscaram apenas verificar o nível de dificuldade de determinados relatórios, normalmente notas explicativas após a adoção de determinado normativo, sem entrar no mérito de quais fatores podem influenciar os gestores a escreverem de maneira mais ou menos rebuscada. Portanto, a lacuna de pesquisa identificada busca entender os determinantes que podem impactar as características lexicais dos relatórios emitidos pelos gestores brasileiros, além de aprofundar o entendimento de como o gerenciamento de resultados influencia na complexidade dos relatórios.

Tanto o *Conceptual Framework for Financial Reporting* quanto a Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro (CPC 00) apresentam a compreensibilidade como uma das características qualitativas de melhoria das informações financeiras, descrevendo que tal atributo aumenta a utilidade dos relatórios contábeis. Porém, não é uma tarefa simples medir de maneira objetiva o atributo de compreensão, por outro lado uma aproximação que pode ser utilizada é a medida de legibilidade.

Compreensibilidade e legibilidade estão fortemente relacionadas e podem ou não serem equivalentes, sendo a primeira centrada no leitor: seu conhecimento prévio, finalidade, interesse e habilidade geral de leitura. A segunda é centrada no texto, não considerando as



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

características do leitor, avalia-se estritamente a dificuldade sintática do texto (Jones, 1996). Por essa diferença no foco de cada uma, Stevens *et al.* (1992) afirmam que as medidas de legibilidade não podem ser usadas para determinar a compreensibilidade de um texto.

O próprio CPC 00, ao definir que a apresentação de informações de modo claro e conciso as tornam compreensíveis, alinha-se mais ao atributo da legibilidade que consequentemente facilitará o da compreensibilidade do leitor. Isso ocorre porque o normativo possui ingerência sobre os documentos a serem formulados pelas empresas e não sobre o conhecimento dos leitores desses relatórios.

As principais métricas de legibilidade foram desenvolvidas tendo como base a língua inglesa, já os estudos desenvolvidos na língua portuguesa normalmente se baseiam em Martins *et al.* (1996) que adaptaram a interpretação da pontuação obtida no índice Flesch do inglês para o português. Mais recentemente, Antunes e Lopes (2019) adaptaram as fórmulas das principais métricas de legibilidade para a língua portuguesa. Entretanto, essa pesquisa utiliza o Gunning-Fog Index como métrica da legibilidade dos *press releases* divulgados pelas empresas brasileiras tendo como idioma o inglês.

O *press release* é de divulgação obrigatória apenas para as empresas que compõem o segmento Novo Mercado da B3, porém a maioria das companhias listadas nos demais segmentos de governança corporativa o divulgam voluntariamente. Por não possuir uma estrutura fixa, esse relatório se torna um canal aberto de comunicação dos gestores da empresa com o mercado de capitais, permitindo que aqueles se expressem de maneira aberta e com maior pessoalidade ao comentarem os resultados alcançados pela companhia.

Portanto, este trabalho levanta o seguinte problema de pesquisa: o nível de gerenciamento de resultados praticado pelos gestores influencia a legibilidade do *press release* divulgado ao mercado? Essa pergunta baseia a hipótese de pesquisa: H1 empresas com maior nível de gerenciamento de resultados divulgam relatórios menos legíveis.

Os resultados encontrados indicam que o gerenciamento de resultado analisado tanto de maneira isolada quanto por meio de empresas propensas a executá-lo possui forte influência sobre o nível de *readability*. Diferentemente de Lo, Ramos e Rogo (2017), essa pesquisa desvenda que o gerenciamento exerce influência sobre a legibilidade dos relatórios independentemente da direção que está sendo executado. Além disso, examina outros *benchmarks* de resultados, para comprovar que empresas propensas ao gerenciamento possuem relatórios mais complexos e por fim propõe a inclusão de uma nova variável de controle ao modelo econométrico de Li (2008).

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 *Readability*

Muitos pesquisadores utilizam a qualidade do lucro como uma *proxy* da qualidade das demonstrações financeiras, os estudos de *readability* permitem examinar a qualidade do lucro e a qualidade da divulgação de maneira distintas, podendo inclusive se verificar a relação entre essas duas medidas.

*Readability* é a facilidade de leitura criada por escolhas de conteúdo, estilo, design e organização do texto que se adequam ao conhecimento prévio, escolaridade, interesse e motivação do leitor, ou seja, é o que torna alguns textos mais fáceis de serem lidos do que outros (DuBay, 2007). Uma proposta de tradução para o português é o termo *leiturabilidade*, tendo em vista que legibilidade está relacionada apenas a fatores tipográficos denominados em inglês como *legibility*. Segundo Fontoura e Fukushima (2012), enquanto a legibilidade se refere ao desenho das letras, a *leiturabilidade* está relacionada com a compreensão do texto e da linguagem. Porém, seguindo Farias (2013) que relata a dificuldade ou falta de preocupação



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

em se diferenciar os dois termos até mesmo na literatura inglesa, assim como os demais estudos desenvolvidos na área de Finanças/Contabilidade sobre essa temática no Brasil, este trabalho utiliza a terminologia legibilidade como tradução para *readability*.

O primeiro estudo sobre a legibilidade dos relatórios financeiros foi o desenvolvido por Li (2008). Ela examinou a relação entre a legibilidade do relatório anual (por meio do índice Fog), o desempenho da empresa e sua persistência dos lucros, encontrando que os relatórios anuais de empresas com rendimentos mais baixos são mais difíceis de ler, possuem índice Fog mais elevado, e empresas com lucros positivos mais persistentes apresentam relatórios anuais de mais fácil leitura. Em seguida, Bloomfield (2008) discutiu algumas explicações para as relações entre *readability* e desempenho financeiro encontradas por Li (2008).

Há limitações nos achados de Li (2008) em atribuir de maneira tão direta a qualidade da legibilidade dos relatórios contábeis ao desempenho financeiro e persistência dos resultados das empresas. A própria autora adverte que existem diversas explicações alternativas às suas descobertas, como por exemplo a ontológica, onde as más notícias (empresa apresenta prejuízos ou decaimento do lucro) podem ser inerentemente mais complicadas de se articular e os investidores podem exigir mais informações dos gestores.

Além da explicação ontológica, Bloomfield (2008) apresenta a ofuscação, onde os gestores tentam esconder as más notícias por meio de uma comunicação mais complexa e difícil de decifrar, como uma outra explicação alternativa. Portanto, é difícil saber ao certo qual o verdadeiro motivador para a complexidade dos relatórios financeiros, mas dois se destacam nessa discussão: ofuscação - os gerentes fornecerem divulgações complexas para ofuscar o mau desempenho ou ontologia - as más notícias são simplesmente mais difíceis de serem comunicadas (Bloomfield, 2008)

Nesse contexto, Lo, Ramos e Rogo (2017) argumentam que as explicações ontológicas sugerem que a legibilidade é inerentemente uma função das circunstâncias, enquanto a explicação da ofuscação requer que a administração intervenha e afete a divulgação, manifestando-se em divulgações mais complexas. Essa ofuscação pode não ser em relação a um mau desempenho e sim a uma prática de gerenciamento de resultados. Os autores descobriram que empresas que gerenciaram seus resultados apresentaram relatórios mais complexos, mesmo em situações de desempenho financeiro e persistência de lucros favoráveis, apresentando, portanto, circunstâncias onde a ofuscação prevalece sobre a ontologia.

A partir do trabalho de Li (2008), surgiram diversas pesquisas empíricas em Contabilidade e Finanças que buscaram examinar como os atributos qualitativos da comunicação corporativa afetam a tomada de decisão dos *stakeholders*. Biddle, Hilary e Verdi (2009) estudam a relação entre a qualidade dos relatórios reportados e a eficiência dos investimentos de capital. Miller (2010) examina os efeitos da complexidade dos relatórios financeiros no comportamento de negociação dos investidores e encontra que relatórios mais complexos estão associados a uma negociação geral mais baixa, devido a uma redução na atividade de negociação de pequenos investidores. Lehavy, Li e Merkley (2011) examinam o efeito da legibilidade das empresas sobre o comportamento dos analistas financeiros do lado do vendedor e encontram que 10-Ks menos legíveis estão associados a maior dispersão, menor precisão e maior incerteza geral nas previsões de lucros dos analistas, além do aumento do número e esforço incorrido de analistas. Rennekamp (2012) descobre que a fluência de processamento de uma divulgação mais legível atua como uma pista heurística subconsciente e aumenta as crenças dos investidores, principalmente os menos sofisticados, de que podem confiar na divulgação. Lawrence (2013) mostra que investidores individuais investem mais e obtêm maiores retornos em empresas com divulgações financeiras claras e concisas, o que



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

implica que tais divulgações reduzem a desvantagem relativa das informações dos indivíduos. Lundholm, Rogo, e Zhang (2014) descobrem que as empresas estrangeiras geralmente escrevem textos mais claros em resposta a relutância dos investidores americanos. De Franco et al. (2015) verifica que a legibilidade dos relatórios dos analistas influencia o volume de negociação das ações. Guay, Samuels, e Taylor (2016) encontram uma relação positiva entre a complexidade das demonstrações financeiras e a divulgação voluntária. Habib e Hasan (2020) investigam a associação entre a estratégia de negócios da empresa e a legibilidade de seus relatórios anuais.

Porém, poucos estudos empíricos buscaram elucidar os motivos que levam as empresas a divulgarem relatórios de maior ou menor grau de complexidade, objetivo desta pesquisa, retomando o debate proposto por Bloomfield (2008) sobre a ontologia e ofuscação. Pela revisão da literatura, percebe-se que os estudos focaram nas consequências do *readability* e muito pouco nas suas causas. O mesmo acontece em outros estudos em Contabilidade Pública, Ambiental e Auditoria (Chang & Stone, 2019; Xu *et al.*, 2019; Smeuninx, De Clerck & Aerts, 2020; Bradbury, Hsiao & Scott, 2020).

A principal *proxy* utilizada nos estudos sobre legibilidade na área contábil é o Fog Index de Gunning (1952), que se baseia na clareza da escrita. A escala de legibilidade é definida levando-se em consideração o tamanho das sentenças (número de palavras por oração) e a quantidade de palavras complexas do texto (número de sílabas). Outro indicador utilizado, cuja fórmula é um pouco menos complexa, mas utiliza da mesma metodologia, é o índice desenvolvido por Flesch (1948).

Loughran e McDonald (2014 e 2016) apresentam algumas críticas e fraquezas sobre a análise textual em estudos na área contábil-financeira. Em resposta a alguns desses problemas apontados, Bonsal et al. (2017) propõe uma nova medida de legibilidade que captura simples atributos da divulgação em inglês (voz ativa, menos verbos ocultos, etc.): o Bog Index. Entratanto, uma das dificuldades para a utilização dessa métrica é que ela é derivada de um software comercial (Style Writer), portanto não possui seu código aberto.

## 2.2 Press Release

O *press release* é constituído por uma grande quantidade de informações qualitativas e quantitativas a respeito da performance da empresa, que são mais consistentes, oportunas e significativas do que os relatórios financeiros padronizados enviados a CVM (Huang, Teoh & Zhang, 2014).

Segundo ofício circular CVM/SEP/Nº 2/2020, a divulgação do *press release* é opcional para as companhias que negociam ações no mercado público brasileiro, porém aquelas que optarem por realizar tal divulgação devem o fazer somente após a divulgação dos respectivos demonstrativos contábeis, intermediários ou anuais, que serviram de base para sua elaboração.

A CVM não determina uma estrutura fixa de apresentação para o *press release*, nem mesmo o conteúdo que ele deve ou não conter, apenas alerta que deve ser estruturado com a preocupação de evitar a divulgação de informações que possam induzir o investidor a uma conclusão diferente daquela que seria obtida após a leitura das demonstrações contábeis (ofício circular CVM/SEP/Nº 2/2020). Com isso, pode-se perceber que a autarquia permite que esse documento seja um canal de livre comunicação entre a alta administração e os *stakeholders* das empresas, possibilitando aos gestores uma melhor explicação sobre o desempenho da empresa e um maior detalhamento dos resultados divulgados nas demonstrações financeiras.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Em relação a legibilidade desse relatório facultativo, a CVM exige que as informações positivas e negativas sejam apresentadas com o mesmo destaque, evitando, assim, a ofuscação das más notícias pelos gestores e garantindo a neutralidade da informação contábil, característica necessária para a representação fidedigna, conforme CPC 00.

Apesar da CVM facultar a apresentação do *press release*, a B3 determina que as empresas classificadas no segmento Novo Mercado devem obrigatoriamente realizar a divulgação desse relatório em português e em inglês, porém não cria um *layout* de apresentação, nem determina o conteúdo mínimo a ser relatado, deixando os gestores livres para se comunicarem da maneira que julgarem mais adequada (Regulamento do Novo Mercado, 2017).

Diferentemente do trabalho de Li (2008) e Lo, Ramos e Rogo (2017), que se concentraram respectivamente no relatório anual como um todo (10-K) e especificamente na seção de Análise e Discussão da Administração (MD&A), este trabalho investiga a legibilidade do *press release*. Nesse sentido, Huang, Teoh e Zhang (2014) comentam que a comunicação das companhias via *press release*, por não está sujeita às regras explícitas sobre a divulgação, permitem aos gestores um maior poder de decisão sobre o conteúdo e o formato de divulgação, por isso a alta administração tem ampla liberdade na apresentação qualitativa das informações quantitativas já apresentadas nos relatórios contábeis.

O MD&A é uma seção do 10-K, exigida pela SEC e submetida ao processo de auditoria externa, onde os gerentes possuem liberdade de escolha sobre como apresentar uma explicação dos negócios da empresa, condições financeiras e resultados da operação, diferentemente das teleconferências e comunicados à imprensa (*press release*), sua estrutura é fixa; conseqüentemente, os gerentes são obrigados a abordar determinados assuntos que eles provavelmente evitam em outras divulgações (Lo, Ramos & Rogo, 2017). Por outro lado, segundo Li (2011), o conteúdo do 10-K está mais sujeito ao uso em questões de litígio, por isso os gestores podem evitar determinadas informações a fim de não se comprometerem futuramente. Levando em consideração esses aspectos, os achados de Davis e Tama-Sweet (2012) mostram que os investidores reagem menos às divulgações de MD&A em relação aos comunicados via *press release* e que enquanto a linguagem do primeiro é mais otimista, a do segundo tende a ser mais pessimista. Os autores comentam ainda que esse potencial para uma resposta diferenciada do mercado às informações divulgadas pode motivar os gerentes a exercerem discricão em relação à divulgação de informações nos dois meios de comunicação.

### 2.3 Qualidade do Lucro e Gerenciamento de Resultados

Dechow, Ge e Schrand (2010) fazem uma revisão da literatura sobre as principais medidas de qualidade do lucro, ou também denominadas por alguns pesquisadores como qualidade das demonstrações financeiras. As *proxies* são divididas em três categorias: propriedades dos lucros (*accruals* anormais, persistência do lucro, suavização, conservadorismo, *target beating*); resposta do investidor ao lucro (*value relevance*); e indicadores externos de distorções no lucro (reapresentações, erros identificados pelos reguladores ou deficiências de controle interno repostados pela SOX).

O gerenciamento de resultados é uma prática comumente utilizada pelos gestores de maneira a criar valor à empresa, quando permite uma maior previsibilidade sobre os resultados futuros pelos *stakeholders*, ou por questões tributárias (Jones, 1991). Porém, também pode ser utilizado para outras finalidades, como o atingimento de metas, servindo assim para que os gestores recebam maiores bonificações ou até mesmo resguardem seus cargos (Healy, 1985). A literatura apresenta diversas motivações para a prática, porém, para Dichev *et al.* (2013), apesar do o gerenciamento de resultados ser impulsionado por uma série



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

de fatores entrelaçados, as motivações do mercado de capitais predominam, seguidas pela contratação de dívida e questões de carreira e remuneração.

Importante destacar que a princípio o gerenciamento de resultados não guarda relação com a prática de fraudes, ele está relacionado com o uso da discricionariedade gerencial na realização de escolhas contábeis (reconhecimento, mensuração e divulgação) e na tomada de decisões operacionais, sempre dentro dos limites das normas contábeis, visando influenciar as percepções sobre o desempenho da empresa (Martinez, 2013).

Essa prática pode ocorrer por meio da utilização dos *accruals* discricionários (anormais) ou por meio de atividades reais (Roychowdhury, 2006 e Zang, 2012). Porém, os *accruals* anormais têm sido o foco na maioria das pesquisas empíricas em contabilidade como uma medida da qualidade dos lucros (Dechow, Ge & Schrand, 2010). As decisões operacionais constituem uma forma *ex ante* de gerenciamento tendo em vista que ocorrem ao longo do exercício social, já os *accruals* são considerados uma maneira *ex post* de manipulação, pois ao final do período os gestores podem avaliar os resultados alcançados e definir o montante a ser gerenciado via *accruals* (Martinez, 2013).

Existem diversos modelos econométricos que utilizam os *accruals* discricionários como *proxie* para o gerenciamento de resultados, por exemplo Healy (1985); DeAngelo (1986); Jones (1991); Jones Modificado por Dechow, Sloan e Sweeny (1995); Kothari, Leone e Wasley (2005); Dechow e Dichev (2002); Francis, Olsson e Schipper (2005); Dechow *et al.* (2012).

Os *accruals* totais são representados pela diferença entre o Lucro Líquido (LL) e o Fluxo de Caixa Operacional (FCO). Segundo Dechow, Ge e Schrand (2010), os *accruals* normais destinam-se a capturar ajustes que refletem as operações normais da empresa, como por exemplo a compra ou venda a prazo de mercadorias, enquanto os *accruals* anormais são destinadas a capturar distorções induzidas pela aplicação das regras contábeis ou gerenciamento de resultados (ou seja, devido a um sistema de mensuração imperfeito), sendo assim, essas medidas tentam capturar diretamente os problemas com o sistema de mensuração contábil, por isso a interpretação geral é que se o componente normal dos *accruals* for modelado corretamente, então o componente anormal representa uma distorção de qualidade inferior.

Todas as métricas de gerenciamento de resultados possuem elevado grau de subjetividade e erros de medida elevados. Em relação as *proxies* baseadas em *accruals*, o principal problema encontra-se na dificuldade de se estimar os *accruals* discricionários, pois não é uma tarefa simples a decomposição do total de *accruals* em normais e anormais.

Nesse sentido, Dechow, Sloan e Sweeny (1995) alertam para a quantidade de erros e o baixo poder explicativo desses modelos. Dechow, Ge e Schrand (2010) também salientam que um ponto de atenção ao utilizar esses modelos é que as medidas de *accruals* anormais obtidas tendem a ser positivamente correlacionadas com o nível de *accruals*, ou seja, uma empresa com *accruals* extremos também terá *accruals* anormais extremos, sendo assim a correlação levanta preocupações sobre se os *accruals* anormais refletem distorções contábeis ou se, em vez disso, são o resultado de modelos mal especificados. O mesmo problema ocorre para as medidas de gerenciamento de resultados baseada em atividades reais (Lo, Ramos & Rogo, 2017).

Os estudos sobre gerenciamento de resultados no Brasil são mais recentes do que na literatura internacional, tem seu início com Martinez (2001), mas também detectam a utilização dessa prática pelas empresas (Martinez, 2001; Coelho & Lopes, 2007; Decourt *et al.*, 2014; Martinez, 2008).

Segundo Martinez (2013), as empresas podem alterar a percepção dos investidores e outras partes interessadas a partir da natureza de suas apresentações, o autor realizou uma



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

ampla revisão da literatura no Brasil e deixou os seguintes questionamentos de pesquisas: “quais as estratégias usadas pelas empresas na sua evidenciação quando desejam alterar uma determinada percepção? Qual a natureza da qualidade do *disclosure* das empresas que enfrentam dificuldades financeiras? O que informa a qualidade do *disclosure* de uma firma no tocante a sua propensão ao gerenciamento de resultado contábil”. O objetivo dessa pesquisa é exatamente buscar compreender melhor essa relação.

## 2.4 Hipótese de Pesquisa

Com base na discussão a cima, a seguinte hipótese de pesquisa foi levantada:

H1 - empresas com maior nível de gerenciamento de resultados divulgam relatórios (*press release*) menos legíveis.

Espera-se que a prática de gerenciamento de resultados pelos gestores influencie negativamente a qualidade do seu relatório de apresentação dos resultados ao mercado, tendo em vista que por meio de *press releases* de leitura mais complexa, essa prática pode ser ofuscada.

Nas empresas que gerenciam seus resultados, dentro do critério contábil disponível, a administração faz escolhas tendenciosas, logo os gestores tentam esconder essa prática para evitar que a sua descoberta diminua a confiabilidade dos investidores em relação a empresa, ou seja, o gerenciamento de resultados não pode ser transparente para alcançar o efeito desejado (Lo, Ramos & Rogo, 2017; Lo, 2008).

## 3. METODOLOGIA

Esta pesquisa utiliza o modelo de Jones Modificado (Dechow, Sloan & Sweeny, 1995) para capturar o efeito da prática de gerenciamento de resultados nas demonstrações financeiras e os modelos Fog e Flesch Index (Gunning, 1952; Flesch, 1948) para medir o nível de complexidade de leitura do *press release*.

Os dados financeiros foram obtidos na base de dados Economatica. Os *press releases* foram acessados pelo site da CVM e o seu índice de *readability* foi medido por meio de algoritmo contido na biblioteca do gerenciador Anaconda (linguagem Python).

A amostra compreende as empresas listadas na B3, com exceção do setor de bancos e seguros. Vale destacar que as métricas Fog e Flesch Index foram desenvolvidas para avaliar a facilidade de leitura de textos redigidos em inglês. Existem adaptações dos modelos para outros idiomas, inclusive o português, porém, considerando a disponibilidade dos relatórios em inglês, nesse estudo preferiu-se trabalhar com a *proxy* original. Assim, buscou-se manter a comparabilidade dos resultados obtidos com os achados internacionais, tendo em vista que as diferenças gramaticais e lexicais entre o Português e o Inglês podem não ser completamente captadas pelas adaptações ao modelo original.

O período de tempo delimitado para a pesquisa inicia-se em 2011 e termina em 2020. A partir de 2007, com a lei 11.638, teve início o processo de transição gradual das normas contábeis brasileiras às normas internacionais, que se estendeu até 2010, com a apresentação dos demonstrativos em *full IFRS* (CPC 37). Portanto, utilizar relatórios financeiros com padrões contábeis diferentes não seria interessante, já a exclusão do ano de 2010 se deve ao fato de que o *press release* poderia estar mais focado em explicar os impactos trazidos pelos novos normativos do que de fato nos resultados da empresa.

A amostra final consiste em 1.104 observações referentes a empresas-anos e 143 empresas únicas, conforme tabela 1. Foram utilizadas as DF's anuais e o *press release* do 4<sup>o</sup> trimestre para a obtenção dos dados.



**Tabela 1 – Composição da amostra.**

	Empresas	Observações
Empresas com registro ativo na CVM	384	4.224
Missing values volatilidade das ações (variável de controle)	-43	-473
Instituições financeiras	-29	-319
Seguradoras	-8	-88
Empresas listadas segmento de Balcão	-17	-187
Missing Values Gerenciamento de Resultados	-8	-463
Amostra utilizada no cálculo dos accruals discricionários (modelo Jones modificado)	279	2.694
Missing readability (não apresentam press release ou problema de leitura do arquivo)	-121	-1.361
Missing values volatilidade do lucro (variável de controle)	-13	-167
Missing values Stata	-2	-62
Amostra utilizada no modelo de readability	143	1.104

### 3.1 Modelos

Para verificação do impacto do gerenciamento de resultados no nível de *readability* do *press release* foi utilizado o seguinte modelo:

$$\text{Readability}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Gerenc de Resultados}_{i,t} + \sum \beta_{j,i,t} \text{Controles}_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

A variável dependente foi calculada por meio da aplicação das métricas Fog e Flesch nos relatórios apresentados para cada empresa-ano:

$$\text{Índice Fog} = 0,4 \times \left( \frac{\text{Total de palavras}}{\text{Total de frases}} + \frac{\text{Total de palavras complexas}}{\text{Total de palavras}} \right) \quad (2)$$

$$\text{Índice Flesch} = 206,835 - 1,015 \times \frac{\text{Total de palavras}}{\text{Total de frases}} - 84,6 \times \frac{\text{Total de sílabas}}{\text{Total de palavras}} \quad (3)$$

Basicamente os dois índices são formados pelo tamanho médio das sentenças e tamanho das palavras que compõem o texto. O modelo Fog é um pouco mais aprimorado e traz a definição de vocabulário complexo como aquele com 3 ou mais sílabas, ignorando-se os sufixos comuns (por exemplo: as, ed, ing) e não levando em consideração os substantivos próprios, palavras muito familiares e palavras compostas. Segundo Li (2008), a relação entre o índice Fog e a facilidade de leitura é: Fog  $\geq$  18 significa que o texto é ilegível; 14–18 (difícil); 12–14 (ideal); 10–12 (aceitável); e 8–10 (infantil).

A variável de interesse, Gerenciamento de Resultados, foi calculada por meio dos *accruals* discricionários, seguindo o modelo de Jones Modificado:

$$\frac{\text{AccT}_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{\Delta \text{Rec}_{i,t} - \Delta \text{CR}_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\text{Imob}_{i,t} + \text{Intang}_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$\text{AccT}_{i,t} = \text{LL}_{i,t} - \text{FCO}_{i,t} \quad (5)$$

Onde:  $\text{AccT}_{i,t}$  são os *accruals* totais da empresa *i* no período *t*;  $A_{i,t-1}$  ativos totais;  $\Delta \text{Rec}_{i,t}$  variação de receitas líquidas;  $\Delta \text{CR}_{i,t}$  variação de contas a receber;  $\text{Imob}_{i,t}$  ativo imobilizado líquido;  $\text{Intang}_{i,t}$  ativo intangível líquido;  $\varepsilon_{i,t}$  termo de erro da regressão;  $\text{LL}_{i,t}$  resultado líquido do exercício;  $\text{FCO}_{i,t}$  fluxo de caixa operacional.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Os coeficientes foram estimados com base em regressões por ano e setor. Os resíduos dessas regressões constituem os *accruals* discricionários e podem ser mensurados pela diferença entre os *accruals* totais (equação 5) e os *accruals* totais estimados (equação 4) para cada observação.

Alternativamente, no cálculo da variável Gerenciamento de Resultados foi utilizado o modelo proposto por Kothari *et al.* (2005), que inclui a variável ROA na equação 4, permitindo assim controlar a influência do desempenho da empresa na estimativa de seus *accruals* discricionários. Os resultados encontrados são similares aos apresentados nesse trabalho.

As variáveis de controle foram selecionadas com base em investigação de pesquisas anteriores (Li, 2008; Lo, Ramos & Rogo, 2017) e estão definidas na tabela 2.

Tabela 2 – Definição das variáveis.

Variáveis	Sigla	Tipo de Variável	Sinal Esperado Fog /Flesch	Definição Matemática
Readability	Fog	Dependente	NA	Índice Fog = $0,4x(\text{Total de palavras}/\text{Total de frases} + \text{Total de palavras complexas}/\text{Total de palavras})$ Quanto maior, menor a legibilidade
Readability	Flesch	Dependente	NA	Índice Flesch = $206,835 - 1,015x(\text{Total de palavras}/\text{Total de frases}) - 84,6 x (\text{Total de sílabas}/\text{Total de palavras})$ Quanto menor, menor a legibilidade
Gerenciamento de Resultados	GR	Interesse	+ / -	Variável de interesse calculada por meio de <i>accruals</i> discricionários e <i>dummies</i> .
Accruals Discricionários	DACC	Interesse	?	Resíduos do modelo Jones Modificado, com estimações de coeficientes diferentes por setor e por ano
Accruals Discricionários em módulo	DACC_mod	Interesse	+ / -	Resíduos em valores absolutos.
Dummy de Lucro 0	MBE	Interesse	+ / -	1, se o LL deflacionado pelo At-1 for $> 0$ e $< 0,01$
Dummy de Variação de Lucro 0	MBE_Var	Interesse	+ / -	1, se a variação do LL for entre 0 e 1% em termos reais
Dummy de Smoothing	Smooth	Interesse	+ / -	1, se a variação do LL nos últimos 3 anos foi de até 10% em termos reais.
High Gerenciamento de Resultados	HGR	Interesse	+ / -	1, se o DACC_mod $>$ mediana
Low Gerenciamento de Resultados	LGR	Interesse	- / +	1, se o DACC_mod $\leq$ mediana
Dummy Prejuízos	Loss	Controle	+ / -	1, se Lucro Líquido $< 0$
Dummy Variação Negativa do Lucro	NegEarnChg	Controle	+ / -	1, se a empresa perdeu o <i>benchmark</i> do lucro do ano anterior
Rentabilidade do Ativo	ROA	Controle	- / +	Lucro Líquido / Ativo total-1
Tamanho	Size	Controle	+ / -	log natural (nº ações x valor da ação), ao final do ano t
Market to Book	MTB	Controle	+ / -	Enterprise Value / A, ao final do ano t
Idade da empresa	Age	Controle	?	nº de anos desde a abertura de capital
Volatilidade do Lucro	VolRetLL	Controle	+ / -	Desvio padrão do retorno do LL dos 5 anos anteriores
Volatilidade Ações	VolAcao	Controle	+ / -	Desvio padrão dos retornos mensais das ações em t-1
Dummy Operações Descontinuadas	OpDesc	Controle	+ / -	1, se a empresa apresentou operações descontinuadas
Dummy Governança	Gov	Controle	- / +	1, se a empresa é classificada como Novo Mercado

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

#### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente, apresenta-se, na tabela 3, a estatística descritiva da amostra final referente às variáveis do modelo econométrico:

**Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis.**

VARIABLES	(1) N	(2) mean	(3) sd	(4) min	(5) max
D_Gov	1,104	0.733	0.443	0	1
ROA	1,104	1.887	13.16	-117.8	41.34
DumOpDesc	1,104	0.112	0.316	0	1
VolatT1	1,104	36.22	23.69	6.256	474.2
VolatRetLL	1,104	3.967	13.75	0.0245	234.6
Smooth	1,104	0.0589	0.236	0	1
MBE_Var	1,104	0.0498	0.218	0	1
MBE_PreAço	1,104	0.0643	0.245	0	1
Loss	1,104	0.245	0.430	0	1
NegEarnChg	1,104	0.215	0.411	0	1
AGE	1,104	19.57	8.672	2.581	35.57
Size	1,104	15.09	1.798	8.811	19.92
MTB	1,104	1.104	0.895	-0.258	7.851
FOG	1,104	27.43	65.71	7.784	1,718
FLESH	1,104	13.74	184.9	-4,234	105.3
DACC	1,104	-0.000330	0.0883	-0.366	0.482
DACC_modulo	1,104	0.0615	0.0633	0	0.482

O cálculo dos *accruals* discricionários foi realizado numa amostra superior, pois posteriormente para o modelo de regressão da equação (1), há perda de observações devido principalmente as variáveis de controle relacionadas a volatilidade e também a própria variável dependente. A estimação dos coeficientes foi calculada por meio de regressões por ano e setor, visto que empresas de setores diferentes possuem estímulos diferentes para a prática de gerenciamento de resultados, com isso o processo de *looping* por ano e setor é mais preciso, pois leva em consideração as diferenças de características dos setores onde as empresas estão inseridas no cálculo da estimação dos *accruals* discricionários.

Em linha com a literatura, os valores médios dos *accruals* discricionários tendem a zero quando não se utiliza os valores absolutos, considerando o fato do gerenciamento de resultados não ser sustentável ao longo do tempo. Como os dados utilizados se referem a um período de 11 anos, o gerenciamento realizado para aumentar ou diminuir o lucro nos primeiros anos precisa ser revertido no decorrer dos seguintes, com isso a tendência é que esses valores se anulem no decorrer do tempo.

O valor médio e mediano de Fog relatados por Li (2008) foi um pouco superior a 19 para o relatório anual como um todo e cerca de 18 para a seção de MD&A, valor similar ao reportado por Lo, Ramos e Rogo (2017) em torno de 18 para a mesma seção. Apesar do Fog médio apresentado na tabela 3 ser de 27,43, a mediana do índice é de 18,67, o que acarreta essa acentuada elevação da média são as observações extremas. Porém, independentemente da utilização da média ou mediana na análise, vale destacar a dificuldade de leitura dos *press releases* divulgados pelas empresas brasileiras, índices a partir de 18 são considerados inegáveis por Li (2008).

Para reduzir os efeitos trazidos pelos *outliers* aos modelos de regressão, as variáveis foram winsorizadas a 1%, com exceção das *dummies*.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

A Tabela 4 apresenta a matriz de correlação de Pearson ao nível de significância de 5%. Há uma correlação significativa entre a legibilidade dos relatórios e o nível de gerenciamento de resultados em valores absolutos, o mesmo não é observado quando o sentido (para cima ou para baixo) do gerenciamento é levado em consideração. Portanto, no geral, as empresas que gerenciam seus resultados, seja para aumentar ou reduzir seus resultados, possuem *press releases* de maior dificuldade de leitura.

Em relação aos sinais de correlação das variáveis de controle com os índices de legibilidade, Li (2008) comprova que esses sinais se alternam dependendo da seção do relatório anual que está sendo analisada (relatório como um todo, MD&A ou Notas Explicativas). Além disso, muitas variáveis explicativas possuem correlações estatisticamente significativas entre si, o que pode representar um problema de multicolinearidade, coincidente com os relatos de Lo, Ramos e Rogo (2017).

**Tabela 4 – Matriz de correlação de Pearson.**

	FOG_w	FLESH_w	DACC_w	DACC_m~w	MBE_Preço	MBE_Var	Smooth	
FOG_w	1.0000							
FLESH_w	-0.8219*	1.0000						
DACC_w	0.0046	-0.0222	1.0000					
DACC_modul~w	0.0773*	-0.0845*	0.1592*	1.0000				
MBE_Preço	0.0533	-0.0256	-0.0198	-0.0496	1.0000			
MBE_Var	0.2319*	-0.0512	-0.0307	-0.0552	-0.0600*	1.0000		
Smooth	0.0781*	-0.0117	-0.0738*	-0.0460	-0.0656*	0.1903*	1.0000	
Loss	-0.0485	0.0025	0.3517*	0.2084*	-0.1492*	-0.1303*	-0.1334*	
NegEarnChg	-0.0242	-0.0040	-0.0564	-0.1074*	-0.1371*	-0.1197*	-0.1308*	
ROA_w	0.0625*	-0.0177	-0.5057*	-0.3615*	-0.0436	0.1602*	0.1623*	
Size_w	0.1223*	-0.0766*	-0.1671*	-0.2326*	-0.0465	0.0949*	0.1378*	
MTB_w	0.1266*	-0.0964*	-0.0230	-0.0325	-0.1045*	0.1637*	0.1692*	
AGE_w	-0.0574	0.0531	-0.0380	-0.1491*	0.0295	0.0108	0.0767*	
VolatRetLL_w	0.0536	-0.0706*	0.0485	0.0184	0.0037	-0.0639*	-0.0983*	
VolatT1_w	-0.0546	0.0260	0.1664*	0.2300*	-0.0018	-0.1279*	-0.1656*	
DumOpDesc	-0.0291	0.0348	0.0168	0.0362	-0.0582	-0.0551	-0.0402	
D_Gov	0.0328	-0.0306	-0.0126	0.0662*	0.0165	0.0160	0.0032	
		Loss	NegEar~g	ROA_w	Size_w	MTB_w	AGE_w	VolatR~w
Loss		1.0000						
NegEarnChg		-0.2975*	1.0000					
ROA_w		-0.6912*	0.1395*	1.0000				
Size_w		-0.3859*	0.0889*	0.4431*	1.0000			
MTB_w		-0.2817*	0.0407	0.3846*	0.3974*	1.0000		
AGE_w		-0.1057*	0.0044	0.1133*	0.2955*	-0.0388	1.0000	
VolatRetLL_w		0.1031*	-0.0646*	-0.1221*	-0.1001*	-0.1206*	-0.0250	1.0000
VolatT1_w		0.3871*	-0.1513*	-0.4176*	-0.3929*	-0.2231*	-0.0741*	0.1302*
DumOpDesc		0.1113*	-0.0602*	-0.1063*	-0.0481	-0.0879*	0.0339	0.0422
D_Gov		0.0626*	-0.0482	-0.0191	-0.2657*	0.0691*	-0.4758*	0.0617*
			VolatT~w	DumOpD~c	D_Gov			
VolatT1_w			1.0000					
DumOpDesc			0.1099*	1.0000				
D_Gov			0.0287	-0.0251	1.0000			

Para testar a hipótese de pesquisa, inicialmente regressou-se a variável Readability (por meio dos índices Fog e Flesch) em função da variável de interesse Accruals Discricionários e Accruals Discricionários em módulo. Nesse primeiro teste, utilizou-se como base o modelo

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

empírico proposto por Li (2008) acrescentado da variável Gerenciamento de Resultados, no intuito de verificar se tal prática possui impacto direto no nível de leiturabilidade dos relatórios reportados.

Os resultados são apresentados na tabela 5, onde pode-se observar que a variável *DACC\_mod* possui significância estatística, diferentemente da variável *DACC*. Com isso, pode-se supor que independentemente da direção da prática do gerenciamento há uma piora na legibilidade do *press release* divulgado. Os resultados são consistentes nas duas métricas utilizadas para capturar o nível de *readability*, assim como para as diversas possibilidades estatísticas de execução da regressão. Apesar dos resultados da variável *DACC* serem apresentados exclusivamente para a regressão por efeitos fixos, a sua falta de significância persiste em todos os demais modelos.

As variáveis de controle com significância estatística apresentaram sinal conforme esperado, porém vale ressaltar que nos achados de Li (2008) tanto a significância quanto o sinal apresentado pelas variáveis de controle se alteram dependendo de qual parte do relatório anual está sendo analisada (relatório como um todo; MD&A ou Notas Explicativas). Outra variável de controle que vale destacar é a *dummy* de governança corporativa, essa variável não foi considerada nos estudos anteriores, porém a presente pesquisa acreditava ser importante a sua inclusão, principalmente pela obrigatoriedade das empresas classificadas no segmento Novo Mercado estarem obrigadas a apresentar *press release*, inclusive na língua inglesa. No entanto, parece não haver diferença na complexidade dos relatórios, seja ele divulgado de maneira voluntária ou obrigatória.

Para evitar problema de heterocedasticidade, os erros-padrão foram estimados com a correção de White, tal procedimento corrige eventuais problemas e fornece estimadores mais consistentes e não viesados. Em relação aos valores de R-quadrado, é importante destacar que a análise deve se basear na regressão *cross-sectional* com *dummies* de ano e empresa, tanto por causa da comparabilidade com os estudos anteriores, mas também pela distorção dessa métrica na utilização dos dados em painel com efeitos fixos ou aleatórios. Apesar de parecerem baixos, R-quadrado ajustado de 16% com Fog e 20% com Flesch, os resultados são superiores aos relatados por Li (2008), entre 6 e 10% dependendo da parte do relatório analisada, e por Lo, Ramos e Rogo (2017), 13%. Isso reforça a ideia de que a inclusão da variável GR, em valores absolutos, aumenta o poder explicativo do modelo econométrico.

Tabela 5 – Fog ou Flesch<sub>i,t</sub> = β<sub>0</sub> + β<sub>1</sub>DACC ou DACC\_mod<sub>i,t</sub> + ∑ β<sub>j,i,t</sub> Controles<sub>j,i,t</sub> + ε<sub>i,t</sub>

VARIABLES	(1) FOG_w	(2) FLESH_w	(3) FOG_w	(4) FLESH_w	(5) FOG_w	(6) FLESH_w	(7) FOG_w	(8) FLESH_w
DACC_w							10.21 (8.113)	-52.59 (38.49)
DACC_modulo_w	39.63*** (10.59)	-195.6*** (50.22)	38.05*** (10.73)	-178.1*** (50.75)	38.05*** (14.39)	-178.1** (70.48)		
ROA_w	0.0580 (0.0893)	-0.0319 (0.423)	0.0423 (0.0925)	-0.193 (0.438)	0.0423 (0.0816)	-0.193 (0.398)	0.0168 (0.0943)	0.161 (0.447)
Loss	1.495 (1.854)	-12.38 (8.794)	1.398 (1.871)	-11.26 (8.849)	1.398 (1.653)	-11.26 (9.470)	0.908 (1.859)	-9.483 (8.821)
Size_w	2.302** (1.022)	-15.98*** (4.844)	2.610** (1.199)	-10.98* (5.671)	2.610** (1.126)	-10.98** (5.334)	2.207** (1.029)	-15.53*** (4.883)
MTB_w	-1.651 (1.382)	11.55* (6.554)	-1.566 (1.443)	9.033 (6.824)	-1.566 (2.581)	9.033 (10.08)	-1.460 (1.399)	10.65 (6.635)
AGE_w					2.767** (1.268)	-12.80*** (4.411)		
DumOpDesc	-2.246	9.639	-2.106	7.514	-2.106	7.514	-2.098	8.919

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

	(2.073)	(9.831)	(2.083)	(9.852)	(1.680)	(7.100)	(2.086)	(9.897)
VolatRetLL_w	0.196**	-0.889**	0.188**	-0.719*	0.188*	-0.719	0.186**	-0.844**
	(0.0845)	(0.401)	(0.0863)	(0.408)	(0.102)	(0.485)	(0.0850)	(0.403)
VolatT1_w	-0.0144	0.00167	-0.0288	0.192	-0.0288	0.192	-	-0.0438
							0.00529	
D_Gov	(0.0380)	(0.180)	(0.0426)	(0.202)	(0.0433)	(0.192)	(0.0383)	(0.182)
					-4.603	162.1		
					(16.51)	(121.1)		
Constant	-11.93	267.2***	-12.35	173.2**	-27.31	125.5	-8.372	249.9***
	(15.18)	(72.00)	(18.09)	(85.56)	(26.32)	(149.4)	(15.26)	(72.39)
Observations	1,104	1,104	1,104	1,104	1,104	1,104	1,104	1,104
R-squared	0.025	0.032	0.032	0.044	0.278	0.319	0.012	0.018
Adj R-squared					0.156	0.204		
Number of id_empresa	143	143	143	143			143	143

(1) e (2) Dados em painel efeito fixo. (3) e (4) Dados em painel efeito fixo com dummies de ano. (5) e (6) Mínimos quadrados com dummies de empresa e ano. (7) e (8) Dados em painel efeito fixo considerando a direção do Gerenciamento de Resultados (DACC).

Standard errors in parentheses: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Com o objetivo de confirmar os resultados encontrados, foi realizado um segundo procedimento de análise dos dados incluindo novas variáveis de interesse, MBE, MBE\_Var e Smooth, ao modelo de regressão. Essas variáveis representam empresas apontadas na literatura como propensas a terem gerenciado seus resultados para atingirem determinados *benchmarks*.

Nesse sentido, o modelo econométrico passou a contemplar três diferentes grupos de empresas: aquelas que atingiram lucro zero ou próximo, evitando a divulgação de prejuízos; as que buscaram superar o lucro do ano anterior, evitando o reporte de um decaimento dos resultados; e aquelas que tornaram seus lucros menos voláteis, suavizando seus resultados. Além disso, foi introduzida uma nova variável de controle apresentada por Lo, Ramos e Rogo (2017), NegEarnChg. A variável Loss, proposta por Li (2008), controla as empresas que reportam prejuízos e assim tendem a apresentar relatórios menos legíveis, seguindo o mesmo raciocínio ontológico NegEarnChg serve de controle para as empresas que apesar de divulgarem resultado positivo, perderam o *benchmark* do lucro do ano anterior.

Os resultados podem ser observados na tabela 6, onde verifica-se que as empresas representadas pelas *dummies* MBE e MBE\_Var divulgam relatórios mais complexos, ou seja, essas empresas que estão mais propensas a terem gerenciado seus resultados possuem *press releases* com maior dificuldade de leitura. O mesmo não é observado para a variável Smooth, uma explicação plausível para isso é o fato da suavização do lucro não ser uma característica tão determinante para o gerenciamento de resultados, quanto a do *benchmark* de lucro zero ou lucro do ano anterior.

Importante ressaltar a variável Loss que anteriormente não apresentava significância estatística, porém, com a inclusão das *dummies* de intercepto de empresas propensas ao gerenciamento de resultados, passou a ter significância nas duas métricas de legibilidade. Esse fato vai ao encontro de que a explicação ontológica do *readability* é complementada por outros fatores, dentre eles a ofuscação, relatada por Bloomfield (2008), que nesse caso é representada pelo gerenciamento de resultados.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

**Tabela 6 – Fog ou Flesch**  $Fog_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DACC\_mod_{i,t} + \beta_2 MBE_{i,t} + \beta_3 MBE\_Var_{i,t} + \beta_4 Smooth_{i,t} + \sum \beta_{j,i,t} Controles_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t}$

VARIABLES	(1) FOG_w	(2) FLESH_w	(3) FOG_w	(4) FLESH_w	(5) FOG_w	(6) FLESH_w
DACC_mod	42.27*** (10.32)	-205.6*** (50.64)	39.55*** (10.43)	-186.5*** (51.12)	39.55*** (14.07)	-186.5*** (71.45)
MBE	5.204** (2.361)	-16.79 (11.59)	5.141** (2.380)	-16.51 (11.67)	5.141** (2.530)	-16.51 (10.03)
MBE_Var	19.82*** (2.465)	-26.76** (12.09)	20.53*** (2.477)	-30.95** (12.14)	20.53*** (4.405)	-30.95*** (9.559)
NegEarnChg	1.928 (1.388)	-6.682 (6.809)	1.824 (1.403)	-7.062 (6.877)	1.824 (1.372)	-7.062 (7.626)
Smooth	3.631 (2.434)	2.741 (11.94)	3.820 (2.454)	0.276 (12.03)	3.820 (3.047)	0.276 (10.84)
Loss	3.536* (1.966)	-18.69* (9.647)	3.369* (1.980)	-17.70* (9.704)	3.369* (1.773)	-17.70* (10.46)
ROA_w	0.0830 (0.0892)	-0.174 (0.438)	0.0749 (0.0922)	-0.341 (0.452)	0.0749 (0.0804)	-0.341 (0.409)
Size_w	2.507** (0.988)	-16.22*** (4.846)	2.505** (1.159)	-10.82* (5.681)	2.505** (1.099)	-10.82** (5.343)
MTB_w	-1.902 (1.345)	11.60* (6.600)	-1.796 (1.400)	9.150 (6.860)	-1.796 (2.570)	9.150 (10.24)
AGE_w					2.725** (1.220)	-12.82*** (4.322)
VolatRetLL_w	0.219*** (0.0818)	-0.941** (0.401)	0.204** (0.0833)	-0.767* (0.408)	0.204** (0.102)	-0.767 (0.488)
VolatT1_w	0.00571 (0.0369)	-0.0233 (0.181)	-0.0188 (0.0411)	0.173 (0.202)	-0.0188 (0.0424)	0.173 (0.194)
DumOpDesc	-1.529 (2.011)	7.996 (9.867)	-1.260 (2.016)	5.603 (9.884)	-1.260 (1.735)	5.603 (7.224)
D_Gov					-6.276 (16.01)	164.7 (119.7)
Constant	-18.30 (14.69)	278.1*** (72.08)	-12.62 (17.44)	176.6** (85.49)	-25.82 (25.50)	126.9 (148.0)
Observations	1,104	1,104	1,104	1,104	1,104	1,104
R-squared	0.096	0.039	0.107	0.052	0.334	0.325
Number of id_empresa	143	143	143	143		

(1) e (2) Dados em painel efeito fixo. (3) e (4) Dados em painel efeito fixo com dummies de ano. (5) e (6) Mínimos quadrados com dummies de empresa e ano.

Standard errors in parentheses: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Um último teste foi executado para ratificar a causalidade encontrada do gerenciamento de resultados sobre a legibilidade dos relatórios. Foram criadas mais duas variáveis, HGR e LGR, para diferenciar as empresas que tiveram altos níveis de gerenciamento de resultado daquelas que tiveram baixos níveis. Essas duas variáveis foram interagidas com todas as demais *dummies* presentes no modelo econométrico. Os resultados encontrados podem ser observados na tabela 7, onde percebe-se que, com exceção da variável de controle NegEarChg, todas as demais apresentam significância estatística quando interagidas com HGR. Já quando a interação é com LGR, em nenhum dos casos observa-se resultados significantes.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Vale destacar, por exemplo, o caso das empresas do grupo de suavização, representadas pela variável *Smooth*, que anteriormente, tabela 6, pareciam não relatarem *press releases* mais complexos, porém ao se delimitar mais esse grupo em empresas com lucros persistentes e também elevado nível de gerenciamento de resultados, verifica-se que seus relatórios são menos legíveis. Esse achado segue um padrão diferente daquele encontrado por Li (2008), onde a persistência dos resultados positivos acarreta uma menor complexidade, revelando que o efeito do gerenciamento (ofuscação) se sobrepõe ao efeito da notícia boa (ontologia).

Nesse sentido, o mesmo pode ser observado com a variável *Loss*. Apesar de antes da separação das empresas com prejuízo em níveis de gerenciamento de resultados (tabela 6), essa variável já apresentar significância e demonstrar que tal fato tende a tornar seus relatórios mais complexos, ao segmentar as empresas com alto e baixo nível de gerenciamento, pode-se observar que somente as primeiras reportam relatórios menos legíveis. Isso acende a ideia de que talvez a mentira/ofuscação represente uma maior influência sobre o *readability* do que o resultado ruim.

**Tabela 7 – Fog ou Flesch** 
$$i,t = \beta_0 + \beta_1 DACC\_mod_{i,t} + \beta_2 MBExHGR_{i,t} + \beta_3 MBE\_VarxHGR_{i,t} + \beta_4 SmoothxHGR_{i,t} + \sum \beta_{j,i,t} Controles_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	FOG_w	FLESH_w	FOG_w	FLESH_w	FOG_w	FLESH_w
DACC_mod	23.96** (11.27)	-151.1*** (58.06)	20.55* (11.40)	-128.8** (58.64)	20.55 (16.79)	-128.8 (87.94)
MBExHGR	9.452*** (3.224)	-28.73* (16.61)	9.731*** (3.265)	-30.95* (16.79)	9.731** (4.886)	-30.95* (18.57)
MBExLGR	1.481 (2.817)	-7.363 (14.51)	1.344 (2.830)	-5.877 (14.55)	1.344 (2.141)	-5.877 (8.551)
MBE_VarxHGR	45.63*** (3.567)	-56.58*** (18.37)	45.93*** (3.580)	-58.95*** (18.41)	45.93*** (7.990)	-58.95*** (17.43)
MBE_VarxLGR	2.380 (3.017)	-7.070 (15.54)	3.258 (3.038)	-12.58 (15.62)	3.258* (1.736)	-12.58 (8.376)
SmoothxHGR	6.336** (3.192)	-8.899 (16.44)	6.630** (3.212)	-11.92 (16.52)	6.630* (3.966)	-11.92 (13.41)
SmoothxLGR	-0.567 (3.157)	15.42 (16.26)	-0.747 (3.188)	13.56 (16.39)	-0.747 (2.165)	13.56 (15.14)
LossxHGR	3.773* (2.198)	-28.00** (11.32)	3.837* (2.214)	-27.99** (11.39)	3.837* (1.997)	-27.99** (13.10)
LossxLGR	2.038 (2.211)	-7.980 (11.39)	1.839 (2.222)	-6.605 (11.43)	1.839 (2.258)	-6.605 (11.03)
NegEarnChgxHGR	0.369 (1.717)	-1.097 (8.846)	0.157 (1.731)	-0.987 (8.898)	0.157 (1.709)	-0.987 (10.77)
NegEarnChgxLGR	2.707 (1.714)	-10.83 (8.831)	2.742 (1.727)	-11.80 (8.881)	2.742 (1.758)	-11.80 (9.378)
ROA_w	0.0378 (0.0854)	-0.171 (0.440)	0.0318 (0.0883)	-0.348 (0.454)	0.0318 (0.0782)	-0.348 (0.415)
Size_w	2.470*** (0.939)	-16.42*** (4.835)	2.420** (1.102)	-10.99* (5.664)	2.420** (1.071)	-10.99** (5.352)
MTB_w	-1.440 (1.279)	10.99* (6.590)	-1.346 (1.331)	8.674 (6.845)	-1.346 (2.487)	8.674 (10.28)



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

AGE_w					3.011**	-12.29***
					(1.273)	(4.442)
VolatRetLL_w	0.205***	-0.896**	0.197**	-0.733*	0.197*	-0.733
	(0.0778)	(0.401)	(0.0793)	(0.407)	(0.102)	(0.486)
VolatT1_w	0.00305	-0.00875	-0.0165	0.180	-0.0165	0.180
	(0.0351)	(0.181)	(0.0391)	(0.201)	(0.0426)	(0.196)
DumOpDesc	-1.471	8.322	-1.225	5.953	-1.225	5.953
	(1.914)	(9.858)	(1.920)	(9.871)	(1.767)	(7.312)
D_Gov					-4.625	164.1
					(16.55)	(121.0)
Constant	-16.69	278.2***	-10.35	174.8**	-26.99	115.6
	(13.96)	(71.93)	(16.58)	(85.26)	(25.72)	(149.0)
Observations	1,104	1,104	1,104	1,104	1,104	1,104
R-squared	0.190	0.050	0.198	0.064	0.402	0.334
Number of id_empresa	143	143	143	143		

(1) e (2) Dados em painel efeito fixo. (3) e (4) Dados em painel efeito fixo com dummies de ano. (5) e (6) Mínimos quadrados com dummies de empresa e ano.

Standard errors in parentheses: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

No geral, os resultados encontrados nessa pesquisa, por meio de evidências consistências, suportam a hipótese apresentada H1, demonstrando que tanto o gerenciamento de resultado analisado de maneira isolada quanto por meio de empresas propensas a executá-lo possui forte influência sobre o nível de *readability*. Isso decorre principalmente pelo fato da administração tentar ofuscar essa prática por meio de divulgações mais complexas (Bloomfield, 2008). Porém, Lo, Ramos e Rogo (2017) citam dois outros motivos: o primeiro é que o gerenciamento envolve esforços ativos da administração para distorcer as demonstrações financeiras, criando uma discrepância entre o desempenho não gerenciado e o desempenho apresentado, ocasionando dissonância cognitiva que pode tornar mentalmente mais difícil explicar o resultado; o segundo está relacionado ao descumprimento dos padrões éticos pelos gestores ao exercerem gerenciamento, que também pode causar estresse cognitivo e influenciar a legibilidade de sua escrita.

#### 4. CONCLUSÃO

O objetivo dessa pesquisa foi investigar o efeito do gerenciamento de resultados sobre o nível de legibilidade dos *press releases* divulgados pelas empresas brasileiras de capital aberto no período de 2010 a 2020. Para isso, ao longo do trabalho buscou-se responder ao seguinte questionamento: o nível de gerenciamento de resultados praticado pelos gestores influencia a legibilidade do *press releases* divulgado ao mercado?

Com base no modelo econométrico proposto por Li (2008), esse trabalho encontrou evidências de que a prática de gerenciamento de resultados influencia o nível de *readability* dos relatórios examinados, em decorrência da ofuscação e/ou motivos cognitivos dos gestores.

Esse estudo tem como contribuição ajudar a reduzir as limitações do modelo proposto por Li (2008), ao revelar que além do desempenho financeiro e persistência dos lucros, o gerenciamento de resultados desempenha um papel importante na legibilidade dos relatórios apresentados. Do mesmo modo, complementa e expande os resultados trazidos por Lo, Ramos e Rogo (2017), ao relatar que o gerenciamento exerce influência sobre a legibilidade dos relatórios independentemente da direção que está sendo executado, examina outros



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

*benchmarks* de resultados, aumentando de um para três o grupo de empresas propensas ao gerenciamento e propõe a inclusão de uma nova variável de controle, DACC\_mod, ao modelo econométrico de Li (2008), ao invés de apenas demonstrar que empresas propensas ao gerenciamento possuem pior *readability*.

Outra contribuição da pesquisa foi trazer a discussão para um documento mais sucinto e focado no desempenho econômico da empresa, além de ser obrigatório apenas a uma parte da amostra. Os estudos anteriores se concentraram em relatórios obrigatórios, mais extensos e que tratam de diversos outros assuntos da companhia, além do desempenho, o que pode acarretar algum viés aos seus resultados. Conforme apresentado pela própria Li (2008), alguns de seus resultados se alteram, inclusive de sinal, dependendo da parte do relatório anual que está sendo analisada.

Sugere-se, para estudos futuros, uma maior discussão sobre o impacto do nível de governança corporativa na complexidade dos relatórios divulgados. A utilização da variável Gov no modelo de regressão teve como objetivo principal segregar a divulgação obrigatória *do press release*, empresas classificadas como Novo Mercado, da divulgação voluntária, demais empresas. Outra sugestão é a utilização das métricas Fog e Flesch adaptadas para a língua portuguesa, para verificar se as evidências encontradas aqui se repetem independentemente do idioma utilizado como escrita dos relatórios.

## REFERÊNCIAS

- Antunes, H., & Lopes, C. T. (2019). Analyzing the adequacy of readability indicators to a non-English language. In *International Conference of the Cross-Language Evaluation Forum for European Languages* (pp. 149-155). Springer, Cham.
- Bradbury, M. E., Hsiao, P. K., & Scott, T. (2020). Summary annual reports: length, readability and content. *Accounting & Finance*, 60(3), 2145-2165.
- Bloomfield, R. (2008). Discussion of “annual report readability, current earnings, and earnings persistence”. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 248-252.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 112-131.
- Bonsall IV, S. B., Leone, A. J., Miller, B. P., & Rennekamp, K. (2017). A plain English measure of financial reporting readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63(2-3), 329-357.
- Chang, Y. T., & Stone, D. N. (2019). Why does decomposed audit proposal readability differ by audit firm size? A Coh-Metrix approach. *Managerial Auditing Journal*.
- Chang, Y. T., & Stone, D. N. (2019). Proposal readability, audit firm size and engagement success. *Managerial Auditing Journal*.
- Coelho, A. C. D., & Lopes, A. B. (2007). Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(SPE2), 121-144.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Davis, A. K., & Tama-Sweet, I. (2012). Managers' use of language across alternative disclosure outlets: Earnings press releases versus MD&A. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 804-837.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting review*, 400-420.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of accounting research*, 50(2), 275-334.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- Decourt, R. F., Seidler, J. C. O., de Freitas Daneberg, T., & Neto, J. D. P. (2014). Existe Gerenciamento de Resultados nas empresas com ações negociadas na BM&FBovespa. In *Congresso Anpcont*.
- De Franco, G., Hope, O. K., Vyas, D., & Zhou, Y. (2015). Analyst report readability. *Contemporary Accounting Research*, 32(1), 76-104.
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 1-33.
- DuBay, W. H. (2007). *Smart Language: Readers, Readability, and the Grading of Text*.
- Farias, P. L. (2013). *Tipografia digital: o impacto das novas tecnologias*. Teresópolis: 2AB.
- Flesch, R. (1948). A new readability yardstick. *Journal of applied psychology*, 32(3), 221.
- Fontoura, A. M., & Fukushima, N. (2012). Vade-mécum de Tipografia. *Editora Insight*.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.
- Guay, W., Samuels, D., & Taylor, D. (2016). Guiding through the fog: Financial statement complexity and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 62(2-3), 234-269.
- Gunning, R. (1952). *Technique of clear writing*.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2020). Business strategies and annual report readability. *Accounting & Finance*, 60(3), 2513-2547.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 85-107.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.
- Huang, X., Teoh, S. H., & Zhang, Y. (2014). Tone management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083-1113.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228.
- Jones, M. J. (1996). Readability of annual reports: Western versus Asian evidence—a comment to contextualize. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- Lawrence, A. (2013). Individual investors and financial disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 130-147.
- Lehavy, R., Li, F., & Merkley, K. (2011). The effect of annual report readability on analyst following and the properties of their earnings forecasts. *The Accounting Review*, 86(3), 1087-1115.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and economics*, 45(2-3), 221-247.
- Li, F. (2011). Textual Analysis of Corporate Disclosures: A Survey of the Literature. *Journal of Accounting Literature*, Forthcoming.
- Lo, K. (2008). Earnings management and earnings quality. *Journal of accounting and economics*, 45(2-3), 350-357.
- Lo, K., Ramos, F., & Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 1-25.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2014). Measuring readability in financial disclosures. *the Journal of Finance*, 69(4), 1643-1671.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2016). Textual analysis in accounting and finance: A survey. *Journal of Accounting Research*, 54(4), 1187-1230.
- Lundholm, R. J., Rogo, R., & Zhang, J. L. (2014). Restoring the tower of Babel: How foreign firms communicate with US investors. *The Accounting Review*, 89(4), 1453-1485.
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras* (Tese Doutorado, Universidade de São Paulo).
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(46), 7-17.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31.
- Martins, T. B., Ghiraldelo, C. M., Nunes, M. D. G. V., & de Oliveira Junior, O. N. (1996). *Readability formulas applied to textbooks in brazilian portuguese*. Notas do ICMSC-USP, Série Computação.
- Miller, B. P. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *The Accounting Review*, 85(6), 2107-2143.
- Rennekamp, K. (2012). Processing fluency and investors' reactions to disclosure readability. *Journal of Accounting Research*, 50(5), 1319-1354.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370.
- Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting horizons*, 3(4), 91.
- Smeuninx, N., De Clerck, B., & Aerts, W. (2020). Measuring the readability of sustainability reports: A corpus-based analysis through standard formulae and NLP. *International Journal of Business Communication*, 57(1), 52-85.
- Stevens, K. T., Stevens, K. C., & Stevens, W. P. (1992). Measuring the readability of business writing: The cloze procedure versus readability formulas. *The Journal of Business Communication* (1973), 29(4), 367-382.
- Xu, Q., Fernando, G., Tam, K., & Zhang, W. (2019). Financial report readability and audit fees: a simultaneous equation approach. *Managerial Auditing Journal*.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The accoun*