



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

O Gerenciamento da Impressão em Relatórios de Sustentabilidade e sua Influência no Nível de Assimetria Informacional: Estudo em Empresas de Capital Aberto no Brasil

ALEXANDRE FERNANDES MONTEIRO

*Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília –
PPGCont/UnB*

RODRIGO DE SOUZA GONÇALVES

*Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília –
PPGCont/UnB*

Resumo

Com objetivo verificar se o emprego do gerenciamento da impressão (GI) constante nos relatórios de sustentabilidade (D-CSR) está associado a maiores níveis de assimetria informacional (AI) em empresas brasileiras listadas, foram avaliados os mencionados relatórios de 58 empresas listadas na B3, no período de 2016 a 2019 (225 relatórios). Para avaliação do nível de gerenciamento da impressão, foi utilizado modelo de codificação e medição sustentado em Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e Aerts (2005) de forma adaptada, contendo quatro técnicas de gerenciamento da impressão: atribuição, comparação, ênfase e temático-ênfase. A variável assimetria informacional foi mensurada por meio do *bid-ask-spread*, e testada por meio de regressão não-linear com dados em painel utilizando-se do método linear generalizado. Os resultados evidenciam que o nível de assimetria informacional aumenta quando há um maior emprego de gerenciamento da impressão em relatórios de sustentabilidade, corroborando a hipótese do estudo, no qual o emprego do gerenciamento da impressão traz prejuízos ao investidor em razão do emprego de vieses informacionais, conhecidos *greenwashing*, como que impactam na avaliação dos relatórios de sustentabilidade. Do ponto de vista prático, os resultados apontam para a necessidade de os normatizadores ou organismos internacionais de se considerarem o monitoramento do uso do gerenciamento de impressão das informações sociais seja pelo emprego de padrões que estabeleçam formas de verificação dos eventos (verificabilidade da informação), seja por meio de assecuração por terceiros desses relatórios. Essa ação é relevante à medida que o emprego de GI das informações sociais (*greenwashing*) trás prejuízos ao julgamento e tomada de decisão do usuário externo em razão da opacidade e viés dos relatórios de sustentabilidade.

Palavras-chave: Assimetria Informacional. Gerenciamento da Impressão. Relatório de Sustentabilidade. *Greenwashing*. Mercado de Capitais.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

1. Introdução

Com o objetivo de verificar se o emprego do gerenciamento da impressão (GI) constante de relatórios de sustentabilidade (D-CSR) está associado a maiores níveis de assimetria informacional (AI) este estudo analisou os relatórios de sustentabilidade divulgados por empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2016 a 2019.

Os relatórios de sustentabilidade fazem parte de um conjunto de informações contábeis que surgem no contexto da prestação de contas por meio de relatórios anuais corporativos, que segundo Artes (2005) decorre de um processo intencional de explicações *ex post* com vistas a minimizar/maximizar seus impactos negativos da gestão no processo de análise e processo decisório do usuário externo da informação. Ocorre que nesse processo de prestação de contas, em especial, as informações sociais, há pelo menos dois componentes que podem impulsionar o gestor a usar narrativas que busquem apresentar uma situação que não necessariamente represente fidedignamente os eventos econômicos: a discricionariedade e a busca pela legitimidade de suas ações.

É nesse cenário que o gerenciamento da impressão (GI) pode incidir de forma a manifestar estratégias adotadas pela administração com a finalidade de apresentar uma versão dos eventos econômicos que possibilite recompensas sociais e materiais e, também, evitar sanções, sobretudo nas informações de natureza social que possuem alto nível de discricionariedade (Merkl-Davies; Brennan & Mcleay, 2011).

Assim, empresas que buscam valer-se do gerenciamento de impressão utilizam-se da vantagem informacional que possuem em relação aos usuários externos para apresentar uma realidade econômica normalmente melhor do que a que efetivamente ocorreu gerando com isso maior assimetria informacional (AI) (Michelon, Pilonato & Ricceri, 2015; Boiral, 2016; Diouf & Boiral, 2017; Guillamon-Saorin, Isidro & Marques, 2017).

Nesse contexto é que a perspectiva dos investidores acerca das ações sustentáveis sociais e ambientais podem interferir na avaliação das ações do gestor, impactando a noção de maximização do valor por parte desse *stakeholder*, refletindo-se no comportamento dos preços ofertados e demandados pelos papéis das empresas (Brooks & Oikonomou, 2018; Garcia, Sousa-Filho & Boaventura, 2018; Cui, Jo & Na, 2018).

Portanto, a distorção de propósito pelo emprego de gerenciamento da impressão cuja finalidade é mitigar o conflito de interesses com *stakeholders* engajados em questões socioambientais é apontada na literatura como um sinal da presença da assimetria informacional entre gestores e investidores (Girão & Machado, 2013; Solomon, Solomon, Joseph & Norton, 2013), com potencial de gerar conflitos de interesses com acionistas (Godfrey, Mather & Ramsay, 2003), antecipando-se a uma possível decisão de investimento prejudicial à empresa (Merkl-Davies & Brennan, 2011).

Sob a ótica da literatura conhecida como “*greenwashing*”, Gatti, Seele e Rademacher (2019) e Kurpierz e Smith (2020) afirmam que o uso de gerenciamento de impressão nos relatórios de sustentabilidade é utilizado não somente para passar uma melhor imagem do que realmente é, mas destacam inclusive o seu uso no que tange a elaboração de informações viesas ou mesmo enganosas com o objetivo de distorcer a tomada de decisão do investidor.

Nesse ambiente em que se relacionam o disclosure e a necessidade de gestores reduzirem conflitos em busca de um status legitimado por *stakeholders*, este estudo busca compreender a dinâmica do uso do gerenciamento da impressão em relatórios de sustentabilidade e sua relação com o nível de assimetria informacional.

Para tanto, avança em relação aos estudos que abordam a relação entre qualidade do disclosure em responsabilidade social corporativa e AI (Martínez-Ferrero; Ruiz-Cano & García-Sánchez, 2016; Borghei; Leung & Guthrie, 2018), por ocupar-se em estudar o efeito do gerenciamento da impressão na AI, valendo-se de quatro técnicas de mensuração do



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

gerenciamento de impressão das narrativas dos relatórios de sustentabilidade para melhor compreensão desse fenômeno: atribuição, comparação, ênfase e temático-ênfase (Brennan; Guillamon-Saorin & Pierce, 2009; Aerts, 2005).

Os resultados evidenciam que o nível de assimetria informacional aumenta quando há um maior emprego de gerenciamento da impressão em relatórios de sustentabilidade. Do ponto de vista prático, esse resultado indica para os normatizadores ou organismos internacionais que promovem a divulgação de informações dessa natureza para necessidade de se considerar o monitoramento do uso do gerenciamento de impressão das informações sociais seja pelo emprego de padrões que estabeleçam formas de verificação dos eventos (verificabilidade da informação), seja por meio de assecuração por terceiros desses relatórios. Essa ação é relevante à medida que o emprego de GI trás prejuízos ao julgamento e tomada de decisão do usuário externo em razão da opacidade e viés dos relatórios de sustentabilidade.

2. Referencial Teórico

2.1 Gerenciamento da Impressão, Disclosure Voluntário e Assimetria Informacional

No âmbito corporativo, indivíduos competem estrategicamente por riqueza e utilizam-se da contabilidade como ferramenta para acessá-la (Arrington & Puxty, 1991). Nessa competição, gestores, mais informados sobre a empresa do que investidores, produzem informações contábeis por meio de narrativas e podem empregar o gerenciamento de impressão (GI) com o objetivo de maximizar sua riqueza, legitimar suas ações e ainda distorcer a imagem organizacional com vistas a prejudicar o processo decisório do usuário externo.

No que tange especificamente aos métodos e técnicas empregados por gestores no GI, por ocasião do disclosure, há sete abordagens possíveis resultantes de pesquisas já realizadas sobre esse fenômeno (sintática, retórica, seletiva, comparativa, da atribuição, temática e enfática). Tais interpretações são classificadas em dois tipos: qualitativas (aplicadas a palavras ou imagens) ou quantitativas (aplicadas a números). Alguns desses enfoques podem ser empregados a ambos os tipos (palavras, imagens ou números), outros somente a números e existem aqueles que aplicam-se somente a palavras e imagens (Brenann; Guillamon-Saorin & Pierce, 2009).

A análise sintática é a abordagem mais utilizada em estudos da narrativa em contabilidade (Brenann; Guillamon-Saorin & Pierce, 2009), pois grande parte dessa interpretação é motivada pela suposição de que os gerentes usam a linguagem para ofuscar o desempenho corporativo, especialmente quando o resultado é negativo (hipótese da ofuscação). A explicação para este caso é que o desempenho negativo deve ser relatado em uma linguagem de difícil interpretação, ou seja, com menor legibilidade (Brenann; Guillamon-Saorin & Pierce, 2009).

A abordagem retórica parte da premissa de que o gestor utiliza termos e vocábulos de difícil compreensão e usa recursos retóricos na elaboração de seus relatórios com a finalidade de ocultar o desempenho negativo da empresa. A retórica é a arte de usar a linguagem de modo a persuadir ou influenciar outrem. Portanto, nesse enfoque a empresa vale-se da linguística para dissimular o significado de seus resultados e persuadir o leitor em relação à narrativa contábil (Brennan; Merkl-Davies & Beelitz, 2013; Beattie, 2014).

Na abordagem seletiva, gestores valem-se de seu poder discricionário para selecionar informações, de modo que o teor da mensagem apresente o melhor desempenho para a empresa (Brenann; Guillamon-Saorin & Pierce, 2009). A interpretação seletiva utiliza-se predominantemente de gráficos de forma a evidenciar estatisticamente a posição favorável da empresa (Jones, 2011; Cho; Michelon & Patten, 2012; Brennan; Merkl-Davies, 2014), mas



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

ela também é demonstrada através da narrativa contábil (Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce, 2009; Brennan, & Merkel-Davies, 2014).

No *benchmarking* (comparação), são selecionados casos de outras empresas ou da própria companhia, referentes a exercícios anteriores, que retratam de forma comparativa o desempenho atual situando-a na melhor posição possível, levando o leitor a ter uma perspectiva positiva de seus resultados, mesmo em um contexto real negativo (Brenann; Guillamon-Saorin & Pierce, 2009).

Na abordagem temática (entonação, tone, sentimento textual), utiliza-se da frequência de palavras ou enunciados com conotação positiva ou negativa a fim de conduzir a perspectiva do leitor (Brenann; Guillamon-Saorin & Pierce, 2009). As palavras utilizadas podem exprimir um tom otimista (positivo), um tom pessimista (negativo) ou um tom neutro, conforme os termos utilizados no processo de comunicação.

Na abordagem enfática (ou apresentação visual para Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e vividness para Beattie (2014)), empregam-se técnicas de apresentação da informação contábil visando potencializar o seu teor e aumentar a chance de torná-la mais evidente aos olhos dos leitores. Elementos visuais, como destaque gráfico, títulos, listas com marcadores ou numeradas, cor, sombreamento, logotipos, itálico e negrito podem prenunciar uma ideia ou reforçar pontos-chave (Brenann; Guillamon-Saorin & Pierce, 2009; Beattie, 2014), bem como o uso da repetição e o reforço.

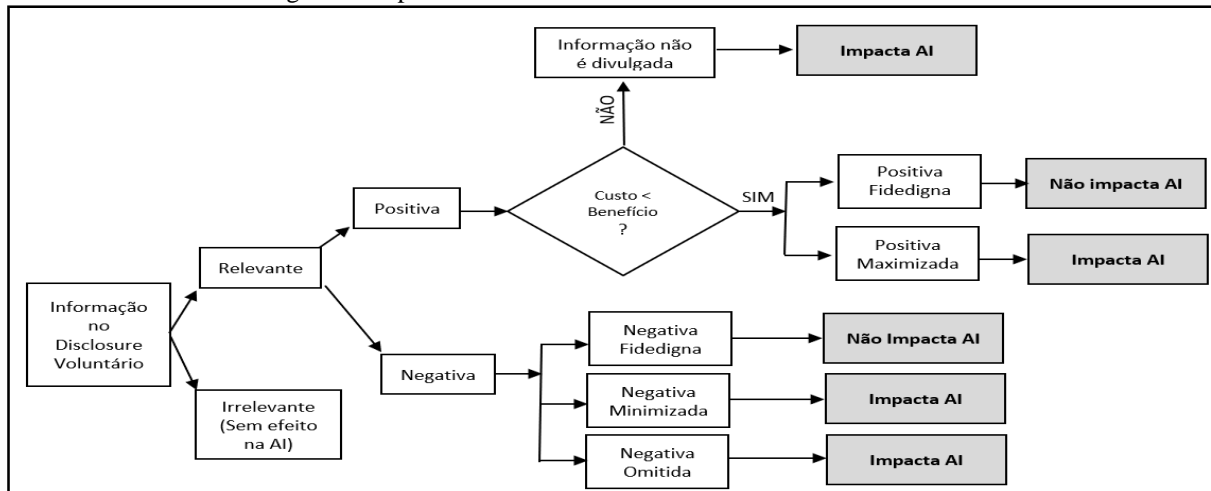
Para Aerts (2005), pesquisas em geral interpretam as tendências de emprego da técnica de atribuição nas narrativas contábeis, visando o auto benefício (*self serving*), como um comportamento intencional de GI. No entanto, Clatworthy e Jones (2006) observam que os referidos estudos não esclarecem se essa é uma prática consciente ou inconsciente. Conforme Aerts (2005), os vieses de atribuição usados nas narrativas contábeis também podem ser o resultado de um processo informacional cognitivo distinto de um processo externo de GI. Tal metodologia enfatizaria as capacidades limitadas de processamento de informações por parte de quem elabora os relatórios empresariais para alcançar um entendimento causal abstrato dos eventos (Aerts, 2005). Assim, há casos em que o gestor, por sua capacidade racional limitada, interpretaria inadequadamente um evento e atribuiria sua causa a uma ação interna (positivo) ou externa (negativo).

Seja qual for a técnica utilizada no gerenciamento de impressão, o que se busca é distorcer a informação, incluindo as de caráter voluntário, na tentativa de apresentar uma situação mais favorável do que realmente é, conforme Dye (2001) afirma no contexto da teoria do *disclosure*. Nesse contexto, a tentativa de o gestor reduzir o impacto de informações negativas por omissão conduz o investidor a uma postura defensiva, prejudicando a eficiência de mercado (Brennan & Merkl-Davies, 2013).

Contudo, não se deve desconsiderar que informações omitidas em relatórios podem chegar aos investidores por canais distintos ao *disclosure* corporativo (mídia geral e especializada, *insiders trader* etc) podendo transmitir insegurança ao seu processo de análise e decisão. Com isso, eles podem passar a agir cautelosamente em relação às informações e ao valor de mercado das empresas pela crença na existência de fatores ocultos com elevado potencial econômico negativo (Guillamon-Saorin, Isidro & Marques, 2017).

Diante desse cenário, o gestor pode preferir divulgar informações negativas a omiti-las e ficar à mercê da inferência de investidores (Verrechia, 1983). No entanto, ao divulgar tais informações, gestores tentam mitigar o seu impacto por meio do GI (Brennan, Guillamon-Saorin & Pierce, 2009). Assim, segundo Aerts (2005) e Leung, Parker e Curtis (2015), informações positivas (negativas) podem ser distorcidas intencionalmente de forma a maximizar (minimizar) seu impacto na reputação corporativa, interferindo diretamente no nível de AI, conforme figura 1.

Figura 1: Impacto do disclosure voluntário na AI conforme TDV



Fonte: Baseado em Verrechia (1983), Dye (2001), Aerts (2005), e Leung, Parker e Curtis (2015)

A Figura 1 qualifica a informação em relevante e irrelevante conforme suas características fundamentais (IASB, 2018). A informação irrelevante é descartável por sua natureza inócua no processo decisório do investidor. A informação relevante pode ter característica positiva ou negativa no processo decisório, podendo ser positivas ou negativas fidedignamente representadas e livres de vieses e, se assim forem, não carregam, em tese, nenhum desnível (assimetria) entre quem a gerou (gestor) e quem a recebe (investidor).

Por outro lado, uma informação viesada (maximizada ou minimizada) carrega em si um determinado desnível cognitivo entre gestor e investidor sobre a real posição econômico-financeira da empresa. O gestor modifica o real teor da informação gerando um desnível entre ele e o investidor, que normalmente é capturada pela diferença entre o preço ofertado e o preço demandado pela ação (Demsetz, 1968).

Em outras palavras, se há menos assimetria informacional entre quem compra e quem vende, há menos alternativa negocial, implicando em uma diferença menor entre a oferta de compra e de venda da ação (Leuz & Verrechia, 2000). Assim, um relatório de sustentabilidade constituído de mais GI sinalizaria aos compradores a tentativa de minimizar informações negativas e/ou maximizar informações positivas, levando-os a buscar alternativas com menos GI, reduzindo o valor da oferta de compra e aumentando o spread para a oferta de venda.

Em muitos casos, o GI aplicado a relatórios de sustentabilidade é empregado no contexto de uma estratégia empresarial de *greenwashing*, que é um termo referente à variedade de comunicações enganosas com objetivo de formar crenças excessivamente positivas entre stakeholders acerca das práticas ambientais de uma empresa (Torelli, Balluchi & Lazzini, 2020).

Nesse contexto, muitas empresas estão se esforçando com objetivo de melhorar sua reputação em termos ambientais com uso de estratégias de marketing verde na busca de vantagem competitiva. No entanto, nem todas as alegações de marketing verde refletem com precisão a conduta ambiental das empresas e podem ser vistas como “greenwashing”, que pode não apenas afetar a lucratividade de uma empresa, mas, especialmente, resultar em danos sob o ponto de vista ético pela produção de informações enganosas (Szabo & Webster, 2021).

2.2 Gerenciamento da Impressão e Racionalidade em Finanças

Segundo Merkl-Davies e Brennan (2011) há quatro tipos de racionalidades capazes de conduzir a reação do investidor sobre o emprego do GI:

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Tabela 1: Perspectivas do investidor diante de gerenciamento de impressões

Tipo de Racionalidade	Perspectivas Predominantes		Perspectivas Alternativas	
	Econômica	Limitada	Substantiva	Como construto social
Origem teórica	Economia	Economia e Finanças Comportamentais	Sociologia	Teoria Crítica
Determinantes (o GI e seus efeitos advêm de...)	Assimetria Informacional (AI) e racionalidade ‘pura’: investidores reconhecem o viés	AI e racionalidade limitada: investidores não são capazes de reconhecer o viés devido a restrições cognitivas, sociais ou emocionais	Stakeholders/público não são capazes de ver através da gestão simbólica	Público não é capaz de ver através da racionalidade retrospectiva e da retórica contábil
Motivação para o GI	Maximização da utilidade	Maximização da utilidade	Objetivos socioambientais	Objetivos sociopolíticos
Consequências (o GI causa...)	Investidores ignoram o viés/ eficiência na alocação do capital	Investidores revisam expectativas no curto prazo/ ineficiência na alocação do capital	Apoio contínuo por parte de stakeholders e shareholders	Fortalecimento do <i>status quo</i>
Conceitos de GI	‘Conversa fiada’	GI- viés no disclosure	GI- gestão simbólica	GI- racionalidade retrospectiva e retórica contábil

Fonte: Merkl-Davies e Brennan (2011, 419)

Pesquisadores têm focado na perspectiva econômica para explicar a reação dos investidores ao GI no disclosure (Leung, Parker, & Courtis, 2015; Solomon et al, 2013; Guillamon-Saorin, Isidro & Marques, 2017). Nesta abordagem, a motivação do investidor é a maximização da utilidade atingida pela obtenção de rentabilidade adequada ao investimento. A capacidade de identificar a “conversa fiada” inerente ao GI faz com que ignore a narrativa, focando na melhor alocação do capital (Merkl-Davies & Brennan, 2011).

A perspectiva econômica baseia-se na HME cuja racionalidade econômica presente no modelo conduz investidores a interpretarem informações como sinais que impulsionam ajustes de crenças acerca da expectativa do fluxo de caixa futuro do ativo. Em consequência, investidores reagem quando suas expectativas são frustradas, ajustando os preços às novas informações em curto espaço de tempo, inibindo ganhos anormais (Fama, 1970).

A racionalidade limitada distingue-se da econômica por reconhecer a limitação humana na aquisição e processamento de informações (Merkl-Davies & Brennan, 2011). Conforme Samson (2014), o excesso de disponibilização de informações afeta negativamente a qualidade da decisão, exigindo que decisores façam suas escolhas dentre múltiplas alternativas, evitando certos dados em favor de outros. Nesse caso, gestores oportunistas empregariam a narrativa eivada de GI e investidores seriam incapazes de avaliar o viés no curto prazo, dada a racionalidade humana limitada (Merkl-Davies & Brennan, 2011).

A HME propõe que todos os participantes do mercado têm expectativas racionais sobre os retornos futuros, o que implica que, em média, o mercado é capaz de avaliar o viés dos relatórios (Hand, 1990). Assim, o relatório tendencioso (incluindo gerenciamento de impressão) geraria maior assimetria informacional, que por sua vez levaria a um custo de capital mais alto e a um desempenho reduzido do preço das ações.

Nesse contexto, o gestor não teria incentivos para envolver-se com GI, pois a sua remuneração está ligada ao desempenho do preço das ações. Com base nesse argumento, defende-se que o GI não deva ser considerado uma tentativa de manipulação, mas uma informação incremental (Baginski; Hassell; Hillison, 2000). Conforme Merkl-Davies e Brennan (2011), tal abordagem incremental baseia-se em uma suposição de racionalidade do investidor qualificada em um contexto de mercado eficiente semiforte (Merkl-Davies & Brennan, 2011).

Ainda na ótica da racionalidade limitada, porém sob outra perspectiva, de acordo com Merkl-Davies e Brennan (2011), investidores seriam incapazes de identificar de maneira imediata o viés inserido pelo GI no disclosure e a AI geraria ineficiência na alocação do capital.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Após um *delay* específico de curto prazo acompanhado de uma alocação ineficiente do capital, o investidor, interessado em maximizar a sua utilidade, optaria por reavaliar sua posição, alterando-a (Merkl-Davies & Brennan, 2011).

Por fim, como alternativas não comumente empregadas em pesquisas para explicar a reação de investidores ao GI, Merkl-Davies e Brennan (2011) apontam o uso da racionalidade substantiva e na forma de construto social. A racionalidade substantiva tem base teórica fundada na Sociologia e considera não apenas a visão utilitarista de investidores tradicionais acerca da gestão, conforme as perspectivas predominantes, incluindo uma percepção holística seguindo a tendência dos demais stakeholders e do público em geral. Nesse cenário, os atores (stakeholders – incluídos os shareholders) não seriam capazes de identificar os vieses voltados aos objetivos socioambientais inseridos no disclosure na forma de GI (Merkl-Davies & Brennan, 2011)

Sustentada pela abordagem econômica de racionalidade preconizada pela HEM bem como pela teoria do *disclosure* (p.e. Verrecchia, 1982; Diamond, 1985; Dye, 1985a; Dye 1985b; Dye e Verrecchia, 1995), este estudo possui como hipótese central:

H₁: Empresas brasileiras com maiores níveis de gerenciamento da impressão no disclosure em responsabilidade social corporativa possuem maior assimetria informacional.

3. Metodologia

A necessidade de obtenção de dados sobre o *bid-ask-spread* (doravante BAS) com frequência compatível à velocidade de reação dos investidores à publicação do disclosure é relevante para determinação do critério de escolha da amostra. Por esse motivo e, para os efeitos do presente estudo, foram selecionadas empresas com maior frequência de negociação diária na bolsa, as quais constam do índice IBRX-100.

Tabela 2: Seleção da amostra

Sequência	Critério	Empresas
1	Empresas que constaram do IBRX-100 pelo menos por um dia em todos os anos entre 2016 e 2019	165
2	Excluídas 40 ações com média anual de participação no IBRX-100 menor do que 20 dias/ano nos quatro períodos estudados	125
3	Excluídas 32 ações de empresas em processo de recuperação judicial, em processo de fusão e de empresas pertencentes a grupos empresariais da própria amostra	93
4	Excluídas 30 empresas por falta de dados (relatórios de sustentabilidade ou variáveis de controle)	63
5	Excluídos 5 bancos	58

Fonte: Elaborado pelos autores

Como o objeto do estudo é a divulgação do D-CSR, inicialmente o BAS foi medido levando em consideração a data de publicação desse documento. Com base nessa divulgação, espera-se que investidores reajam ao emprego do GI contido na narrativa acerca das dimensões ambiental e social no período de dois dias que circundam a publicação do relatório.

Por tratar-se de disclosure voluntário, empresas publicam seus relatórios em datas distintas. Por esse motivo, na amostra deste estudo e dentre as companhias que divulgaram suas datas de publicação, constatou-se que 60 % dos relatórios de sustentabilidade foram publicados entre 01 de abril e 30 de agosto do ano posterior a que refere-se a apuração dos dados, com maior concentração em torno de 26 de junho (mediana). Importante notar que 55% das empresas consideradas na amostra não informaram o dia em que realizaram a publicação do D-CSR, inviabilizando, nesses casos, a mensuração da variável AI.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Diante do reduzido número de empresas que informaram a data de publicação do D-CSR (26 – 45% da amostra), passou-se a considerar o possível efeito de informações ambientais e sociais combinadas ao disclosure obrigatório (relatórios trimestrais-ITR e demonstrações financeiras padronizadas-DFP). Espera-se que as informações socioambientais publicadas nos relatórios de sustentabilidade combinadas às informações obrigatórias publicadas posteriormente possam impactar o nível de assimetria informacional.

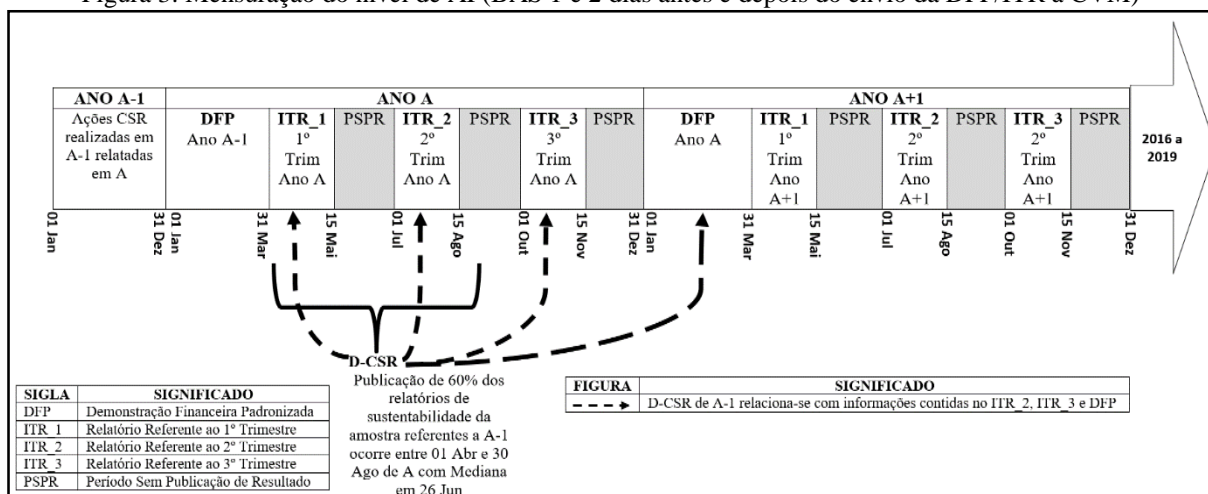
Assim, optou-se por incluir no estudo, de forma adicional, o possível efeito dessa conjunção de informações (socioambientais e resultados) por ocasião da data de anúncio dos resultados anuais e trimestrais. Sendo esses últimos referentes ao 2^o e 3^o trimestres (ITR). O 1^o trimestre foi desconsiderado no estudo em função da proximidade de sua divulgação com a publicação do resultado do ano anterior (DFP).

Os dias de envio das DFP e ITR à B3 são as datas em que o resultado anual e trimestral da empresa são levados ao conhecimento do público externo. Os relatórios contábeis, juntamente com outros documentos obrigatórios, são enviados à B3 e as empresas procedem à publicação dos mesmos concomitantemente aos envios, conforme previsto no artigo 25 da Instrução CVM nº 480/2009, dando acesso do seu teor ao público em geral (CVM, 2009).

Vale destacar que, segundo Kim e Verrechia (1994), há evidências de maior incidência de AI em épocas de anúncios de resultados, em função de ser o período em que ocorre mais julgamentos de informações públicas por parte de alguns *traders*.

A assimetria informacional (BAS) foi mensurada a partir da data de envio das DFP e ITRs à B3, cujos dados foram colhidos na página da CVM. A figura a seguir resume a abordagem temporal empregada nesse estudo para mensurar a influência do GI constante de D-CSR no AI.

Figura 3: Mensuração do nível de AI (BAS 1 e 2 dias antes e depois do envio da DFP/ITR à CVM)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Amiram, Owens e Rozenbaum (2016) e Kim e Verrechia (1994).

Conforme disposto no artigo 28 da Instrução CVM nº 480/2009, a DFP referente ao ano A é enviada à CVM até 31 de março do ano A₊₁. O BAS é mensurado, a contar da data de envio das demonstrações contábeis de cada empresa, um e dois dias antes e depois desse evento. Mesmo procedimento foi adotado para o segundo e terceiro trimestres.

3.1 Codificação e Mensuração do Nível Agregado de Gerenciamento da Impressão

A principal variável de interesse desta pesquisa (variável independente) é o nível agregado de gerenciamento da impressão (GI_{Ag}). O vocábulo ‘agregado’ constante do GI_{Ag} refere-se ao fato de que ele acumula o GI capturado pelas quatro técnicas empregadas no estudo

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

(da atribuição-GIA, da ênfase-GIE, temático-enfática-GITE e da comparação-GIC). Trata-se de um índice absoluto comparável entre diferentes empresas, elaborado com base em Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e Aerts (2005).

O objeto da análise de conteúdo foi o D-CSR, emitido ou não em *frameworks* (p.e. GRI, SASB etc). Nesta investigação, a unidade de análise é o enunciado, definido como a sequência de frases (ou frase única) emitidas entre dois brancos semânticos, duas suspensões de comunicação (Guespin, 1971).

Considerando o enunciado como unidade de análise no interior do D-CSR, o GI_Ag foi verificado por meio de uma adaptação da metodologia proposta por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009). A adaptação foi necessária em função das especificidades das informações constantes dos D-CSR em relação ao objeto do trabalho realizado pelas autoras (divulgação do resultado anual na imprensa – sigla em inglês ARPR). A Tabela 3 descreve as técnicas empregadas por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e por Aerts (2005) na identificação do GI no contexto da narrativa contábil.

Tabela 3: Técnicas de GI empregadas neste estudo

Técnica GI	Descrição
Temática (Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce, 2009)	Utiliza-se da frequência de palavras ou enunciados, com conotação positiva ou negativa a fim de conduzir a perspectiva do leitor.
Enfática (Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce, 2009)	Empregam-se técnicas de apresentação (localização/posicionamento, repetição ou reforço/adjetivação/qualificação) com o propósito de destacar a linguagem do texto contábil, tornando-o mais óbvio, acessível aos leitores.
Comparação do Desempenho (Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce, 2009)	São selecionados casos de outras empresas do mesmo setor ou da própria companhia, no passado, que retratam o desempenho atual, situando-a na melhor posição possível. Isso faz com que o leitor tenha uma visão positiva, desfocando o seu olhar do contexto geral que poderia indicar, para a mesma questão evidenciada, uma situação negativa.
Da atribuição (Aerts, 2005)	Credita, por um lado, os aspectos positivos de gestão ao ambiente interno da empresa e, por outro, atribui o que é negativo a situações externas e fora do controle da companhia.

Fonte: Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e Beattie (2014)

A adaptação realizada no modelo descrito por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) ocorreu, exclusivamente, na codificação com o uso da técnica da temática (conotação positiva/negativa das palavras-chave/enunciados). Naquela pesquisa, tanto o número de palavras-chave quanto o de enunciados foram codificados (+1 para positivo/-1 para negativo) e contabilizados de modo a fornecer um valor absoluto (saldo entre palavras positivas e negativas) indicando o viés (positivo ou favorável, negativo ou desfavorável) contido no conteúdo da narrativa constante do anúncio ARPR. Assim, em busca de evidências de GI, a situação econômico-financeira da empresa (resultado positivo/negativo anual) foi comparada à perspectiva (positiva/negativa) empregada por gestores na narrativa do referido anúncio ARPR. Para exemplificar esta questão: uma empresa com resultado econômico negativo e ARPR com aceção positiva emprega GI com vistas a minimizar o impacto da notícia.

Diferentemente de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), neste estudo, o sentido (positivo/negativo) contido nas palavras-chave e enunciados não foi contabilizado para efeito de medição do nível de GI. Para esta pesquisa, tais palavras/enunciados são referenciados como indicadores (sinais) da presença de GI e a sua mensuração ocorre, apenas, quando estas palavras/enunciados são validados por uma das técnicas da ênfase. Portanto, aqui, o emprego de palavras-chave caracterizadoras de vieses na narrativa contábil, como as constantes de dicionários (*codebooks* de Loughran e McDonald (2011) e Silva (2018)), não é considerado GI quando desacompanhado de uma das técnicas de ênfase (posicionamento, repetição ou reforço).

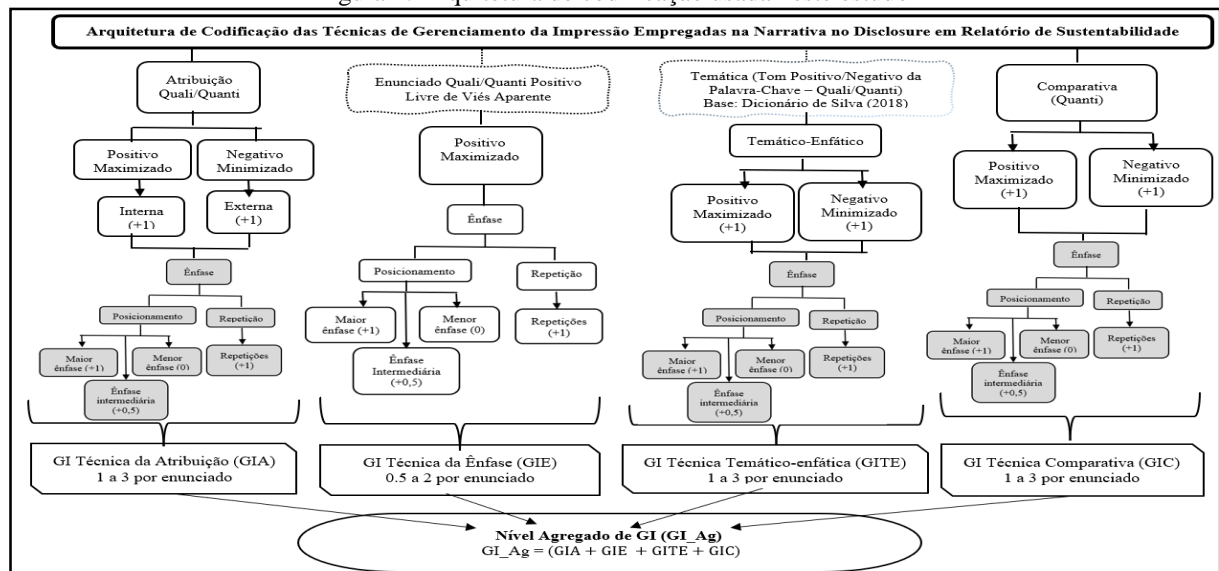
São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

A adoção deste procedimento deve-se ao fato de que o emprego de tais palavras-chave é necessário e indispensável na construção de uma narrativa que busca espelhar a gestão de uma companhia em D-CSR. Nesse documento, é natural e desejável que sejam apresentadas variações de desempenho empresarial relativas a períodos passados, ensejando o uso de termos com conceito positivo (aumento, crescimento, expansão etc) ou com sentido negativo (redução, piora, queda etc) capazes de traduzir a evolução ou a involução de aspectos da gestão socioambiental.

Por sua vez, conforme indicado por Loughran e McDonald (2011) e Silva (2018), palavras-chave com significados positivos/negativos informam uma tendência (temática) que pode ou não ser maximizada ou minimizada por meio da técnica de GI da 'ênfaseção'. Dessa forma, neste estudo, apenas a maximização de uma tendência positiva ou a minimização de uma tendência negativa constantes de palavras-chave foram consideradas como GI. Tal procedimento sustenta-se na teoria do disclosure voluntário (Verrechia, 2001; Dye, 2001), em que o gestor tende a informar fatos negativos minimizados e positivos maximizados.

A figura a seguir apresenta a arquitetura de codificação empregada neste estudo.

Figura 4: Arquitetura de codificação usada neste estudo



Fonte: modelo adaptado de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009)

Conforme a Figura 4, um enunciado contendo a técnica de GI da atribuição (GIA) ou da comparação (GIC) ou da temático-ênfaseção (GITE) pode ser codificado, por exemplo, em '2' quando vir acompanhado de uma das técnicas de ênfaseção (posicionamento ou repetição). Esse mesmo enunciado pode, ainda, ser codificado em '3', quando as duas técnicas de ênfaseção forem aplicadas em conjunto. No caso de o enunciado conter apenas uma das técnicas (GIA, GIC e GITE) desacompanhadas de ênfaseção, será codificado em '1'.

Há, ainda, a possibilidade de o enunciado não conter as técnicas GIA, GIC ou GITE e ser enfatizado (GIE). Nesse caso, a codificação variará conforme o posicionamento no texto (1.0 para maior destaque e 0.5 para destaque intermediário) e poderá, ainda, ser combinada à repetição (código '1') atingindo uma codificação '2' (combinada a um posicionamento de maior destaque no texto) ou '1.5' (combinada a um posicionamento de menor destaque no texto). Como exemplo, a figura a seguir ilustra o processo de codificação com uso da técnica temático-ênfaseção (GITE) usada neste estudo para identificar o GI em relatórios de sustentabilidade.

3.2 Modelo Usado para Verificação da Relação GI-AI

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Por considerar os efeitos do disclosure no mercado, o modelo baseia-se, inicialmente, na abordagem de pesquisa *'association-based disclosure'* que é uma das três categorias apresentadas na teoria do disclosure (Verrecchia, 2001). Levou-se em conta, ainda, o modelo # 4 (*cheap talk*) do disclosure em base discricionária (*discretionary-based disclosure*). Em tal modelo, o equilíbrio é atingido com base na noção de que, na prática, os gerentes e/ou empresas podem divulgar tudo sobre a empresa, mas de uma maneira em que as informações proprietárias sejam sempre divulgadas com algum elemento de imprecisão (Verrecchia, 2001).

O modelo *'discretionary-based disclosure'* de Verrecchia (2001), além de considerar efeitos da informação proprietária alinhados aos conceitos do GI no disclosure voluntário, tratados por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), evita a abordagem linear do modelo baseado em eficiência (Verrecchia, 2001), aproximando-o da abordagem exponencial proposta por O'Hara (1997) acerca da forma entrópica como os preços convergem no tempo em função da microestrutura de mercado.

Apesar de poucos estudos questionarem a relação linear entre responsabilidade social corporativa e performance financeira, Brooks e Oikonomou (2018) indicam que estudos não-lineares têm encontrado resultados mais robustos, e para tanto, utilizou-se-se a forma funcional não-linear, mais adaptada aos objetivos da pesquisa com base nas características do GI, conforme equação a seguir.

$$BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_Ag_{it} + \gamma_n CONTROLE_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

BAS_{it} = variável que representa o nível de assimetria informacional medido por meio do *bid-ask spread*, da empresa i no momento t , calculada da seguinte forma: $BAS_{it} = \sum(P_{it}^a - P_{it}^b) / \sum Pm_{it}$, em que $P_{it}^a = ask$ cotado (menor oferta de venda) no período de tempo t da empresa i ; $P_{it}^b = bid$ cotado (maior oferta de compra) no período de tempo t da empresa i , e $Pm_{i,t} = \sum(P_{it}^a + P_{it}^b) / 2$, conforme (Amihud & Mendelson, 1986). As cotações do *bid* e do *ask* foram extraídas em bases diárias da base de dados da Eikon Thomson Reuters®. A partir de Amiram, Owens e Rozenbaum (2016), o período considerado para o cálculo foi 1 e 2 dias antes e depois da publicação do D-CSR e do envio dos relatórios estruturados à B3 (Demonstrações Financeiras Padronizadas-DFP e Relatórios Trimestrais-ITR).

GI_Ag_{it} = variável independente que representa o escore agregado de nível de gerenciamento da impressão no D-CSR da empresa i no momento t ; adaptado do modelo de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) para este estudo.

$CONTROLE_{it}$ = representa o número i de variáveis de controle colhidas no momento t . Como variáveis de controle, utiliza-se de proxies empregadas em estudos anteriores cuja AI figurava como variável dependente, como 'qualidade do disclosure', 'liquidez em bolsa', 'cobertura de analistas', 'rentabilidade', 'volatilidade' e 'liquidez corrente' (Welker, 1995; Healy; Leuz & Verrecchia, 2001; Healy & Palepu, 2001; Brown & Hillegeist, 2007).

β_i = coeficiente da variável que expressa o nível agregado de GI

ε_{it} = representa o termo de erro; e

γ_n = representa matriz com n colunas, sendo n o número de variáveis de controle.

A Tabela 4 apresenta as variáveis de controle empregadas neste estudo, fontes de obtenção dos dados e relações esperadas em relação à variável dependente (BAS).

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Tabela 4: Variáveis de controle

Variável	Proxy/Sigla)	Descrição	Mensuração	Rel.	Fonte
Qualidade do disclosure	Emprego de framework GRI e/ou IIRC (GRI)	Nível de qualidade do disclosure conforme aderência aos frameworks consagrados GRI e/ou IIRC	Variável ordinal que indica o modelo empregado na construção do relatório de sustentabilidade em uma escala crescente	(-)	Relatórios Anuais e/ou de Sustentabilidade
	Qualidade do disclosure social (ISD)	Nível de qualidade do disclosure de informações acerca dos programas sociais da empresa	Mensurado conforme Gonçalves et al. (2014)	(-)	
Cobertura de analistas	Cobertura de analistas (CANAL)	Analistas de mercado cobrindo a empresa	Quantidade de analistas de mercado acompanhando a empresa em 31 dez do ano a que se refere o resultado	(-)	Eikon
Liquidez em bolsa	Liquidez em bolsa (LIQB)	Rapidez com que a ação é negociada medida no momento da publicação do resultado	$LIQB = 100 * \left(\frac{p}{P}\right) * \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) * \left(\frac{v}{V}\right)}$ em que n = número de negócios; v = volume em dinheiro; N = número de negócios com todas as ações; V = volume em dinheiro com todas as ações; p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação no período; P = número total de dias do período	(-)	Econômica
Rentabilidade	Rentabilidade e sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	Mede a performance financeira por meio do índice de rentabilidade sobre o Patrimônio	Quociente entre Lucro Líquido e PL multiplicado por cem no momento da publicação do resultado	(-)	
Volatilidade	Volatilidade (VOLA)	Grau de incerteza dos investidores acerca da capacidade futura de realização de caixa da empresa	Desvio padrão mensal dos preços das ações de uma empresa no momento da publicação do resultado	(+)	
Liquidez Corrente	Liquidez Corrente (LIQC)	Representa a capacidade financeira de a empresa honrar suas obrigações de curto prazo	Quociente entre ativo circulante e passivo circulante no momento da publicação do resultado	(-)	

A variável de controle GRI, seguindo Martínez-Ferrero, Ruiz-Cano e García-Sánchez (2016), foi construída em sequência ordinal, conforme a Tabela 5:

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Tabela 5: Codificação da qualidade do disclosure baseada em frameworks GRI e IIRC

Framework	Descrição	Código
Não emprega	Não utiliza modelos consagrados	0
GRI Essencial	Utiliza modelo que aborda os temas considerados essenciais (<i>core</i>) pela <i>Global Report Initiative</i>	1
GRI Abrangente	Utiliza modelo que aborda todos os temas (<i>comprehensive</i>) referenciados pela <i>Global Report Initiative</i>	2
IIRC GRI Essencial	Utiliza modelo que aborda os temas considerados essenciais pela <i>Global Report Initiative</i> em um framework integrado proposto pela International Integrated Reporting Council (IIRC) cujo tema sustentabilidade perpassa todo o relatório	3
IIRC GRI Abrangente	Utiliza modelo que aborda todos os temas referenciados pela <i>Global Report Initiative</i> em um framework integrado proposto pela International Integrated Reporting Council (IIRC) cujo tema sustentabilidade perpassa todo o relatório	4

Fonte: GRI, (2019); IIRC (2019).

A Tabela 5 apresenta a hierarquia da qualidade do disclosure construída com base nos modelos consagrados da Global Report Initiative (GRI) e do International Integrated Reporting Council (IIRC) empregados comumente por grandes companhias (Chaidali & Jones, 2017). Note que na amostra estudada não foram encontrados outros frameworks, como SASB, por exemplo. Por fim, a construção da variável ISD coletada nesta pesquisa, utilizou-se do modelo desenvolvido por Gonçalves et. al. (2014), empregado em outros estudos (Callegari et al., 2016; Oliveira et al., 2018).

4. Análise e Discussão dos Resultados

Consideradas as quatro datas de publicações (D-CSR, ITR2, ITR3 e DFP) em cuja AI foi mensurada, foram realizadas 60 regressões¹ com o intuito de compreender se maiores níveis de gerenciamento de impressão estão associados a maiores níveis de assimetria informacional. As mencionadas regressões foram aplicadas às narrativas constantes das dimensões social ou ambiental isoladamente e ao conjunto das duas dimensões.

Dentre essas regressões, oito mostraram-se ajustadas (testes de multicolinearidade, de verificação da não-linearidade e estabilidade do modelo, acerca da homoscedasticidade e autocorrelação dos resíduos e de wald para os coeficientes) (Gujarati & Porter, 2011; Brooks, 2014). Acerca da normalidade dos resíduos, Hardin e Hilbe (2018) defendem que os modelos lineares generalizados (GLM) são uma ampliação dos modelos lineares ordinários e podem ser usados quando seus resíduos apresentam distribuição diferente da normal (gaussiana).

Dentre as oito regressões que mostraram-se ajustadas, cinco não apresentaram significância para a variável de interesse (GI_Ag) e três obtiveram resultado positivo significativo. As cinco regressões ajustadas em cujas variáveis GI_Ag não mostraram-se significantes são evidências corroboradoras da perspectiva econômica de pesquisa (Tabela 1) em que o investidor ignora o GI constante do disclosure por considera-lo “conversa fiada”. Nesse caso, os períodos de mensuração da BAS foram um dia antes da publicação do ITR2 na dimensão social, no dia da publicação do D-CSR e um dia antes da publicação da DFP para a dimensão ambiental, e um dia antes da publicação do D-CSR e no dia da publicação do ITR2 para ambas as dimensões.

Por sua vez, as regressões cujas variáveis GI_Ag mostraram-se positivas trazem evidências, discutidas a seguir, indicadoras de um comportamento do investidor distinto do preconizado por Merkl-Davies e Brennan (2011).

¹ 4 relatórios (D-CSR, ITR2, ITR3 e DFP) X 5 datas AI (2A, 1A, D, 1D e 2D) X 3 dimensões

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Tabela 6: Resultado da regressão aplicada às duas dimensões (AI medido no dia da publicação D-CSR)
 $BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_Ag_{it} + \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$

Variável (Relação Esperada)	Coefficiente	Estatística Z	P-valor
C	-5.402987	-13.17922	0.0000
GI_Ag(+)	0.008988	2.133256	0.0329**
GRI(-)	-0.459471	-2.548179	0.0108**
LIQB(-)	-0.579566	-2.1666266	0.0303**
CANAL(-)	-0.074742	-2.285967	0.0223**
ROE(-)	0.005469	0.970221	0.3319
LIQC(-)	0.158670	2.004314	0.0450**
VOLA(+)	0.106966	1.175813	0.2397
Total de Obs:	81	Média	0.058661
Período	2016 2019	Mediana	-0.039184
Prob(LR-statistic)	0.000001	Máximo	2.886847
Pearson statistic	4.81E-06	Mínimo	-2.093224
		JB	4.076623
		Probabilidade	0.130248

Fonte: Dados da pesquisa. ** significância estatística 5%

Constata-se que cinco dentre as sete variáveis independentes mostraram-se significantes, inclusive a variável GI_Ag. Todas as variáveis de controle, à exceção da ‘liquidez corrente’ seguiram o sentido prescrito pela literatura. A variável GI_Ag indica que investidores precificam o GI no próprio dia da publicação do D-CSR, por meio do aumento da AI. Portanto, o investidor, diante desse GI, identifica um viés informacional no D-CSR o qual afeta o preço de venda da ação por meio do aumento do spread. Esse resultado é corroborado pelo estudo de Guillamon-Saorin, Isidro e Marques (2017) que encontrou resultado indicando que o mercado reage negativamente ao emprego de GI na narrativa por ocasião da publicação de resultados. As evidências encontradas foram significativas quando o GI estava presente em relatórios fora do padrão *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) em uma tentativa de influenciar o leitor acerca da persistência nos lucros (Guillamon-Saorin, Brennan & Pierce, 2017).

Esse fenômeno repetiu-se quando medido por ocasião da publicação dos resultados trimestrais de julho a setembro (ITR3). Nesse caso, o efeito deu-se, apenas, quando considerado o GI constante da dimensão ambiental do D-CSR.

Tabela 7: Resultado da regressão aplicada à dimensão ambiental (AI medido no dia da publicação ITR3)
 $BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_Ag_{it} + \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$

Variável (Relação Esperada)	Coefficiente	Estatística Z	P-valor
C	-4.718162	-4.955395	0.0000
GI_Ag(+)	0.015234	2.246005	0.0247**
GRI(-)	0.493385	5.180979	0.0000***
LIQB(-)	-6.444953	-5.438790	0.0000***
CANAL(-)	0.162391	2.006596	0.0448**
ROE(-)	-0.001209	-0.181218	0.8562
LIQC(-)	-0.992218	-3926706	0.0001**
VOLA(+)	-0.963700	-3.118088	0.0018**
Total de Obs:	209	Média	0.478815
Período	2016 2019	Mediana	-0.300416
Prob(LR-statistic)	0.000000	Máximo	5.685063
Pearson statistic	1.25E-05	Mínimo	-2.489525
		JB	8349.936
		Probabilidade	0.000000

Fonte: Dados da pesquisa. *** e ** significância estatística a 1%, 5%, respectivamente

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Seis dentre as sete variáveis independentes mostraram-se significantes, inclusive GI_Ag. Duas das variáveis de controle (qualidade do disclosure-GRI e volatilidade-VOLA) não seguiram o sentido prescrito pela literatura, e a variável GI_Ag indica que investidores precificam o GI constante do relatório de sustentabilidade algum tempo depois de sua divulgação, no dia da publicação do ITR3.

Trata-se de um indício de que a informação com teor ambiental anteriormente divulgada combinada a informação financeira atual deflagra uma decisão do investidor desfavorável à empresa. Nesse caso, o investidor, utiliza-se de informações públicas passadas referentes à percepção do nível de GI em sustentabilidade (dimensão ambiental), combinando-as à informações financeiras atuais (ITR3). Mesmo que a percepção acerca do GI na dimensão ambiental do D-CSR tenha se efetivado algum tempo depois, por ocasião da publicação do ITR3, esse efeito é corroborado pelo estudo de Guillamon-Saorin, Isidro e Marques (2017) combinado ao defendido por Kim e Verrechia (1994) acerca da maior incidência de AI em épocas de anúncios de resultados.

Verificou-se, ainda, a presença significativa do fenômeno um dia após a publicação do ITR3, porém, impelido, apenas, pelo GI constante da dimensão social do D-CSR, conforme resultados da tabela a seguir.

Tabela 8: Resultado da regressão aplicada à dimensão social (AI medido um dia depois da publicação do ITR3)

$$BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_{Ag_{it}} + \beta_2 ISD_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Variável (Relação Esperada)	Coefficiente	Estatística Z	P-valor
C	-0.852384	-0.758258	0.4483
GI_Ag(+)	0.063833	6.064844	0.0000***
ISD(-)	-0.113001	-4.288189	0.0000***
LIQB(-)	-5.955232	-4.839391	0.0000***
CANAL(-)	0.166428	2.361223	0.0182**
ROE(-)	-0.005046	-0.672775	0.5011
LIQC(-)	-1.631473	-5.717467	0.0000***
VOLA(+)	-0.567744	-1.457741	0.1449
Total de Obs:	207	Média	0.518843
Período	2016 2019	Mediana	0.360171
Prob(LR-statistic)	0.000000	Máximo	3.714856
Pearson statistic	9.54E-05	Mínimo	-2.120223
		JB	42.68156
		Probabilidade	0.000000

Fonte: Dados da pesquisa. ***e ** significância estatística a 1% e 5%, respectivamente

Cinco dentre as sete variáveis independentes mostraram-se significantes, inclusive a variável GI_Ag. Todas as variáveis de controle seguiram o sentido prescrito pela literatura, à exceção da variável 'cobertura de analistas' (CANAL).

Diante do GI constante de uma informação da dimensão social do D-CSR publicada anteriormente, o investidor identifica um viés informacional que afeta o preço de venda da ação por meio do aumento do spread na data da publicação do relatório trimestral referente a um momento posterior. Trata-se de um indício de que uma informação com teor social anteriormente divulgada combinada a uma informação financeira atual deflagrou uma decisão do investidor desfavorável à empresa. A percepção acerca do GI na dimensão social do D-CSR efetivada algum tempo depois (um dia após a publicação do ITR3) é corroborado pelo estudo de Guillamon-Saorin, Isidro e Marques (2017) combinado ao defendido por Kim e Verrechia (1994) acerca da maior incidência de AI em épocas de anúncios de resultados.

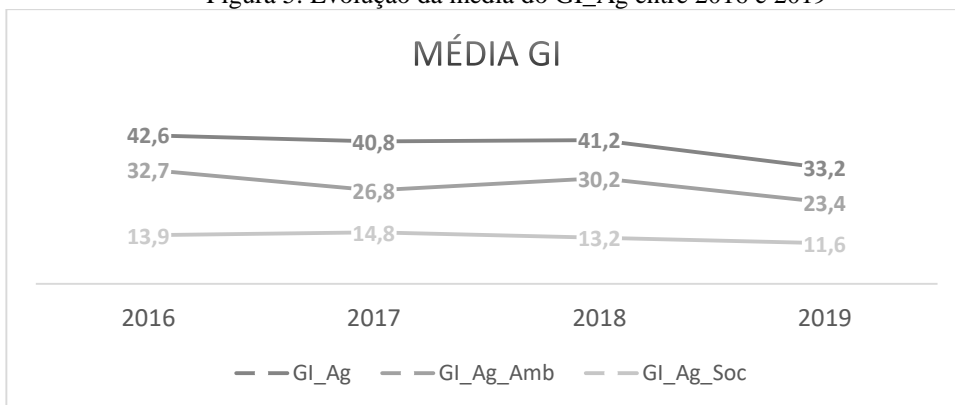
São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Nesse caso, o mercado em sua forma semiforte (informações públicas) reagiria ao combinar informações passadas (nível de GI social) com informações presentes (ITR3) em um tempo de reação maior comparado à situação anterior (nível de GI ambiental do relatório de sustentabilidade combinada à informação financeira do ITR3).

É importante notar que as evidências encontradas ocorreram apenas na publicação do próprio relatório de sustentabilidade (D-CSR) e do relatório referente ao terceiro trimestre (ITR3). Isso pode ser explicado pela tempestividade (D-CSR) e pelo casamento cronológico das informações (ITR3). Verificou-se que a mediana da publicação dos D-CRS foi 26 de junho, momento em que a maioria das empresas já enviaram o ITR2 à CVM cujo prazo derradeiro é 15 de agosto. No caso do envio do ITR3 (prazo final de envio 15 de novembro), há tempo hábil para analistas confrontarem informações constantes da publicação do D-CSR com aquela divulgação. Os demais envios (ITR1 e DFP) são realizados antes da publicação dos D-CSR o que impossibilita o emprego das informações constantes desse relatório combinada aqueles.

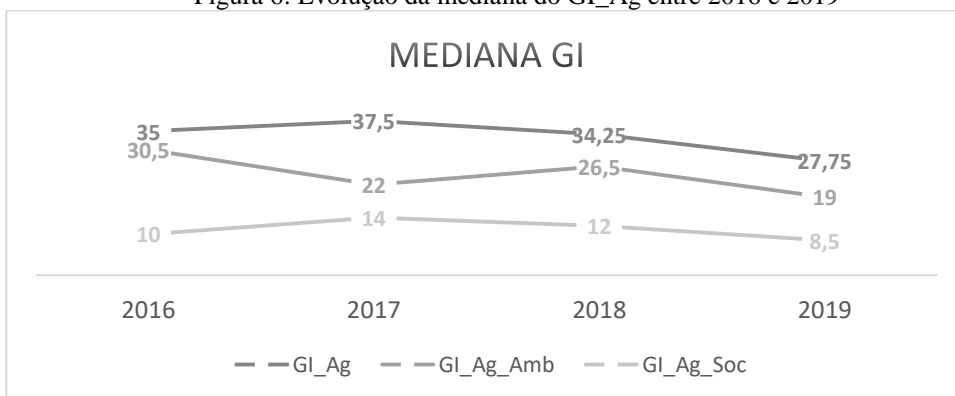
Por fim, foi possível verificar, com base nas figuras a seguir, uma tendência gradual na redução do emprego de GI nos relatórios de sustentabilidade da amostra.

Figura 5: Evolução da média do GI_Ag entre 2016 e 2019



Fonte: dados da pesquisa

Figura 6: Evolução da mediana do GI_Ag entre 2016 e 2019



Fonte: dados da pesquisa

Considerada a totalidade das duas dimensões (social e ambiental), a média (mediana) do GI_Ag teve uma redução de 22% (34%), passando de 42,6 (35) para 33,2 (27,5). Ainda, com base na análise do conteúdo dos relatórios de sustentabilidade observou-se que essa foi acompanhada por uma tendência de aperfeiçoamento na qualidade do disclosure. Essa percepção do pesquisador foi corroborada pelo coeficiente negativo e significativo das variáveis



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

representativas da qualidade do disclosure (GRI e ISD) em cinco das oito regressões ajustadas do estudo.

Assim, de maneira geral, na amostra pesquisada, há evidências de que a qualidade dos relatórios de sustentabilidade aumentou entre 2016 e 2019 e esse aperfeiçoamento foi seguido pela redução do emprego de GI. Essa tendência pode ser explicada pelo esforço de divulgação das empresas e pelo trabalho das organizações editoras de *frameworks* (GRI e IIRC) no sentido de aumentarem a materialidade dos conteúdos divulgados em relatórios de sustentabilidade. Em consequência houve redução do *spread* o que significa, em outras palavras e conforme a Teoria do Disclosure Voluntário, que a oferta de compra pelas ações das empresas (*bid*) variou de forma a se aproximar mais do preço de venda (*ask*).

O conjunto dos resultados encontrados apresenta evidências de que o GI é percebido desfavoravelmente pelo investidor, agregando ao estudo de Guillamon-Saorin, Isidro e Marques (2017) mais uma tendência às indicadas por Merkl-Davies e Brennan (2011). Conforme essas autoras (Tabela 1), até aquele momento, as pesquisas predominantemente consideravam que o GI era ignorado (racionalidade econômica) ou não era percebido por investidores (racionalidade limitada). Ainda, para as perspectivas alternativas (racionalidades substantiva e como construto social), o GI constante da narrativa contábil era percebido favoravelmente por investidores (Merkl-Davies & Brennan, 2011).

A possibilidade apontada pelo estudo no sentido de que o emprego de GI em D-CSR gera desconfiança entre investidores e consequente aumento da AI vai ao encontro da iniciativa de se criar um padrão em divulgação de relatórios de sustentabilidade, conforme o proposto pelo IASB (ISSB-*International Sustainability Standards Board*) ao final de 2020 (IASB, 2020). O ISSB busca estabelecer uma base global abrangente de padrões de divulgação relacionados à sustentabilidade que forneçam aos investidores informações sobre os riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade das empresas, apoiando-os na tomada de decisões (IASB, 2020).

Por fim, diante de tal nível de sensibilidade dos investidores acerca do relatório de sustentabilidade e com base na percepção negativa apontada por Lock e Seele (2016) acerca da credibilidade desse tipo de relatório, é útil para indicar a necessidade de que reguladores avaliem a necessidade de evoluir de um processo de asseguuração de relatórios para auditoria, especialmente por se tratar de informações de natureza voluntária, comportando maior nível de discricionariedade por parte do gestor para o emprego do GI.

5. Considerações Finais

Com objetivo de verificar se o emprego do gerenciamento da impressão (GI) constante de relatórios de sustentabilidade (D-CSR) está associado a maiores níveis de assimetria informacional (AI), este estudo mensurou o nível de GI em D-CSR, com base no índice proposto por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) de forma adaptada.

As evidências apontam que as empresas analisadas neste estudo tiveram, no período de 2016 a 2019, uma tendência de redução do nível de GI, tanto na dimensão social quanto na ambiental. Considerado o resultado total das duas dimensões, a média (mediana) do nível de gerenciamento da impressão mensurado teve uma redução de 22% (34%), passando de 42,6 (35 para 33,2 (27,5). Há duas possíveis razões para tal decréscimo: (i) percepção do gestor acerca dos investidores reagirem negativamente ao uso de gerenciamento da impressão; (ii) melhoria na qualidade dos frameworks ter considerado o uso desse expediente.

Em relação a hipótese central do estudo – se empresas brasileiras com maiores níveis de GI no D-CSR possuem maior AI – é possível afirmar que ela não foi rejeitada, demonstrando que as técnicas utilizadas por gestores sobre as narrativas nos relatórios são percebidas pelos investidores de forma a atribuir um maior risco à esse tipo de relatório.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Os resultados evidenciaram que o emprego de GI é precificado pelos investidores, via precificação das ações, corroborando a versão semiforte da hipótese de eficiência de mercado, que refere-se à incorporação aos preços das ações, acerca do uso das informações disponíveis (passadas e presentes) de forma eficiente.

Portanto, a principal contribuição deste estudo à literatura contábil é a evidência empírica de que o mercado considera o GI constante da narrativa em sustentabilidade ao avaliar uma empresa com o intuito de precificar suas ações. Como implicações práticas dos resultados desta pesquisa, levanta-se a questão acerca da necessidade desses relatórios passarem por um processo de assecuração independente, bem como variáveis que permitam sua verificabilidade, inclusive por parte dos usuários externos por meio do cruzamento de informações. Essa implicação prática busca reduzir o uso do GI pelos gestores (atualmente conhecido também como *greenwashing*) de modo a trazer maior credibilidade as informações relativas as ações organizacionais direcionadas à responsabilidade social e sustentabilidade (Michelon *et al.*, 2015; Kurpierz & Smith, 2020; Torelli, Balluchi, & Lazzini, 2020).

Quanto a sugestões para trabalhos futuros, pode-se indicar a realização de pesquisas com o fulcro de automatizar a codificação do nível de GI, de forma a tornar mais célere a análise de dados. Nesse mister, deve-se priorizar partes/etapas do processo de codificação da narrativa contábil em D-CSR cuja capacidade humana de interpretação não seja essencial, como no caso do emprego da técnica da ‘Enfatização’. Sugere-se, ainda, a realização de estudos que ampliem o modelo de codificação proposto, contemplando outras técnicas, como a compreensibilidade (legibilidade).

REFERÊNCIAS

- Aerts, W. (2005). Picking up the pieces: impression management in the retrospective attributional framing of accounting outcomes. *Accounting, organizations and society*, 30(6), 493-517.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of financial Economics*, 17(2), 223-249.
- Amiram, D., Owens, E., & Rozenbaum, O. (2016). Do information releases increase or decrease information asymmetry? New evidence from analyst forecast announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 62(1), 121-138.
- Arrington, C. E., & Puxty, A. G. (1991). Accounting, interests, and rationality: a communicative relation. *Critical Perspectives on Accounting*, 2(1), 31-58.
- Baginski, S. P.; Hassell, J. M., & Hillison, W. A. (2000). Voluntary causal disclosures: Tendencies and capital market reaction. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 371-389.
- Beattie, V. (2014). Accounting narratives and the narrative turn in accounting research: Issues, theory, methodology, methods and a research framework. *The British Accounting Review*, 46(2), 111-134.
- Boiral, O. (2016). Accounting for the unaccountable: Biodiversity reporting and impression management. *Journal of business ethics*, 135(4), 751-768.
- Brennan, N. M.; Guillamon-Saorin, E. & Pierce, A. (2009). Methodological Insights: Impression management: developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures—a methodological note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(5), 789-832.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Brennan, N. M., Merkl-Davies, D. M., & Beelitz, A. (2013). Dialogism in corporate social responsibility communications: Conceptualising verbal interaction between organisations and their audiences. *Journal of Business Ethics*, 115(4), 665-679.
- Brooks, C.. (2014) *Introductory Econometrics for Finance*. 3^a edition. Cambridge: Cambridge University Press.
- Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*, 50(1), 1-15.
- Brown, S., & Hillegeist, S. A. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of accounting studies*, 12(2), 443-477.
- Calegari, I. P.; Gonçalves, R. S; Serrano, A. L. M.; Rodrigues, J. M. (2016). Efeitos da reputação corporativa no custo de capital próprio em empresas brasileiras listadas. *Revista Universo Contábil*, v. 12, n. 1, p. 178-198.
- Chaidali, P. P., & Jones, M. J. (2017). It's a matter of trust: Exploring the perceptions of Integrated Reporting preparers. *Critical Perspectives on Accounting*, 48, 1-20.
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2018). Does corporate social responsibility affect information asymmetry?. *Journal of business ethics*, 148(3), 549-572.
- CVM. Comissão de Valores Mobiliários (2009). *Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários*. Recuperado em 10 maio, 2018, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>
- Demsetz, H. (1968). The cost of transacting. *The quarterly journal of economics*, 82(1), 33-53.
- Diouf, D., & Boiral, O. (2017). The quality of sustainability reports and impression management: A stakeholder perspective. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*..
- 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.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Garcia, E. A. D. R., Sousa-Filho, J. M. D., & Boaventura, J. M. G. (2018). The influence of social disclosure on the relationship between Corporate Financial Performance and Corporate Social Performance. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29, 229-245.
- Gatti, L., Seele, P., & Rademacher, L. (2019). Grey zone in-greenwash out. A review of greenwashing research and implications for the voluntary-mandatory transition of CSR. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1), 1-15. <https://doi.org/10.1186/s40991-019-0044-9>
- Girão, L. F. D. A. P., & Machado, M. R. (2013). A produção científica sobre assimetria informacional em periódicos internacionais de contabilidade. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 5(1).
- Godfrey, J., Mather, P., & Ramsay, A. (2003). Earnings and impression management in financial reports: The case of CEO changes. *Abacus*, 39(1), 95-123.
- Guespin, L. (1971). Problématique des travaux sur le discours politique. *Langages*, n. 23, p. 3-24.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Guillamon-Saorin, E., Isidro, H., & Marques, A. (2017). Impression management and non-GAAP disclosure in earnings announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(3-4), 448-479.

GRI. Global Reporting Initiative. (2019). *Integrated Reporting*. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/information/current-priorities/integrated-reporting/Pages/default.aspx>

Hand, J. R. (1990). A test of the extended functional fixation hypothesis. *Accounting Review*, 740-763.

Hardin, J. W., Hilbe, J. M.. *Generalized Linear Models And Extensions*. Stata press, 2018.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.

IASB. International Accounting Standard Board. (2018) *Conceptual Framework for Financial Reporting*. London: IFRS Foundation.

IASB. *Consultation Paper on Sustainability Reporting*. (2020). London: IFRS Foundation.

IIRC. International Integrated Reporting Council. (2021) *International Integrated Framework*. International <IR> Framework January 2021. Disponível em: [International <IR> Framework | Integrated Reporting](#).

Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of accounting and economics*, 17(1-2), 41-67.

Kurpierz, J. R., & Smith, K. (2020). The greenwashing triangle: adapting tools from fraud to improve CSR reporting. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2018-0272>

Leung, S., Parker, L., & Courtis, J.(2015). Impression management through minimal narrative disclosure in annual reports. *The British Accounting Review*, v. 47, n. 3, p. 275-289.

Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of accounting research*, 91-124.

Lock, I., & Seele, P. (2016). The credibility of CSR (corporate social responsibility) reports in Europe. Evidence from a quantitative content analysis in 11 countries. *Journal of Cleaner Production*, 122, 186-200.

Loughran, T., McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, v. 66, n. 1, p. 35-65.

Martínez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D., & García-Sánchez, I. M. (2016). The causal link between sustainable disclosure and information asymmetry: The moderating role of the stakeholder protection context. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(5), 319-332.

Merkel-Davies, D. (2007). *The obfuscation hypothesis re-examined: Analyzing impression management in corporate narrative report documents*. Bangor University (United Kingdom).

Merkel-Davies, D., & Brennan, N. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management. *Journal of Accounting Literature*, 26(1), 116-196.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Merkel-Davies, D. M., Brennan, N. M., & McLeay, S. J. (2011). Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: A social psychology perspective. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.
- Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information.
- Michelon, G., Pilonato, S., & Ricceri, F. (2015). CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis. *Critical perspectives on accounting*, 33, 59-78.
- O'hara, Maureen. (1997). *Market Microstructure Theory*. Wiley.
- Oliveira, R. X., de Souza Goncalves, R., de Medeiros, O. R., & Fernandes, B. V. R. (2018). Cobertura de analistas de mercado e social disclosure: evidências em empresas brasileiras abertas. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 024-046.
- Rutherford, B. A. (2003). Obfuscation, textual complexity and the role of regulated narrative accounting disclosure in corporate governance. *Journal of management and governance*, 7(2), 187-210.
- Silva, M. D. O. P.. (2018). *O efeito do sentimento das notícias sobre o comportamento dos preços no mercado acionário brasileiro*. Tese de Doutorado, Universidade de Brasília, Brasília, Brasil.
- Solomon, J. F., Solomon, A., Joseph, N. L., & Norton, S. D. (2013). Impression management, myth creation and fabrication in private social and environmental reporting: Insights from Erving Goffman. *Accounting, organizations and society*, 38(3), 195-213.
- Szabo, S., & Webster, J. (2021). Perceived greenwashing: the effects of green marketing on environmental and product perceptions. *Journal of Business Ethics*, 171(4), 719-739.
- Torelli, R., Balluchi, F., & Lazzini, A. (2020). Greenwashing and environmental communication: Effects on stakeholders' perceptions. *Business strategy and the Environment*, 29(2), 407-421. <https://doi.org/10.1002/bse.2373>
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of accounting and economics*, 5, 179-194.
- Verrecchia, R. E.. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary accounting research*, 11(2), 801-827.