

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE**

MARIANA DE OLIVEIRA CAVALHEIRO

**RELAÇÃO ENTRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E
GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO EM COMPANHIAS ABERTAS LISTADAS
NA B3 S. A. BRASIL BOLSA BALCÃO**

Porto Alegre

2019

MARIANA DE OLIVEIRA CAVALHEIRO

**RELAÇÃO ENTRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E
GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO EM COMPANHIAS ABERTAS LISTADAS
NA B3 S. A. BRASIL BOLSA BALCÃO**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Orientador: Prof^a Dr^a. Fernanda Gomes Victor

Porto Alegre

2019

CIP - Catalogação na Publicação

Cavalheiro, Mariana de Oliveira

Relação entre gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento de impressão em companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão / Mariana de Oliveira Cavalheiro. -- 2019.

93 f.

Orientadora: Fernanda Gomes Victor.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Porto Alegre, BR-RS, 2019.

1. Gerenciamento de resultados. 2. Gerenciamento de impressão. 3. Discricionariedade. 4. Relatórios de administração. I. Victor, Fernanda Gomes, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

MARIANA DE OLIVEIRA CAVALHEIRO

**RELAÇÃO ENTRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E
GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO EM COMPANHIAS ABERTAS LISTADAS
NA B3 S. A. BRASIL BOLSA BALCÃO**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Aprovada em: Porto Alegre, 26 de fevereiro de 2019.

BANCA EXAMINADORA:

Prof.^a Dr.^a. Fernanda Gomes Victor – Orientadora

UFRGS

Prof. Dr. Edilson Paulo

UFRGS

Prof.^a Dr.^a. Maria Ivanice Vendruscolo

UFRGS

Prof. Dr. Julio Cesar Araujo da Silva Junior

UFOP

RESUMO

Sabe-se que o processo contábil é composto pelas etapas de reconhecimento, mensuração e evidenciação, e que existe certa discricionariedade em cada uma dessas etapas. Dessa forma, com o uso dos aspectos discricionários nas informações contábeis, surgem os conceitos de gerenciamento de resultados e gerenciamento de impressão. A diferença entre essas duas práticas é que enquanto a primeira está relacionada ao uso da discricionariedade no momento do reconhecimento e mensuração, a segunda ocorre no momento da evidenciação contábil. O objetivo da presente dissertação foi explorar a relação existente entre o gerenciamento de resultados contábeis por *accruals* e o gerenciamento de impressão em companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão, durante os anos de 2010 a 2017. Para tanto, a fim de atender ao objetivo de pesquisa proposto, esta dissertação é composta por duas etapas, sendo cada uma representada por um artigo. A primeira etapa buscou identificar o gerenciamento de impressão nos relatórios de administração e a performance financeira das companhias abertas listadas na B3. A segunda etapa procurou avaliar o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e sua relação com o uso de tons anormais pelas companhias abertas listadas na B3. Para a realização da pesquisa os dados financeiros foram obtidos com o auxílio da base de dados Economatica, e a partir da análise do conteúdo de 1.576 relatórios de administração coletados manualmente do portal da CVM. O tom anormal, proxy do gerenciamento de impressão, foi calculado com base no estudo de Carlsson e Lamti (2015) e os *accruals* discricionários, proxy do gerenciamento de resultados, foram mensurados pelo modelo Jones Modificado, de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). Pelos achados desta dissertação, infere-se que, em média, as companhias da amostra gerenciaram mais a impressão positivamente do que negativamente e que empresas com melhor performance financeira tendem a se utilizar menos do gerenciamento de impressão. Ainda, os resultados evidenciaram que, em média, as empresas analisadas gerenciaram mais o resultado para aumentá-lo do que para diminuí-lo. Finalmente, não foi encontrada uma associação positiva entre o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão, contrariando o que foi encontrado anteriormente na literatura. Dessa maneira, espera-se que essa dissertação contribua com o meio acadêmico, pois apresenta um dicionário de palavras classificadas em positivas e em negativas traduzido e adaptado para o contexto da língua portuguesa. Também, espera-se contribuir para diminuir os incentivos que os gestores têm para gerenciarem as informações, pois, com maior conhecimento sobre o tema, os usuários poderão fiscalizar e detectar quando essas práticas ocorrerem, assim como a teoria da Agência defende.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Gerenciamento de impressão. Discricionariedade. Relatórios de administração.

ABSTRACT

Because Accounting is a social science that allows certain discretion in the steps of recognition, measurement and disclosure of its numerical information, the concepts of earnings management and impression management arise. The difference between these two practices is that the earnings management is related to the use of discretion at the time of recognition and measurement, while the impression management occurs at the time of disclosure. Therefore, this thesis aims to explore the relationship between earnings management through accruals and impression management in public companies listed in B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão, during the years of 2010 to 2017. Thus, in order to reach the proposed research objective, this thesis is composed of two stages, each one represented by an article. The first step was to identify impression management in management reports and the financial performance of the public companies listed in B3. The second step, on the other hand, sought to evaluate earnings management through discretionary accruals and to analyze the relationship between the use of discretionary accruals and the use of abnormal tone by public companies listed in B3. In order to conduct the research, the financial data was taken from the Economatica database and 1,576 management reports were manually collected from the CVM portal. The abnormal tone, impression management proxy, was calculated based on Carlsson and Lamti (2015) study and the discretionary accruals, proxy of earnings management, were measured by the Modified Jones model of Dechow, Sloan and Sweeney (1995). In general, from the findings of this thesis, it was found that, on average, the sample companies managed the impression more positively than negatively and that companies with better financial performance tended to use less of impression management. Moreover, the results showed that, on average, the companies analyzed managed the result more to increase it than to reduce it. Finally, it was not possible to find a positive association between earnings management and impression management, as was previously found in the literature. Hence, it is expected that this thesis can contribute to the academic environment, because it presents a dictionary of words classified into positive and negative translated and adapted to the context of the Portuguese language. Also, it is hoped to contribute to diminish the incentives that managers have to manage the information, since, with more knowledge on the subject, the users will be able to inspect and detect when these practices occur, as Agency theory defends.

Keywords: Earnings management. Impression management. Discretion. Management reports.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estrutura da dissertação	16
Figura 2 - Processo de legitimação.....	21
Figura 3 – Desenho da pesquisa.	27
Figura 4 – Nuvem de palavras positivas.....	36
Figura 5 - Nuvem de palavras negativas.	37
Figura 6 - Problemas enfrentados pela Teoria da Agência.....	53
Figura 7 – Desenho da pesquisa.	61
Figura 8 – Distribuição da amostra por setor.	69

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Variáveis das Equações (2): Tom <i>versus</i> performance financeira.....	29
Quadro 2 - Variáveis das Equações (3) :TAPOS <i>versus</i> desempenho financeiro.....	31
Quadro 3 – Resumo dos testes Hipótese 1	38
Quadro 4 – Resumo dos testes Hipótese 2	42
Quadro 5 - Variáveis da Equações (4).....	65
Quadro 6 - Variáveis das Equações (5): Tom anormal <i>versus accruals</i> discricionários.....	67
Quadro 7 – Resumo dos testes da hipótese da pesquisa	74

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Amostra.....	26
Tabela 2 - Distribuição de amostra entre setores.....	33
Tabela 3 – Uso do Tom Anormal por Setor	34
Tabela 4 – Uso das palavras por setor	34
Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis.....	35
Tabela 6 – Resultados dos testes de validação dos modelos para estimação	38
Tabela 7 – Resultado das Equações (2)	37
Tabela 8 – Resultado das Equações (3)	42
Tabela 9 – Correlação de Pearson	41
Tabela 10 – Teste Variance Inflation Factor	43
Tabela 11 - Amostra	60
Tabela 12 – Estatística descritiva das variáveis.....	69
Tabela 13 - Estatística descritiva Jones Modificado.....	68
Tabela 14 - Estatística Descritiva das acumulações discricionárias estimadas pelo Jones Modificado	71
Tabela 15 - Resultados dos testes de validação dos modelos para estimação.....	72
Tabela 16 - Resultado das regressões.....	72
Tabela 17 - Correlação de Pearson	74
Tabela 18 - Teste Variance Inflation Factor.....	75
Tabela 19 - Jones Modificado ano 2010.....	87
Tabela 20 - Jones Modificado ano 2011.....	87
Tabela 21 - Jones Modificado ano 2012.....	87
Tabela 22 - Jones Modificado ano 2013.....	87
Tabela 23 - Jones Modificado ano 2014.....	88
Tabela 24 - Jones Modificado ano 2015.....	88
Tabela 25 - Jones Modificado ano 2016.....	88
Tabela 26 - Jones Modificado ano 2017.....	88

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA	11
1.2	OBJETIVOS	12
1.2.1	Objetivo Geral	12
1.2.2	Objetivos Específicos.....	12
1.3	JUSTIFICATIVA	13
1.4	DELIMITAÇÃO DO ESTUDO E PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	14
1.5	ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	15
2	ARTIGO 1.....	17
2.1	INTRODUÇÃO.....	18
2.2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	20
2.2.1	Gerenciamento de impressão na Contabilidade.....	20
2.2.2	Estudos Relacionados.....	22
2.3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	25
2.3.1	Características da pesquisa	25
2.3.2	Mensuração do gerenciamento de impressão	27
2.3.3	Desenvolvimento das hipóteses e dos modelos	30
2.4	ANÁLISE DOS DADOS	32
2.4.1	Análise por setor	33
2.4.2	Estatística descritiva da amostra	35
2.4.3	Determinantes do gerenciamento de impressão	38
2.4.3.1	Determinantes do tom total	38
2.4.3.2	Determinantes do tom anormal positivo	40
2.4.3.3	Teste de correlação de Pearson e Variance Inflation Factor.....	42
2.5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
	REFERÊNCIAS	45
3	ARTIGO 2.....	49
3.1	INTRODUÇÃO.....	50
3.2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	52
3.2.1	O Conflito Principal-Agente.....	52
3.2.2	Definição de práticas de Gerenciamento de Resultados	54
3.2.3	Relação entre Gerenciamento de Impressão e de Resultados	55

3.3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	58
3.3.1	Classificações da pesquisa e amostra	58
3.3.2	Mensuração do gerenciamento de resultados e de impressão	60
3.3.3	Desenvolvimento da hipótese e do modelo	65
3.4	ANÁLISE DOS DADOS	68
3.4.1	Estatística descritiva da amostra	68
3.4.2	Análise do modelo Jones Modificado.....	70
3.4.3	Análise da relação entre GR e GI	72
3.5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	75
	REFERÊNCIAS	78
4	CONCLUSÕES	81
	REFERÊNCIAS	83
	APÊNDICE A - E-MAIL PARA VALIDAÇÃO DO DICIONÁRIO.....	86
	APÊNDICE B - RESULTADOS DO MODELO JONES MODIFICADO POR ANO.....	87
	ANEXO A - DICIONÁRIO DE PALAVRAS POSITIVAS E NEGATIVAS.....	89

1 INTRODUÇÃO

O objetivo principal das divulgações corporativas é comunicar informações aos usuários do mercado, a fim de reduzir a assimetria de informações e os conflitos de agência entre os gerentes de uma empresa e os seus *stakeholders* (BOCMARU, 2015). Ainda, segundo a autora, a comunicação da companhia com os seus usuários se dá tanto por meio de informações numéricas quanto por meio de narrativas em relatórios.

Contudo, a Contabilidade é uma ciência social que permite certa discricionariedade nas etapas de reconhecimento, mensuração e evidenciação de suas informações numéricas (SANTOS; SCARPIN, 2011). Nesse contexto, surge o conceito de gerenciamento de resultados (GR), que, segundo Healy e Wahlen (1998), ocorre quando os administradores, ao se utilizarem de seu julgamento no relatório financeiro, gerenciam seus resultados alterando esses relatórios por meio de transações contábeis.

Há diversas maneiras de os administradores gerenciarem o resultado financeiro de uma companhia, e uma delas é por meio do uso de *accruals* (MARTINEZ, 2001). Os *accruals* são as contas relacionadas ao regime de competência e que representam o resultado no sentido econômico, independentemente da realização financeira das operações (PAULO, 2007). Ainda, Dechow e Dichev (2002) defendem que os *accruals* são ajustes temporários que alteram os fluxos de caixa dos diversos períodos e isso ocorre por meio de premissas e estimativas. Dessa forma, representam a diferença entre o lucro líquido e os fluxos de caixa de uma companhia (LI; McDOWELL; MOORE, 2008).

Existem também outros meios para as companhias gerenciarem a imagem de sua empresa e um deles é o gerenciamento de impressão. Apesar de possuírem propósitos semelhantes, a diferença entre o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão é que, enquanto aquele se preocupa em gerenciar os números em demonstrações financeiras, este tem como foco distorcer palavras ou ilustrações nas narrativas divulgadas ao mercado (SAORIN; OSMA, 2010). Dessa forma, o gerenciamento de resultados está relacionado ao uso da discricionariedade no momento do reconhecimento e mensuração (MARTINEZ, 2013), enquanto que o gerenciamento de impressão ocorre no momento da evidenciação contábil (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2007).

No gerenciamento de impressão, de acordo com Hooghiemstra (2000), os administradores podem tentar influenciar a percepção que as pessoas têm de sua empresa, se utilizando de artifícios para parecerem favoráveis aos outros. Isso implica que os gestores realizam o gerenciamento de impressão e usam os relatórios da empresa como meios para

estrategicamente manipular as percepções e, por consequência, as decisões dos *stakeholders* (YUTHAS; ROGERS; DILLARD, 2002).

Carlsson e Lamti (2015) investigaram a relação entre o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão nas companhias abertas de Londres no ano de 2013. Em sua pesquisa, além do gerenciamento de resultados, tiveram como foco o gerenciamento de impressão nos relatórios de administração, pela análise do tom anormal empregado nas divulgações. O resultado encontrado pelas autoras foi que há uma relação positiva entre esses dois tipos de gerenciamento, isto é, o uso de tom anormal nos relatórios está positivamente associado ao uso de *accruals* discricionários.

No Brasil, já existem diversos estudos que tratam sobre gerenciamento de resultados, focando nas informações numéricas das divulgações. Porém, ainda há poucas pesquisas nacionais que investigaram o gerenciamento nas informações não-numéricas. Contudo, atualmente, conforme destacam Cunha e Silva (2009), as informações qualitativas, ou seja, aquelas que apresentam informações em narrativas ou ilustrações, ocupam a maior parte das demonstrações contábeis. Por isso, os autores indicam que alguns usuários poderiam estar usando mais esse tipo de informação (qualitativa) do que os dados numéricos divulgados pelas empresas em suas tomadas de decisões.

Dessa forma, dada a relevância e o poder de impacto que o gerenciamento de impressão possui (CUNHA; SILVA, 2009), observou-se uma lacuna na literatura brasileira, principalmente referente à relação entre essas duas práticas de gerenciamento. Nota-se que pela pesquisa realizada, contemplando as bases de dados Google Acadêmico, Ebsco, Scielo, Emerald, Proquest e Jstor, não foram constatados estudos nacionais relacionando os dois temas.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Sendo assim, tendo em vista a potencial prática de gerenciamento dos resultados e de gerenciamento de impressão pelos administradores das companhias abertas, foi formulado o seguinte problema de pesquisa: Como se dá a relação entre gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento de impressão em companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão?

1.2 OBJETIVOS

Nesta seção são apresentados os objetivos geral e específicos necessários à realização desta dissertação.

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral da pesquisa é **explorar a relação existente entre gerenciamento de resultados contábeis por *accruals* e gerenciamento de impressão em companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão, durante os anos de 2010 a 2017**. A escolha desse período se deu pelo fato de que a partir de 2010 o Brasil começou a adotar completamente as normas internacionais de Contabilidade – IFRS, havendo alterações nos processos contábeis (SANTOS; PONTE; MAPURUNGA, 2014). Logo, a inclusão de período anterior a 2010 poderia causar distorções nos resultados e exigiria controle dos efeitos das alterações legais sobre os números contábeis e padrões de divulgação, que por sua vez foram os mais diversos.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para que o objetivo geral desta pesquisa fosse alcançado, foram traçados como objetivos específicos:

- a) identificar o gerenciamento de impressão nos relatórios de administração das companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão;
- b) identificar a performance financeira das companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão;
- c) avaliar o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários nas companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão;
- d) analisar a relação entre o uso de *accruals* discricionários e o uso de tons anormais pelas companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão.

Dessa forma, a pesquisa é apresentada no formato de dois artigos, sendo um referente ao primeiro e segundo objetivos específicos e o outro referente ao terceiro e quarto objetivos específicos.

1.3 JUSTIFICATIVA

Analisar a relação entre o gerenciamento de resultados e de impressão é relevante, pois, diante do cenário econômico e político de desconfiança no qual o país está inserido, a preocupação com a qualidade da informação contábil vem aumentando ao longo dos anos (ZHAI; WANG, 2016; REN, 2016; DRUM; PERNSTEINER; REVAK, 2017; ALQOTAISH; QATAWNEH, 2017). Também, devido aos grandes escândalos das últimas décadas quanto à publicação de informações manipuladas das empresas norte americanas e europeias, houve um incentivo para uma maior discussão e preocupação sobre o assunto, tornando, assim, a pesquisa oportuna.

É importante conhecer como esses tipos de gerenciamento se comportam em conjunto e de que forma eles acontecem, pois o gerenciamento de resultados acaba por intervir com vistas a esconder a real performance operacional da empresa, criando entradas contábeis artificiais e/ou aumentando estimativas além do ponto razoável (MULFORD; COMISKEY, 2005). Também, no que se refere ao gerenciamento de impressão, a comunicação dos administradores influencia o debate na mídia e, ainda, as percepções dos investidores sobre a empresa (SAORIN; OSMA; JONES, 2009).

Apesar de se basear no estudo de Carlsson e Lamti (2015), no qual foi analisada a relação do gerenciamento de impressão e do gerenciamento de resultados das companhias abertas de Londres, o trabalho apresenta aspectos originais. No presente estudo, a pesquisa será aplicada em uma outra amostra, composta por companhias listadas na bolsa de valores oficial do Brasil, além de que a metodologia utilizada para a mensuração dos *accruals* totais (passo necessário para a estimação dos *accruals* discricionários) não será a mesma.

Além disso, segundo Saorin e Osma (2010), há uma quantidade muito limitada de estudos que analisaram a relação entre esses dois tipos de gerenciamento. Para corroborar o que os autores afirmaram, foi realizada uma busca sistemática para observar a quantidade de pesquisas que estudaram a relação entre o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão.

Além do trabalho de Carlsson e Lamti (2015), apenas outros três estudos internacionais foram encontrados, sendo eles os de Godfrey, Mather e Ramsay (2003), Saorin e Osma (2010) e Bocmaru (2015). A presente dissertação se diferencia desses estudos, pois Godfrey, Mather e Ramsay (2003) analisaram o gerenciamento de impressão em gráficos, enquanto que nesta pesquisa a análise será feita nas narrativas. Saorin e Osma (2010) mensuraram os *accruals* e utilizaram um modelo de regressão de forma diferente do proposto

neste estudo e Bocmaru (2015) analisou somente o comportamento de atribuição dos resultados para avaliar o gerenciamento de impressão, enquanto que neste projeto o foco também será no comportamento de ocultação (análise de palavras positivas e negativas). Vale ressaltar que não foi encontrado estudo brasileiro que relacionasse os dois assuntos.

Espera-se também que este estudo possa contribuir para melhor evidenciar a existência desses dois tipos de gerenciamento e de sua potencial relação. Isso se dá, pois os usuários das demonstrações poderão verificar como acontecem essas duas práticas e, possivelmente, fiscalizar as companhias. Com isso, é esperado também que a presente dissertação contribua para a diminuição dos incentivos que os administradores têm para manipular as informações, tendo em vista que haverá mais conhecimento sobre o assunto por parte dos *stakeholders*.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO E PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa está centrada na relação entre o gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários e o gerenciamento de impressão pelo uso do tom anormal no cenário empresarial brasileiro. Devido à disponibilidade das informações necessárias à execução da dissertação, o objeto de análise do estudo foram as companhias listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão.

A escolha dessas empresas também se deu, pois, segundo Sprenger (2016), elas estão inseridas em um contexto empresarial sujeito a conflitos de agência e de gerenciamento, pois há uma grande separação entre a propriedade e o controle dessas companhias. Todavia, foram excluídas as empresas que não apresentaram os dados financeiros necessários à pesquisa e as com problemas em seus relatórios de administração. Ainda, empresas do setor financeiro foram descartadas da amostra, tendo em vista que são regidas por regras contábeis específicas (DOMINGOS et al., 2017).

Quanto à identificação do gerenciamento de impressão, a presente dissertação se limita a mensurar o tom anormal presente nos relatórios de administração das companhias em análise. Por outro lado, o gerenciamento de resultados foi identificado por meio da mensuração dos *accruals* discricionários nas demonstrações contábeis divulgadas, pelo uso do modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

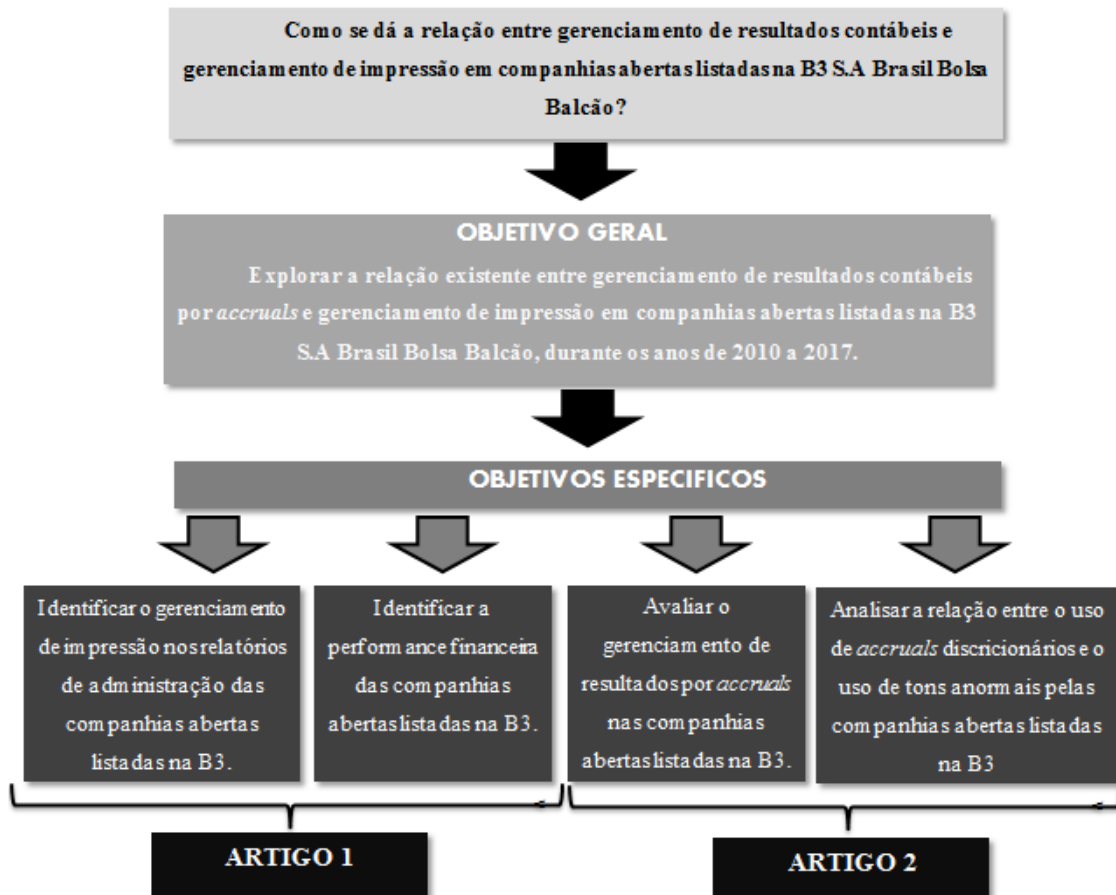
No que tange aos procedimentos metodológicos, a pesquisa se classifica como descritiva, quantitativa e documental. A coleta dos dados financeiros dos artigos 1 e 2 se deu por meio da base de dados da Economatica. Além disso, para verificar o tom anormal nas

narrativas contábeis, 1.576 relatórios de administração foram manualmente baixados do portal da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, e sua análise se deu pelo uso do *software* MAXQDA12, que permitiu a contagem das palavras positivas e negativas nas narrativas. Para tanto, inicialmente foi elaborado um dicionário contendo as palavras classificadas por Henry (2008) e Carlsson e Lamti (2015) em positivas e em negativas. Vale ressaltar que esse dicionário foi traduzido para a língua portuguesa e, após, validado por 3 profissionais brasileiros envolvidos com a elaboração e/ou leitura dos relatórios de administração, conforme APÊNDICE A.

1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

De forma a responder o problema de pesquisa e atender ao objetivo geral proposto, a dissertação foi realizada em duas etapas, representando, cada uma, um artigo. No primeiro artigo, busca-se cumprir os dois primeiros objetivos específicos da dissertação. No segundo, o terceiro e quarto objetivos específicos são atingidos. A Figura 1 ilustra a organização da pesquisa.

Figura 1 - Estrutura da dissertação



Fonte: Elaborada pela autora (2018).

Conforme ilustrado na Figura 1, a pesquisa é composta por dois artigos intitulados: 1) Gerenciamento de impressão nas companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão: o uso do tom anormal nos relatórios de administração e 2) Gerenciamento de resultados e gerenciamento de impressão pelas companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão: a relação entre o uso de *accruals* discricionários e tom anormal pelos administradores.

2 ARTIGO 1

GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO NAS COMPANHIAS ABERTAS LISTADAS NA B3 S. A. BRASIL BOLSA BALCÃO: O USO DO TOM ANORMAL NOS RELATÓRIOS DE ADMINISTRAÇÃO

IMPRESSION MANAGEMENT IN PUBLIC COMPANIES LISTED ON THE NEW B3 STOCK EXCHANGE: THE USE OF ABNORMAL TONE IN MANAGEMENT REPORTS

RESUMO

Cada vez mais há preocupações sobre se as informações retratadas nas narrativas contábeis descrevem fatos verdadeiros, ou se foram manipuladas de tal forma a influenciar as percepções dos leitores. Nesse sentido, o objetivo da pesquisa é analisar as características do gerenciamento de impressão por meio do uso de tom anormal nos relatórios de administração das companhias abertas listadas B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão, durante os anos de 2010 a 2017. Para tanto, foi realizado um estudo com abordagem do problema quantitativa, por meio documental com análise descritiva dos dados. Ainda, 1.576 relatórios de administração foram coletados manualmente no site da CVM. O tom anormal, proxy para o gerenciamento de impressão, foi mensurado segundo o estudo de Carlsson e Lamti (2015) e, após, foi analisada a sua relação com a performance financeira por meio de regressão com dados em painel com efeitos aleatórios. Os principais resultados evidenciaram que a probabilidade de se observar o uso de um tom anormal positivo (gerenciamento de impressão positivo) nos relatórios de administração diminui conforme o desempenho financeiro das empresas diminui. Espera-se que o presente trabalho permita um maior conhecimento sobre essa prática de gerenciamento e, dessa forma, os usuários consigam detectá-la mais facilmente.

Palavras-chave: Gerenciamento de impressão. Gerenciamento da informação. Tom anormal. Relatório de administração.

ABSTRACT

Increasingly, there are concerns about whether information portrayed in accounting narratives describes true facts, or whether they have been manipulated in a way that influences readers' perceptions. In this sense, this research aims to analyze the characteristics of impression management through the use of abnormal tone in management reports of public companies listed in B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão, during the years of 2010 to 2017. In order to do so, a study with quantitative problem approach was carried out through documentary analysis with descriptive data analysis. Still, 1,576 management reports were manually collected on the CVM portal. The abnormal tone, proxy for impression management, was measured according to the study of Carlsson and Lamti (2015) and, afterwards, its relation with the financial performance was analyzed through regression with panel data with random effects. The main results showed that the probability of observing the use of an abnormal positive tone (positive impression management) in management reports diminishes as the financial performance of companies decreases. It is expected that the present work will allow a greater knowledge about this management practice and, in this way, the users will be able to detect it more easily.

Keywords: Impression management. Information management. Abnormal tone. Management report.

2.1 INTRODUÇÃO

No contexto da contabilidade, os usuários geralmente associam divulgações financeiras somente a números (CARLSSON; LAMTI, 2015). Contudo, as narrativas contábeis, que são aquelas que não apresentam informações numéricas ou tentam explicá-las, representam um meio de comunicação financeira cada vez mais importante (CLATWORTHY; JONES, 2003). Cunha e Silva (2009) afirmam que elas podem ser encontradas em pronunciamentos de entidades reguladoras, processos legais e em relatórios corporativos, como, por exemplo, nos relatórios de administração.

Todavia, cada vez mais há preocupações sobre se as informações retratadas nessas narrativas descrevem fatos verdadeiros, ou se foram manipuladas de tal forma a influenciar as percepções dos leitores e, eventualmente, suas decisões de investimento (CEN; CAI, 2013). Cunha e Silva (2009) ainda ressaltam o fato de que na maioria dessas narrativas não é realizada auditoria, criando, dessa maneira, mais incentivos aos administradores reportarem a informação de maneira enviesada.

Nesse sentido, esse comportamento dos gestores que buscam explorar a assimetria de informação entre eles e os usuários externos através da manipulação de relatórios é chamado de gerenciamento de impressões (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2007). Na maioria das vezes, esse tipo de prática está associada à evidenciação voluntária da empresa, quando a entidade divulga as informações com o objetivo principal de construir a sua imagem corporativa de forma positiva e de tentar influenciar a opinião dos *stakeholders* (BONFIM et al., 2018).

Estudos sobre gerenciamento de impressão na área da contabilidade geralmente investigam manipulações dos administradores em gráficos (BEATTIE; JONES, 1992; MATHER et al., 2005; JONES, 2011; CHO et al., 2012; FALSCHLUNGER et al., 2015) e em narrativas contábeis (HENRY, 2008; HUANG et al., 2014; PATELLI; PEDRINI, 2014; BOZZOLAN et al., 2015; SAORIN et al., 2017). Dentre essas duas maneiras, o foco da presente pesquisa é analisar o tom utilizado nas narrativas contábeis dos relatórios de administração da amostra.

Esse tipo de relatório contábil tem forte poder de comunicação, segundo Silva et al. (2007), pois ele é menos técnico e mais descritivo do que outros documentos. Também, ele é utilizado pelas entidades para prestar contas dos atos praticados pela companhia e para apresentar expectativas sobre desempenhos futuros. Dessa forma, é importante analisar a forma com que os discursos dos administradores são divulgados nesse relatório, tendo em

vista que eles são considerados como enviesados por boa parte da literatura (SILVA et al. 2007).

Isso posto, o presente estudo dedica-se a responder à seguinte questão: *Quais as características do gerenciamento de impressão por meio do uso de tom anormal nos relatórios de administração das companhias abertas listadas B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão?* Nesse sentido, a pesquisa tem como objetivo analisar as características do gerenciamento de impressão por meio do uso de tom anormal nos relatórios de administração das companhias abertas listadas B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão, durante os anos de 2010 a 2017.

No âmbito nacional, Miranda et al. (2008), Cunha e Silva (2009), Maior et al. (2012), Penteadó (2013), Souza (2017) e Bonfim et al. (2018) realizaram estudos sobre o tema. Miranda et al. (2008), Maior et al. (2012), Penteadó (2013) e Bonfim et al. (2018) avaliaram a prática de gerenciamento de impressão por meio de distorções em gráficos. Por outro lado, Cunha e Silva (2009) e Souza (2017) tiveram sua análise nas narrativas contábeis, sendo que este avaliou o tom linguístico utilizado pelas companhias de sua amostra e aquele mediu o grau de facilidade de leitura nos relatórios de administração e nas notas explicativas.

É válido salientar que, apesar de ambas as pesquisas investigarem o tom utilizado nas narrativas contábeis, o presente artigo se diferencia daquele proposto por Souza (2017) em importantes aspectos. Souza (2017), diferentemente deste artigo, não utilizou-se de dicionário de palavras, realizando manualmente a codificação e análise das mesmas. Isso se deu pois sua amostra contou com apenas 47 empresas, enquanto que a do presente estudo é composta por 167 companhias, inviabilizando a análise manual das mesmas. Ainda, a diferença principal entre esta pesquisa e a de Souza (2017) é que o autor não dividiu a análise de tom em normal e anormal, enquanto que, neste estudo, a *proxy* do gerenciamento de impressão é apenas o tom anormal apresentado.

No que tange a sua organização, o artigo está subdividido em cinco seções, sendo a primeira esta de cunho introdutório. A segunda abrange a base teórica do tema da pesquisa. Em seguida, na terceira seção os procedimentos metodológicos utilizados para o desenvolvimento do estudo são apresentados, seguido da descrição e análise dos dados, na quarta seção. Finalmente, na quinta seção são apresentadas as considerações finais obtidas após análise dos resultados.

2.2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, são abordados os principais aspectos sobre o gerenciamento de impressão. Para tanto, primeiramente são apresentadas as características e os conceitos do gerenciamento de impressão, seguido dos estudos relacionados sobre o tema.

2.2.1 Gerenciamento de impressão na Contabilidade

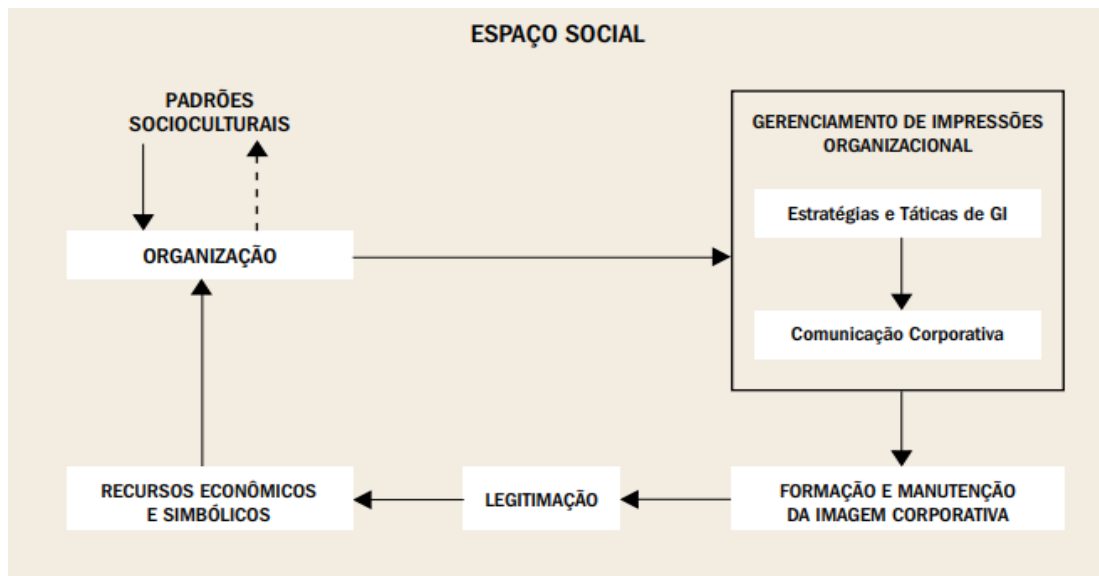
Segundo Schlenker (1980), o gerenciamento de impressão é uma atividade que tem como objetivo controlar ou regular informação para influenciar as impressões formadas pelos leitores. Seu conceito teve origem na psicologia social, mas, na Contabilidade, está relacionado à manipulação do conteúdo nas narrativas contábeis ou à distorção na apresentação de ilustrações nos relatórios corporativos, como gráficos ou imagens (BEATTIE; JONES, 2000). Também, ele é explicado pela Teoria da Agência como sendo o viés utilizado nas divulgações da empresa e como sendo o comportamento oportunista dos gerentes, que selecionam um estilo de apresentação e de conteúdo que seja benéfico para eles (BEATTIE; JONES, 2000).

De acordo com Michelin (2012), a construção da imagem corporativa, e consequentemente da legitimação da organização, é a maior motivação para os administradores gerenciarem a impressão das companhias. A Figura 2 mostra o processo dessa busca apresentado pelos autores.

Conforme é demonstrado na Figura 2, a organização está inserida em um espaço social que é composto por diversas exigências e padrões socioculturais esperados pela sociedade. Mendonça e Amantino-de-Andrade (2003) defendem que, nesse contexto, o gerenciamento de impressão ocorre por meio de uma comunicação, na qual são enviadas mensagens sobre a entidade, sejam reais ou fictícias, para atender à demanda da sociedade.

Hines (1988) explica como os administradores acabam por criar uma realidade na contabilidade, ao invés de simplesmente representá-la. Segundo o autor, é esperado desses administradores que eles comuniquem a realidade. Contudo, as pessoas já têm uma certa concepção da realidade. Por isso, os comunicadores acabam por refletir essa realidade criada pela sociedade para atender às suas expectativas. Pois, caso contrário, a credibilidade da empresa seria prejudicada (HINES, 1988). Esse processo está relacionado à formação e à manutenção da imagem corporativa, que, por consequência, impacta a legitimação dessas organizações.

Figura 2 - Processo de legitimação



Fonte: Mendonça e Amantino-de-Andrade (2003, p. 59).

Caso a entidade tenha êxito em atender às demandas da sociedade, conseguindo conquistar a legitimação em seu ambiente, ela passa a contar com os recursos econômicos e simbólicos que são necessários à sua sobrevivência (MENDONÇA; AMANTINO-DE-ANDRADE, 2003). Em alguns casos, após esse processo, a organização pode até influenciar os padrões socioculturais do ambiente no qual está inserida. Por isso, o processo de gerenciamento de impressão apresentado pelos autores é contínuo, visto que as empresas estão constantemente buscando legitimidade e sendo afetadas pelos seus *stakeholders*.

De acordo com Saorin e Osma (2010), existem diferentes técnicas empregadas nas narrativas dos gestores da organização que poderiam levar a percepções equivocadas sobre elas. Os autores afirmam que essa prática pode ocorrer nos relatórios anuais ou ainda em comunicados informais à imprensa. Isso se dá, pois essas informações que são divulgadas à imprensa permitem um alto nível de discricionariedade. Elas incluem informações que não são reportadas nas demonstrações financeiras (tanto qualitativas quanto quantitativas), o que permite práticas estratégicas de divulgação (SAORIN; OSMA, 2010).

Para Merkl-Davies e Brennan (2007), existem dois comportamentos que podem ocorrer no gerenciamento de impressão: o de ocultação ou o de atribuição. Os autores explicam que a ocultação pode acontecer de duas maneiras: ofuscando, omitindo ou disfarçando resultados e notícias negativas ou ainda ressaltando ou enfatizando resultados ou notícias positivas. Por outro lado, defendem que a atribuição é uma tática defensiva, na qual os administradores tentam afastar a culpa de resultados negativos de si.

Em se tratando da ocultação, Merkl-Davies e Brennan (2007) apresentaram algumas estratégias para gerenciar a impressão da empresa. Para esconder resultados negativos, é comum que os administradores tornem a leitura do relatório mais difícil (menos compreensível) ou utilizem uma linguagem persuasiva. Já, para ressaltar os resultados positivos, eles podem i) utilizar um viés otimista, enfatizando palavras otimistas, ii) ressaltar a apresentação visual ou mudar a ordem das informações, iii) comparar seus resultados com outras empresas que estejam em situação pior, para que a imagem da empresa seja a melhor possível; ou iv) selecionar números positivos do resultado financeiro para divulgação no relatório (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2007).

Para observar o uso desse tipo de gerenciamento, é possível fazer uma análise do uso de uma linguagem positiva ou negativa na narrativa dos relatórios das organizações. Essa análise consiste em classificar as palavras em positivas ou negativas para inferir a possibilidade de existência de manipulação (SAORIN; OSMA, 2010). Outra prática observável do gerenciamento é quando há uma repetição de informações ou quando partes específicas da informação são reforçadas para que elas se destaquem mais aos leitores (BRENNAN et al., 2009).

2.2.2 Estudos Relacionados

No âmbito internacional, mais de 40 estudos sobre gerenciamento de impressão foram encontrados. Contudo, como a presente dissertação tem como amostra as companhias listadas na bolsa brasileira (B3), o foco da revisão de literatura nesta seção paira sobre os estudos nacionais. Portanto, no contexto do Brasil, foram localizadas seis pesquisas sobre o tema.

A pesquisa nacional pioneira na área foi a de Miranda et al. (2008), que replicaram o estudo internacional de Beattie e Jones (1992). Os autores brasileiros investigaram se os gráficos ilustrados nos relatórios que apresentam bom desempenho são apresentados de maneira diferente quando comparados aos gráficos dos relatórios que apresentam prejuízo. Analisaram 37 relatórios de 17 companhias abertas listadas na bolsa de valores de São Paulo, na época denominada Bovespa.

Para verificar as características dos gráficos, Miranda et al. (2008) analisaram a quantidade de gráficos apresentados no relatório, a variável apresentada, o formato do gráfico e a área de cada gráfico apresentado. Após, os dados das empresas que apresentaram prejuízo foram comparados com os das empresas que obtiveram lucro, utilizando o teste T e teste F de igualdade de variância para analisar os resultados. Seus achados indicam que as companhias

com situação lucrativa apresentam gráficos em quantidade maior, com variáveis diferentes e dedicam maior área a representações gráficas do que as que apresentam prejuízo.

Cunha e Silva (2009), por outro lado, investigaram o gerenciamento de impressão nas notas explicativas e relatórios da administração das empresas listadas na Bovespa por meio das narrativas contábeis. Os autores fizeram uma análise do grau de facilidade de leitura, isto é, se os textos contidos nesses documentos são mais ou menos complexos para gerenciarem as informações sobre o seu desempenho. Esse grau foi medido pelo tamanho das palavras e a quantidade delas por sentença, por meio da fórmula de Flesh.

Para verificar se o desempenho das empresas tem influência na facilidade de leitura das demonstrações, Cunha e Silva (2009) realizaram as técnicas de regressão logística e de análise discriminante. As variáveis de desempenho consideradas foram a variação no preço das ações, no valor do lucro, no valor do ativo e no valor da receita.

Seus resultados demonstram que o grau de facilidade dos textos analisados pode ser classificado como difícil, sendo que a leitura das notas explicativas, devido ao seu conteúdo mais técnico e explicativo, foi considerada como mais difícil do que a dos relatórios de administração (CUNHA; SILVA, 2009). Por fim, encontraram fracas evidências de gerenciamentos de impressões nas narrativas estudadas, contudo, evidenciaram uma relação entre o porte da empresa, o crescimento contínuo e a melhora na facilidade de leitura de seus textos.

Maior et al. (2012) realizaram uma pesquisa experimental, buscando compreender o que é o gerenciamento de impressão e qual a sua influência no processo decisório, tendo como base distorções nos gráficos. O experimento foi realizado, por meio de questionários, com 267 estudantes de graduação dos cursos de contabilidade e áreas correlatas com a apresentação de duas empresas fictícias.

Foram aplicados três modelos de questionários. No primeiro, os gráficos das duas empresas foram apresentados sem nenhuma distorção. No segundo, somente os gráficos da empresa A estavam distorcidos. No terceiro, por outro lado, somente os gráficos da empresa B estavam distorcidos. Nos três questionários, cada estudante deveria escolher quanto investir em cada uma das alternativas de investimento (empresa A e empresa B) (MAIOR et al., 2012).

Para analisar os dados, foram realizados o teste t bicaudal para comparação de médias e a regressão múltipla. Seus achados mostram que mesmo quando os gráficos da empresa B eram distorcidos para apresentarem uma tendência mais positiva, os estudantes optaram por investir mais na empresa A. Dessa forma, Maior et al. (2012) concluem que essa escolha (de

investir mais na primeira opção) poderia indicar um efeito associado à ordem em que as opções de investimento foram apresentadas.

Em sua dissertação de mestrado, Penteado (2013) verificou se cinquenta companhias brasileiras de capital aberto usaram os gráficos apresentados nos relatórios de sustentabilidade como ferramenta para o gerenciamento de impressão. 3.422 gráficos foram analisados e os indícios de gerenciamento foram observados por meio de duas técnicas apontadas: a seletividade e a distorção de medidas nos gráficos.

A verificação da seletividade foi realizada por Penteado (2013) para identificar se há uma preferência na utilização de gráficos para reportar notícias boas ou ruins. Para tanto, as informações gráficas foram classificadas entre: boa notícia, má notícia ou notícia neutra. Após, Penteado (2013) fez uma comparação entre a frequência de utilização dessas informações gráficas para representação de notícias boas e para apresentação de notícias ruins. As distorções de medidas nos gráficos, por outro lado, foram observadas por meio do Índice de Discrepância Gráfica (GDI).

Em relação à seletividade, Penteado (2013) encontrou que a quantidade de gráficos para reportar notícias boas foi significativamente superior à quantidade de gráficos para reportar notícias ruins. Porém, concluiu que não foi possível inferir que houve uma preferência deliberada por parte das organizações para dar destaque às notícias positivas. Em se tratando da distorção das medidas nos gráficos, evidenciou que as quantidades de distorção dos gráficos para melhor e para pior foram muito próximas, por isso, não pode inferir que houve gerenciamento de impressão por meio dessas distorções.

Bonfim et al. (2018) realizaram estudo muito similar ao de Maior et al. (2012), buscando também verificar se a forma como os gráficos com informações contábeis é apresentada pode influenciar o processo decisório dos estudantes de contabilidade. Bonfim et al. (2018) também aplicaram questionário com o objetivo de averiguar em qual empresa os estudantes iriam preferir investir, considerando somente os gráficos demonstrados. Contrariando os resultados de Maior et al. (2012), Bonfim et al. (2018) inferiram que o gerenciamento de impressão influenciou na tomada de decisão dos respondentes da sua amostra.

Assim como na presente dissertação, a pesquisa de Souza (2017) foi a única brasileira a analisar o uso do tom nas narrativas contábeis. O autor buscou responder de que maneira o tom linguístico empregado nos discursos durante as conferências de apresentação de resultados está relacionado ao desempenho das empresas. Sua base de dados foi composta por 837 conferências de resultados em que 47 empresas participaram.

Para avaliar o tom linguístico, Souza (2017) contou a frequência de vezes em que cada palavra (positiva ou negativa) apareceu e usou a fórmula de Henry (2008) para encontrar a pontuação do tom nos discursos. A principal diferença da presente dissertação é que Souza (2017) não separou o tom em normal e anormal, e ainda, diferentemente desta dissertação, Souza (2017) optou por não utilizar bancos de palavras com classificações prévias de otimismo ou pessimismo. Ele escolheu, portanto, codificar as palavras manualmente para realizar a contagem das mesmas. Seus resultados indicaram que o tom aparece relacionado com o desempenho presente e algum desempenho futuro, porém, que ele não tem o poder de prever resultados.

A principal crítica em relação ao uso de banco de palavras realizada por Souza (2017) é de que não há bancos de palavras de estudos anteriores em português, somente em inglês. Na presente dissertação, para suprir essa possível inconsistência, o dicionário de palavras traduzido dos estudos de Henry (2008) e Carlsson e Lamti (2015) foi enviado para 3 profissionais brasileiros envolvidos com a elaboração e/ou leitura dos relatórios de administração, solicitando a validação desse dicionário, conforme APÊNDICE A.

2.3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Na presente seção as características da pesquisa, como classificações e amostra, são evidenciadas. Em seguida, os passos para a mensuração do gerenciamento de impressão são descritos e, por fim, é explicado o processo de desenvolvimento das hipóteses e dos modelos da pesquisa.

2.3.1 Características da pesquisa

O artigo teve como finalidade identificar o gerenciamento de impressão nas companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão. Para tanto, foi realizada uma pesquisa com abordagem do problema quantitativa, por meio documental com análise descritiva dos dados.

Quanto à forma de abordagem do problema, o estudo pode ser classificado como qualitativo-quantitativo (RAUPP; BEUREN, 2014). Essa classificação procede, visto que, apesar da análise minuciosa dos relatórios de administração ser necessária, cada palavra analisada recebeu uma pontuação para, posteriormente, serem utilizados instrumentos matemáticos para o cálculo do gerenciamento de impressão. Ainda, a pesquisa adquire caráter

qualitativo pela análise das palavras que mais apareceram nos relatórios, por meio da nuvem de palavras da seção 2.4.2.

No que se refere ao procedimento utilizado para a coleta dos dados, a pesquisa classifica-se como documental. Isso se dá, pois o estudo se baseia em documentos oficiais, retirados diretamente do portal eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os quais ainda não receberam tratamento analítico (GIL, 2008). Consoante aos objetivos, o artigo pode ser classificado como descritivo (MARTINS, 2013), visto que o estudo tem como objetivo descrever as características do gerenciamento de impressão das companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão.

A população da pesquisa compreende as companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão. Para compor a amostra, foram excluídas as empresas que não divulgaram as informações necessárias à realização do artigo. Portanto, o processo de amostragem foi do tipo não probabilístico intencional (COLAUTO, BEUREN, 2014). O procedimento de coleta para a realização desta pesquisa se deu de forma manual por meio do portal eletrônico da CVM. Como 167 empresas foram estudadas ao longo de 8 anos, 1.336 relatórios de administração foram baixados, manualmente, diretamente do portal da CVM.

A Tabela 1 ilustra a formação da amostra.

Tabela 1 – Amostra

População	368
(-) Empresas com dados financeiros faltantes	122
(-) Empresas com problemas nos R.A	2
(-) Empresas do setor financeiro	47
(-) Outliers	30
Amostra	167

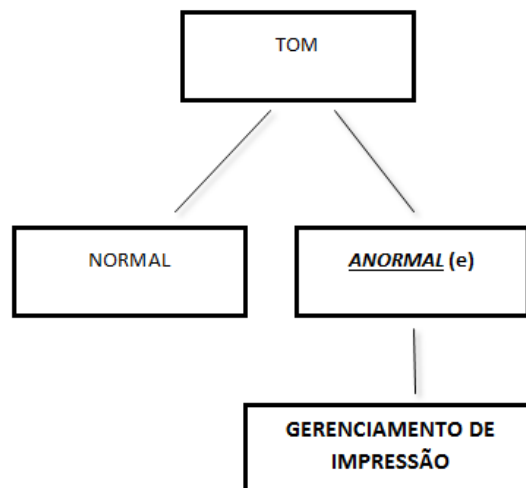
Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).
R.A = Relatórios de Administração

Dessa maneira, a população era composta de 368 empresas. Em seguida, 122 empresas foram excluídas por não apresentarem os dados financeiros necessários ao estudo. Adicionalmente, 2 companhias foram excluídas por problemas nos relatórios de administração. Finalmente, 47 empresas do setor financeiro foram descartadas da amostra para não enviesar a pesquisa, tendo em vista que são regidas por regras contábeis específicas (DOMINGOS et al., 2017). Por fim, 30 empresas outliers foram excluídas. Sendo assim, a amostra final da pesquisa foi composta por 167 entidades.

2.3.2 Mensuração do gerenciamento de impressão

Para identificar o gerenciamento de impressão, as informações contidas nos relatórios de administração foram analisadas por meio da análise de conteúdo. Segundo Severino (2007), na análise de conteúdo procura-se compreender, de forma crítica, o sentido manifesto ou oculto das comunicações. A proxy para o gerenciamento de impressão utilizada nessa pesquisa foi o tom anormal das palavras nos relatórios de administração. A Figura 3 demonstra como o tom anormal é identificado nas informações dos relatórios contábeis.

Figura 3 – Desenho da pesquisa



Fonte: adaptada de Carlsson e Lamti (2015).

Como ilustrado na Figura 3, o tom nas narrativas contábeis é constituído de componentes “normais” e “anormais”. Os componentes anormais, no presente estudo, foram calculados a partir dos resíduos (e) da Equação (2). Dito isso, o tom anormal funciona nesse estudo como proxy do gerenciamento de impressão (CARLSSON; LAMTI, 2015).

Para o cálculo do tom nos relatórios fez-se necessária a contagem das palavras classificadas como negativas e positivas, tendo as mesmas sido definidas por meio de um dicionário de palavras. A versão inicial do dicionário utilizado foi aquela proposta por Henry (2008) e, posteriormente complementada por Carlsson e Lamti (2015), conforme ANEXO A. Esse dicionário contém uma lista de palavras classificadas em positivas e em negativas em inglês. Posteriormente, as palavras do dicionário de Henry (2008) e Carlsson e Lamti (2015)

foram traduzidas para o português, representando uma versão base que foi posteriormente submetida à validação.

Para manter o rigor científico da pesquisa e tornar o dicionário o mais completo possível, o processo de validação do questionário deu-se por meio do envio de e-mail para 3 profissionais envolvidos com a elaboração e/ou leitura dos relatórios de administração solicitando a sua análise, conforme APÊNDICE A. O e-mail foi enviado para um professor/pesquisador de Contabilidade, para um analista de investimentos e para um gerente de relações com investidores de uma multinacional. O objetivo do processo de validação foi excluir palavras fora do contexto brasileiro, e, ainda, inserir possíveis palavras faltantes.

Com o dicionário em mãos, a contagem das palavras classificadas em positivas e em negativas nos relatórios de administração foi realizada com o auxílio do software de análise de conteúdo MAXQDA 12, que permite que todos os relatórios sejam inseridos no programa e analisados individualmente. Finalmente, para o cálculo do tom nos relatórios de administração, foi utilizada a Equação (1), elaborada por Henry (2008).

$$TOM = \frac{N^{\circ} \text{ Palavras Positivas} - N^{\circ} \text{ Palavras Negativas}}{N^{\circ} \text{ Palavras Positivas} + N^{\circ} \text{ Palavras Negativas}} \quad (1)$$

A Equação (1) possui uma escala com intervalos entre -1 e +1. Se o resultado da equação for igual a 0, significa que há indícios de que o relatório de administração foi construído de forma neutra. Por outro lado, um resultado entre -1 e 0 sugere que foi utilizado um maior número de palavras negativas. Já, um resultado entre 0 e +1 sugere que foram usadas mais palavras positivas (CARLSSON; LAMTI, 2015). Após encontrado o índice, ele foi analisado descritivamente e avaliado por setor, bem como foi realizada uma análise das palavras (positivas e negativas) mais utilizadas.

Huang et al. (2014) afirmam que o tom total (TOM) de uma narrativa é interpretado como a soma do tom normal com o tom anormal (TA). Um tom normal simboliza uma descrição neutra dos fundamentos da empresa e é expresso por meio das variáveis de controle da Equação (2). Dessa forma, a variável TOM (tom total) expressa o nível de tom nos relatórios incluindo tanto o tom normal quanto o tom anormal (TA). Posto isso, o tom anormal, proxy do gerenciamento de impressão neste estudo, é encontrado a partir dos resíduos da Equação (2), com base em Carlsson e Lamti (2015).

$$TOM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RENT_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 P_VPA_{i,t} + \beta_4 RET_{i,t} + \beta_5 SETOR_{i,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

Em que,

$TOM_{i,t}$ = tom total da empresa i no ano t;

$RENT_{i,t}$ = rentabilidade da empresa i no ano t;

$TAM_{i,t}$ = tamanho da empresa i no ano t;

$P_VPA_{i,t}$ = preço da ação/ valor patrimonial da ação da empresa i no ano t;

$RET_{i,t}$ = retornos anuais das ações da empresa i no ano t;

$SETOR_{i,t}$ = setor econômico da empresa i no ano t, representado por variáveis *dummies*;

$e_{i,t}$ = resíduos da regressão – tom anormal – TA

O Quadro 1 resume as variáveis utilizadas na Equações (2), bem como demonstra como cada variável é mensurada.

Quadro 1 – Variáveis da Equação (2): Tom versus performance financeira

Nome	Abreviação	Proxy para	Mensuração
Tom Total	TOM	Tom total	$\frac{\text{Palavras positivas} - \text{Palavras negativas}}{\text{Palavras positivas} + \text{Palavras negativas}}$
Rentabilidade	RENT	Performance/Desempenho Financeiro	ROA (Rentabilidade do Ativo) (Lucro líquido/ativo total)
Tamanho	TAM	Custo político	Log (Ativo Total)
Preço da ação/valor patrimonial da ação	P_VPA	Potencial de crescimento	Preço da ação/valor patrimonial da ação
Retornos anuais das ações	RET	Potencial de crescimento	Preço da ação t1-Preço da ação t0/Preço da ação t0
Setor	SETOR	Setor econômico da empresa	Variável <i>dummy</i> para cada setor: Saúde Utilidade Pública Consumo Cíclico Consumo Não Cíclico Materiais Básicos Petróleo, Gás e Biocombustíveis Tecnologia da Informação Telecomunicações Bens Industriais

Fonte: adaptado de Carlsson e Lamti (2015).

2.3.3 Desenvolvimento das hipóteses e dos modelos

Henry (2008) e Merkl-Davies e Brennan (2007) concluíram em seus estudos que o tom nos relatórios é gerenciado dependendo se as empresas estão tendo pouco ou muito lucro, indicando, ainda, que quando o lucro está alto, os gerentes tendem a usar um tom positivo nas narrativas contábeis como resultado de uma boa gerência (CARLSSOM; LAMTI, 2015). Ainda, Huang et al. (2014) defendem que quando a divulgação da informação é neutra, o otimismo no tom é positivamente associado à performance da companhia.

Dessa forma, procurando ratificar os achados desses estudos anteriores, a Hipótese 1 foi elaborada.

Hipótese 1: o tom total nos relatórios de administração é positivamente associado à performance financeira da empresa.

Ressalta-se que essa hipótese ainda não se refere ao gerenciamento de impressão, tendo em vista que apenas o tom anormal é a proxy para essa prática. Dessa forma, para analisar a Hipótese 1, foi realizada a regressão já mencionada na seção anterior, representada pela Equação (2), com base na metodologia de Carlsson e Lamti (2015), em que as variáveis de interesse são TOM e RENT.

Por outro lado, Carlsson e Lamti (2015) apresentam a pesquisa de Rutherford (2005) para dissertar sobre o uso do tom anormal positivo (gerenciamento de impressão positivo) em relação à performance financeira. Nela, o autor evidencia que empresas que apresentam prejuízo usam as palavras “lucro” e “lucrar” mais do que empresas que apresentam lucro. Com isso, o uso do tom anormal positivo nos relatórios estaria positivamente associado a um resultado negativo.

Ainda, Huang et al. (2014) defendem que empresas com prejuízo têm incentivos para mudar as percepções dos usuários, de forma que eles não consigam identificar o momento ruim da companhia. Com isso, essas empresas estariam mais propensas a empregar o gerenciamento de impressão positivo (tom anormal positivo) em suas narrativas. Isso posto, a Hipótese 2 é, então, apresentada.

Hipótese 2: a probabilidade de se observar o uso de um tom anormal positivo nos relatórios de administração aumenta conforme o desempenho financeiro das empresas diminui.

Para testar a Hipótese 2, o modelo representado pela Equação (3), também baseado no estudo de Carlsson e Lamti (2015) é realizado:

$$P(TAPOS = 1) = \beta_0 + \beta_1 RENT_{i,t} + \beta_2 PERDAS_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 P_VPA_{i,t} + \beta_5 RET_{i,t} + \beta_6 RENT_PERDAS_{i,t} + \beta_7 SETOR_{i,t} + e_{i,t}$$

(3)

Em que,

$TAPOS_{i,t}$ = tom anormal positivo da empresa i no ano t ;

$RENT_{i,t}$ = rentabilidade da empresa i no ano t ;

$PERDAS_{i,t}$ = perdas (*dummy*) da empresa i no ano t ;

$TAM_{i,t}$ = tamanho da empresa i no ano t ;

$P_VPA_{i,t}$ = preço da ação/valor patrimonial da ação da empresa i no ano t ;

$RENT_PERDAS_{i,t}$ = variável de interação entre rentabilidade e perdas da empresa i no ano t ;

$RET_{i,t}$ = retornos anuais das ações da empresa i no ano t ;

$SETOR_{i,t}$ = setor econômico da empresa i no ano t , representado por variáveis *dummies*;

$e_{i,t}$ = resíduos da regressão

O Quadro 2 resume as variáveis das equações.

Quadro 2 - Variáveis das Equações (3): TAPOS versus desempenho financeiro

Nome	Abreviação	Proxy para	Mensuração
Tom anormal positivo	TAPOS	Gerenciamento de impressão positivo	Variável <i>Dummy</i> Se TA for positivo, =1 Se TA for negativo, = 0
Rentabilidade	RENT	Performance/Desempenho Financeiro	ROA (Rentabilidade do Ativo) (Lucro líquido/ativo total)
Perdas	PERDAS	Performance/Desempenho Financeiro	Variável <i>Dummy</i> Se RENT < 0, = 1 Se RENT ≥ 0, = 0
Tamanho	TAM	Custo Político	Log (Ativo Total)
Preço da ação/valor patrimonial da ação	P_VPA	Potencial de crescimento	Preço da ação/valor patrimonial da ação
Retornos anuais das ações	RET	Potencial de crescimento	Preço da ação t1-Preço da ação t0/Preço da ação t0

Nome	Abreviação	Proxy para	Mensuração
Interação da rentabilidade com as perdas	RENT_PERDAS	Performance/Desempenho Financeiro	Variável de interação Resultado da multiplicação de RENT por PERDAS
Setor	SETOR	Setor econômico da empresa	Variável <i>dummy</i> para cada setor: Saúde Utilidade Pública Consumo Cíclico Consumo Não Cíclico Materiais Básicos Petróleo, Gás e Biocombustíveis Tecnologia da Informação Telecomunicações Bens Industriais

Fonte: adaptado de Carlsson e Lamti (2015).

Após a revisão de literatura, é possível explicar as razões da utilização de cada variável de controle do modelo. As variáveis rentabilidade (RENT) e perdas (PERDAS) captam o desempenho financeiro atual da empresa (CARLSSON; LAMTI, 2015) e, estudos como os de Huang, Teoh e Zhang (2014) e Davis e Tama-Sweet (2012) confirmam que a performance financeira da empresa afeta o nível do tom usado nos relatórios de administração.

A variável representativa do tamanho das companhias se justifica, pois Li (2010) afirma que empresas maiores tendem a ser mais cuidadosas ao se expressarem para evitar custos legais e políticos. As variáveis representativas do potencial de crescimento das empresas, preço da ação sobre valor patrimonial da ação (P_VPA) e Retornos anuais das ações (RET) também são coerentes com o modelo, tendo em vista que gerentes de empresas em alto crescimento têm mais incentivos para reportar as informações de forma estratégica, influenciando o tom usado (DAVIS; TAMA-SWEET, 2012).

Por fim, a variável de interação da rentabilidade com as perdas (RENT_PERDAS) foi utilizada, pois Carlsson e Lamti (2015) defendem que como a variável PERDAS é dependente da variável RENT, surge um efeito de interação. Por isso, essa variável foi utilizada para controlar esse efeito.

2.4 ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção apresenta os resultados obtidos no estudo por meio de análises estatísticas e verificação das hipóteses estabelecidas na pesquisa. Inicialmente, são demonstradas as análises por setor, em seguida as estatísticas descritivas das empresas da amostra são evidenciadas e, por fim, os resultados das equações são evidenciados.

2.4.1 Análise por setor

A amostra é composta por 167 companhias abertas, observadas ao longo de oito anos (2010-2017). Na Tabela 2, é evidenciada a distribuição dessas 167 empresas estudadas entre setores, de acordo com a classificação disponível da B3.

Tabela 2 - Distribuição de amostra entre setores

Setor	Nº	%
Bens Industriais	31	18,56%
Consumo Cíclico	46	27,54%
Consumo Não Cíclico	14	8,38%
Materiais Básicos	24	14,37%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	3	1,80%
Saúde	9	5,39%
Tecnologia da Informação	3	1,80%
Telecomunicações	3	1,80%
Utilidade Pública	34	20,36%
Total	167	100,00%

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

De acordo com a Tabela 2, o setor mais representativo da amostra, de acordo com a classificação da B3, foi o de Consumo Cíclico, correspondendo a 27,54% da amostra. Em segundo lugar, o setor denominado Utilidade Pública representou cerca de 20% do conjunto estudado. Com aproximadamente 18% de representatividade, o setor de Bens Industriais foi o terceiro mais recorrente no estudo.

Por fim, com apenas 1,80% cada um, os setores de Tecnologia da Informação e de Telecomunicações foram os menos recorrentes na pesquisa, correspondendo a 3 empresas cada um. Ressalta-se que o setor Financeiro foi excluído da amostra, pelas razões explicitadas na seção anterior.

O tom anormal, considerado nesse estudo como *proxy* de gerenciamento de impressão, foi analisado por setor na Tabela 3. Para tanto, foram calculadas as médias do tom anormal encontrado pela Equação (2). Ressalta-se que, para o cálculo das médias, os valores dos tons anormais foram considerados em termos absolutos.

Tabela 3 – Uso do Tom Anormal por Setor

Setor	Média TA
Bens Industriais	0,1326
Consumo Cíclico	0,1731
Consumo Não Cíclico	0,1627
Materiais Básicos	0,1403
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,1669
Saúde	0,1281
Tecnologia da Informação	0,1340
Telecomunicações	0,0617
Utilidade Pública	0,1417

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

A Tabela 3 tem a possibilidade de indicar em quais setores há maior prática, em média, do gerenciamento de impressão por meio do uso do tom anormal. Dessa maneira, nota-se que as empresas classificadas em Consumo Cíclico foram as que mais usaram o tom anormal para gerenciarem a impressão da sua companhia, apresentando uma média absoluta de 0,1731.

Ainda analisando as médias do TA por setor, é possível observar que empresas do setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis tiveram a segunda média mais alta, indicando que essas companhias usam, em média, 0,1669 de tom anormal em seus relatórios de administração. Em contrapartida, segundo a Tabela 3, as empresas dos setores de Telecomunicações e de Saúde foram as que apresentaram as menores médias, sinalizando que as mesmas são as que menos fazem uso do gerenciamento de impressão.

Ainda consoante às análises por setor, a Tabela 4 demonstra a média do uso das palavras classificadas em positivas ou em negativas ao longo dos oito anos observados, segundo o dicionário apresentado no APÊNDICE A.

Tabela 4 – Uso das palavras por setor

Setor	Média Palavras Positivas	Média Palavras Negativas
Bens Industriais	79,456	36,722
Consumo Cíclico	76,005	32,522
Consumo Não Cíclico	90,384	39,098
Materiais Básicos	75,271	39,844
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	202,583	104,000
Saúde	82,583	31,125
Tecnologia da Informação	68,417	25,875
Telecomunicações	284,625	97,625
Utilidade Pública	118,699	72,629

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Segundo a Tabela 4, nota-se que em todos os setores a média das palavras positivas é maior do que a média das negativas. Isso indica que as empresas da amostra, em média, fizeram mais o uso das palavras classificadas em positivas do que as classificadas em negativas. Ressalta-se que somente a análise das médias dessas palavras não é indício de gerenciamento de impressão, visto que a proxy do gerenciamento de impressão desta pesquisa é o tom anormal, obtido pelos resíduos da Equação (2).

Além de terem apresentado a segunda maior média de tom anormal (Tabela 3), as empresas do setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, em média, foram as que mais fizeram uso das palavras negativas. Cada companhia desse setor usou, em média, 104 palavras negativas ao longo dos oito anos de análise nos seus relatórios de administração. Em relação às palavras positivas, o setor de Telecomunicações apresentou a maior média, de 284.

Também, além de ter apresentado a menor média de gerenciamento de impressão, o setor de Tecnologia da Informação foi o que menos utilizou as palavras classificadas em positivas ou negativas no dicionário da pesquisa. Em média, cada companhia desse segmento usou apenas 68 e 25 palavras positivas e negativas, respectivamente, em seus relatórios ao longo do período analisado.

2.4.2 Estatística descritiva da amostra

Conforme abordado na seção dos procedimentos metodológicos, as variáveis explicativas do tom (TOM) são: rentabilidade (RENT), tamanho (TAM), preço da ação/valor patrimonial da ação (P_VPA) e retorno das ações (RET). Ainda, além das variáveis anteriores, também insere-se na equação do tom anormal positivo (TAPOS) a variável dummy para perdas (PERDAS).

Sendo assim, as principais características das variáveis abordadas nesta pesquisa são ilustradas na Tabela 5.

Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis

	TAM	P_VPA	PERDAS	RENT	RET	TAPOS	TOM
Média	14,320	2,149	-	1,957	0,097	-	0,323
Máximo	20,620	71,930	1,000	449,900	3,282	1,000	1,000
Mínimo	0,000	-25,580	0,000	-160,200	-0,958	0,000	-1,000
Desvio-Padrão	3,407	4,202	0,450	18,270	0,507	0,500	0,290

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Nota: Valores em reais

Percebe-se, de acordo a Tabela 5, que as empresas da amostra apresentaram, em média, valores positivos de potencial de crescimento (P_VPA), de rentabilidade e de retorno das ações. A variável de tamanho TAM, por ser o logaritmo do ativo, somente apresenta valores positivos. As variáveis PERDAS, e TAPOS são variáveis *dummies* binárias e, por isso, apresentaram valores máximos de 1 e mínimos de 0.

O valor baixo de 1,957 é condizente com o indicador utilizado como proxy de rentabilidade ROA (receita líquida/ativo total). O valor máximo de 449,9 de rentabilidade foi evidenciado pela empresa AES Elpa, no ano de 2016 e o valor mínimo foi divulgado pela empresa Mendes Jr., em 2017.

Como também foi comentado na seção de procedimentos metodológicos, a variável TOM, obtida pela Equação (1), assumiu valores entre -1 e 1 e sua média apresentou valor de 0,323. Além disso, a Tabela 5 indica que a média dos retornos das ações da amostra foi de 0,097. A empresa que obteve o maior retorno de ação (3,28) foi a GPC Part, em 2016. Em contrapartida, no ano de 2015, a companhia PDG Realt apresentou o menor valor de retorno.

Adicionalmente, com o auxílio do programa WordArt, foram criadas duas nuvens de palavras (*tag clouds*), uma contendo as 15 palavras positivas mais utilizadas pelas empresas da amostra (Figura 4), e a outra com as 15 palavras negativas que mais apareceram nos relatórios (Figura 5).

O objetivo desta técnica consiste em usar tamanhos e fontes de letras diferentes segundo as ocorrências das palavras no texto analisado, sendo que o tamanho da palavra na nuvem é proporcional a sua ocorrência nos textos (DIAS et al., 2014).

Figura 4 – Nuvem de palavras positivas



Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Dentre as palavras positivas listadas no dicionário da pesquisa (APÊNDICE A), a Figura 4 ilustra as que apareceram com maior recorrência nos relatórios de administração da amostra. Constata-se, portanto, que as companhias centralizaram o foco das suas narrativas, principalmente, na possibilidade de crescimento e, conseqüentemente, na expansão das mesmas. Também, as palavras “aumento”, “maior” e “bem” foram utilizadas com bastante frequência.

Adicionalmente, termos que se referem ao cumprimento de metas e aperfeiçoamento das empresas também tiveram destaque, como “atingiu”, “oportunidades” e “contribuição”. Nota-se que a maioria das palavras realçadas demonstram características e ações esperadas das empresas, corroborando a teoria de Hines (1988), de que as companhias procuram passar a imagem esperada pela sociedade, em busca de credibilidade e legitimação.

Figura 5 - Nuvem de palavras negativas



Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Por outro lado, a Figura 5 demonstra as 15 palavras classificadas como negativas (APÊNDICE A) mais usadas. É possível inferir que a nuvem de palavras da Figura 5 apresenta os termos que representam, em regra, os receios dos administradores de empresas em geral, como “queda”, “dívida”, “baixa”, “riscos”, “perda” e “prejuízo”. É interessante ressaltar também a grande utilização da palavra “reclamações”, que indica a insatisfação, seja por parte dos membros da companhia ou de outros *stakeholders*.

2.4.3 Determinantes do gerenciamento de impressão

Nesta subseção é discutido sobre os resultados encontrados em relação aos determinantes do tom total (Equação (2)) e determinantes do tom anormal positivo (Equação (3)).

2.4.3.1 Determinantes do tom total

Conforme já explicitado nos procedimentos metodológicos, a Hipótese 1, que busca analisar o comportamento do tom total em relação ao desempenho financeiro, foi testada por meio da Equação (2). Para tanto, os testes F de Chow (1960), de Hausman (1978) e LM de Breusch e Pagan (1980) foram realizados para a escolha do método mais adequado aos modelos da pesquisa (Tabela 6).

Hipótese 1: o tom nos relatórios de administração é positivamente associado à performance financeira da empresa (CARLSSON; LAMTI, 2015).

Tabela 6 – Resultados dos testes de validação dos modelos para estimação

Testes	Valor das Estatísticas dos testes	Modelo Escolhido
Teste de Chow	Prob>F = 0.0000	Efeitos Fixos
Teste de Breusch-Pagan (LM)	Prob> χ^2 = 0.000	Efeitos Aleatórios
Teste de Hausman	Prob> χ^2 = 0.8795	Efeitos Aleatórios

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Após a realização dos testes, concluiu-se que o método mais apropriado para a aplicação da Equação (2) é o modelo de dados em painel com efeitos aleatórios. A Tabela 7 evidencia os resultados encontrados a partir da regressão rodada.

Tabela 7 – Resultado das Equações (2)

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor
C	0,502	0,045	11,172	0,000***
Rent	0,007	0,001	9,244	0,000***
Ret	0,021	0,014	1,510	0,132
Tam	-0,013	0,002	-5,662	0,000***
P_vpa	0,014	0,003	5,230	0,000***
Util pública	-0,124	0,044	-2,805	0,005***

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor
Telecomun	0,134	0,084	1,599	0,110
Tecno da info	0,083	0,100	0,836	0,404
Saúde	0,050	0,058	0,858	0,391
Petro,gas e bio	0,071	0,086	0,822	0,412
Materiais básicos	-0,076	0,046	-1,635	0,102
Consumo não ciclico	-0,016	0,055	-0,284	0,776
Consumo ciclico	-0,006	0,038	-0,152	0,879
Observações	1336			
R ²	0,227			
R ² ajustado	0,215			
Durbin Watson	1,471			

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019).
Nota: Níveis de significância: *p<0,10; **p<0,05 e ***p<0,01;

Segundo a Tabela 7, observa-se que o poder de explicação do modelo é de 0,227, indicando que o modelo explica mais de 20% do tom total. Ainda, ao comparar o valor de R² encontrado na pesquisa e o valor apresentado por Carlsson e Lamti (2015) – R² de 0,2921, observa-se a semelhança nos seus valores.

Ao analisar a relação entre as variáveis, conclui-se que alguns resultados se mostraram condizentes aos da literatura. Assim como no estudo de Carlsson e Lamti (2015), as variáveis RENT e TAM apresentaram-se com significância estatística, ao nível de 1%. Também, o valor do coeficiente de RENT apresentou o mesmo sinal que foi apresentado pelas autoras. Contudo, o coeficiente de TAM apresentou sinal negativo, diferentemente das autoras. Dessa maneira, a Tabela 7 indica que empresas com melhor desempenho financeiro fazem mais uso de tom nas suas narrativas contábeis, enquanto empresas maiores fazem menos uso do tom.

Ainda, assim como ocorreu na pesquisa de Carlsson e Lamti (2015), a variável representativa do potencial de crescimento P_VPA demonstrou significância estatística no estudo. Também, o sinal do coeficiente dessa variável foi diferente do sinal apresentado por Carlsson e Lamti (2015). Porém, essa diferença é coerente e indica resultados similares, tendo em vista que as pesquisadoras utilizaram a variável *Book to Market* – BTM, que é o inverso da utilizada na presente pesquisa. O único setor que se mostrou explicativo no modelo foi o de Utilidade Pública, evidenciando que companhias desse setor usam menos o tom nos seus relatórios. Além disso, a estatística Durbin Watson na Equação (2) indica a existência de uma autocorrelação positiva entre os resíduos, pois o seu valor foi de 1,471.

Em relação à Hipótese 1, portanto, o Quadro 3 resume a aceitação ou não da mesma.

Quadro 3 – Resumo dos testes Hipótese 1

	H1: o tom nos relatórios de administração é positivamente associado à performance financeira da empresa
Equação (2)	Não pode ser rejeitada

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

Ante o exposto, a hipótese de que o tom nos relatórios de administração estaria positivamente associado à performance financeira da empresa não pode ser rejeitada pela Equação (2). Isso se dá, pois, além da variável RENT ter demonstrado significância estatística, o seu coeficiente apresentou valor positivo, bem como era esperado pela hipótese 1. O resultado da Equação (2) foi similar ao estudo de Carlsson e Lamti (2015), que também não puderam rejeitar a hipótese de relação entre as variáveis.

2.4.3.2 Determinantes do tom anormal positivo

Para testar a Hipótese 2, a Equação (3) foi executada a fim de aceitá-la ou rejeitá-la. Ressalta-se que, como o valor do tom anormal foi encontrado por meio dos resíduos da regressão 2, o tom anormal positivo (variável dependente dessa equação) representa uma variável dummy do tom anormal.

Hipótese 2: a probabilidade de se observar o uso de um tom anormal positivo nos relatórios de administração aumenta conforme o desempenho financeiro das empresas diminui.

Como a variável dependente do tom anormal positivo (TAPOS) das equações é uma variável dummy, isto é, assume o valor de 1 ou 0, a regressão logística é a mais adequada para a aplicação dos modelos (CARLSSON; LAMTI, 2015). Dessa forma, a Equação (3) estima a probabilidade associada à ocorrência do uso do tom anormal positivo em face do conjunto das variáveis explanatórias das equações.

Assim sendo, a Tabela 8 detalha o resultado da equação.

Tabela 8 – Resultado das Equações (3)

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor
C	0,752	0,376	1,998	0,046
Rent	-0,024	0,019	-1,296	0,195
Rent_perdas	0,014	0,021	0,677	0,498
Perdas	-0,604	0,223	-2,705	0,007***
Ret	-0,103	0,147	-0,700	0,484
P_vpa	-0,021	0,023	-0,921	0,357
Logtam	-0,016	0,022	-0,705	0,481
Util pública	-0,170	0,268	-0,634	0,526
Telecomun	-0,644	0,478	-1,347	0,178
Tecno da info	-0,114	0,554	-0,206	0,836
Saúde	-0,204	0,341	-0,600	0,549
Petro,gas e bio	-0,428	0,520	-0,822	0,411
Materiais básicos	-0,150	0,275	-0,547	0,584
Consumo ciclico	0,022	0,230	0,098	0,922
Consumo não ciclico	-0,135	0,310	-0,434	0,664
Observações	1336			
McFadden R²	0,013			

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Nota: Níveis de significância: *p<0,10; **p<0,05 e ***p<0,01;

Observa-se na Tabela 8 que somente a variável dummy PERDAS pode ser considerada como variável explicativa do uso do tom anormal positivo. Enfatiza-se que PERDAS assumiu o valor 1 quando a rentabilidade apresentou valor negativo e valor 0 quando a rentabilidade foi positiva.

Em relação ao valor de McFadden R², nota-se que ele apresentou valor baixo na Equação (3) (de 0,013). Porém, esse valor ainda foi maior do que o encontrado por Carlsson e Lamti (2015), que mostrou um R² de 0,010. Porém, assim como ocorreu na Equação (2), os valores de R² dos estudos apresentaram valores próximos.

É possível observar que o coeficiente da variável PERDAS apresentou sinal negativo. Como a regressão rodada foi a logística, isso indica que foi evidenciado que a probabilidade de se observar o uso de um tom anormal positivo nos relatórios de administração diminui conforme o desempenho financeiro das empresas diminui. O Quadro 4 resume esse achado.

Quadro 4 – Resumo dos testes Hipótese 2

	H2: a probabilidade de se observar o uso de um tom anormal positivo nos relatórios de administração aumenta conforme o desempenho financeiro das empresas diminui
Equação (3)	Rejeitada

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

Apesar da variável PERDAS ter demonstrado significância estatística nos resultados do modelo, a Hipótese 2 foi rejeitada pela equação testada, conforme o Quadro 4. Para a aceitação da hipótese, o sinal do coeficiente da variável PERDAS deveria ter sido positivo e, como o seu sinal foi negativo, o resultado da equação contrariou a Hipótese 2 e por isso ela foi rejeitada. Carlsson e Lamti (2015) também rejeitaram a hipótese, porém, em sua pesquisa, a rejeição se deu pois PERDAS não se mostrou com significância estatística, por isso, as autoras não puderam inferir sobre seu comportamento perante o tom anormal positivo.

2.4.3.3 Teste de correlação de Pearson e Variance Inflation Factor

O objetivo da análise de correlação de Pearson é explorar a correlação entre duas variáveis e detectar possíveis problemas de multicolinearidade. Dessa maneira, as variáveis utilizadas nas Equações (2), (3) foram correlacionadas e a Tabela 9 evidencia o resultado da relação entre elas.

Tabela 9 – Correlação de Pearson

	TAPOS	RENT	PERDAS	TAM	P_VPA	RET	TOM
TAPOS	1						
RENT	0,007	1					
PERDAS	-0,147	-0,404	1				
TAM	-0,022	0,069	0,013	1			
P_VPA	0,024	0,141	-0,171	0,030	1		
RET	0,004	0,162	-0,230	-0,071	0,105	1	
TOM	0,691	0,126	-0,334	-0,146	0,210	0,163	1

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

A Tabela 9 mostra que o modelo da regressão não possui problema de multicolinearidade, pois os valores dos coeficientes de Pearson apresentaram valores baixos. Observa-se, no entanto, que a variável TOM apresentou coeficientes de relação altos com e TAPOS, porém, esse valor é esperado, visto que TAPOS são os resíduos positivos de TOM.

Porém, isso não é um problema, pois essas variáveis não são usadas simultaneamente nas equações.

Também, o valor de -0,404 do coeficiente entre RENT e PERDAS já era esperado, pois PERDAS é uma variável dummy baseada em RENT. Como as duas variáveis são usadas simultaneamente na Equação (3), poderia haver um problema de colinearidade. Por esse motivo, a variável de interação RENT_PERDAS usada na Equação (3) se justifica para sanar esse possível problema (CARLSSON; LAMTI, 2015).

Outro método para detectar possíveis problemas de multicolinearidade é o *Variance Inflation Factor* – VIF, que, neste estudo, foi realizado para dar mais robustez aos resultados. A Tabela 10 detalha os valores de VIF encontrados.

Tabela 10 – Teste Variance Inflation Factor

Variáveis	VIF
RENT	1,2798
PERDAS	1,3091
TAM	1,0148
P_VPA	1,0429
RET	1,0772

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Segundo May et al. (2018), valores de VIF acima de 5 podem indicar uma alta relação linear e problemas de multicolinearidade. Tendo como base esse parâmetro, segundo os valores apresentados na Tabela 10, os modelos das Equações (2) e (3) não apresentaram problema de multicolinearidade, conclusão obtida também pelo método de correlação de Pearson (Tabela 9).

2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo analisar as características do gerenciamento de impressão por meio do uso de tom anormal nos relatórios de administração das companhias abertas listadas B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão, durante os anos de 2010 a 2017. Nesse sentido, 1.576 relatórios foram baixados manualmente e analisados com o auxílio do software MAXQDA 12. Para o atingimento do objetivo do estudo, realizou-se uma pesquisa com abordagem do problema quantitativa, por meio documental, com análise descritiva dos dados.

Verificou-se que a amostra da pesquisa foi composta, principalmente, por empresas do setor de Consumo Cíclico. Ainda, os setores que apresentaram maior média de TA e, conseqüentemente, o maior nível de gerenciamento de impressão, foram o de Consumo Cíclico e o de Petróleo, Gás e Biocombustíveis. Ainda, observou-se que, em média, as companhias usam mais palavras positivas do que negativas em suas narrativas contábeis.

Notou-se, também, que as empresas da amostra apresentaram no período analisado, em média, desempenho financeiro e potencial de crescimento positivos. Em relação às palavras do dicionário, as negativas mais utilizadas foram “queda”, “dívida”, “baixa”, “riscos”, “perda” e “prejuízo”, que retratam receios comuns de todos os empresários.

Ainda, por meio da nuvem de palavras positivas, foi evidenciado que as companhias centralizaram o foco das suas narrativas, principalmente, na sua possibilidade de crescimento. Adicionalmente, foi observado que as palavras positivas demonstram características e ações esperadas das empresas, corroborando a teoria de Hines (1988), de que as companhias procuram passar a imagem esperada pela sociedade, em busca de credibilidade e legitimação.

Em relação aos modelos rodados, encontrou-se que empresas com melhor desempenho financeiro e maior potencial de crescimento fazem mais uso de tom nas suas narrativas contábeis. Dessa forma, a Hipótese 1 de que o tom nos relatórios de administração estaria positivamente associado à performance financeira da empresa não pode ser rejeitada pela pesquisa. Carlsson e Lamti (2015), estudo no qual a presente pesquisa se baseou, também não puderam rejeitar a hipótese.

Em relação ao tom anormal positivo, proxy para o gerenciamento de impressão positivo, foi evidenciado que a única variável explicativa do tom anormal positivo é a representativa de perdas. Contudo, os resultados do estudo indicaram que a probabilidade de se observar o uso de um tom anormal positivo nos relatórios de administração diminui conforme o desempenho financeiro das empresas diminui.

Por isso, a Hipótese 2 de que a probabilidade de se observar o uso de um tom anormal positivo nos relatórios de administração aumentaria conforme o desempenho financeiro das empresas diminui foi rejeitada pelas duas equações, assim como na pesquisa de Carlsson e Lamti (2015).

Espera-se, dessa forma, que o presente trabalho permita um maior conhecimento sobre essa prática de gerenciamento e, dessa forma, os usuários consigam detectá-la mais facilmente. Com isso, também se espera contribuir para que as empresas tenham menos incentivos para fazer uso dessa prática, tendo em vista que, apesar de a mesma não ser ilegal, pode levar os usuários a tomar decisões equivocadas. Ainda, o dicionário de palavras positivas e negativas

da pesquisa também é uma contribuição da mesma, tendo em vista que ela já passou pelo processo de validação de profissionais e pode ser utilizada em pesquisas nacionais futuras.

Tendo em vista que a pesquisa limitou-se a analisar o gerenciamento de resultados somente nas narrativas contábeis, sugere-se, para pesquisas futuras, que a prática também seja testada em relação a distorções em gráficos. Também, como o estudo contou com uma amostra grande, não foi possível analisar cada relatório manualmente. Dessa forma, também é sugerido, para futuros estudos, que a quantidade da amostra diminua e, dessa maneira, seja realizada uma análise minuciosa e manual de cada relatório de administração.

REFERÊNCIAS

- BEATTIE, V.; JONES, M. J. The use and abuse of graphs in annual reports: a theoretical framework and empirical study. **Accounting and Business Research**, [S.l.], v. 22, n. 88, p. 291-303, 1992.
- BEATTIE, V.; JONES, M. J. Impression management: the case of inter-country financial graphs. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**, [S.l.], v. 9, n. 2, p. 159-183, 2000.
- BONFIM, M. P.; SOUZA, I. G. M.; SILVA, C. A. T.; SERAFIM, A. O. Gerenciamento de impressão gráfica no processo decisório. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 10, n. 1, p. 71-87, 2018.
- BOZZOLAN, S.; CHO, C. H.; MICHELON, G. Impression Management and Organizational Audiences: The Fiat Group Case. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 126, n. 1, p. 143-165, 2015.
- BRENNAN, N.; SAORIN, E. G.; PIERCE, A. Impression management: developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures - a methodological note. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, [S.l.], v. 22 n. 5, p.789-832, 2009.
- BREUSCH, T.S.; PAGAN, A.R. The lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. **Review of Economic Studies**, [S.l.], v. 47, n. 1, p. 239-253, 1980.
- CARLSSON, S.; LAMTI, R. **Tone management and earnings management: a UK evidence of abnormal tone in CEO letters and abnormal accruals**. 2015. 54 f. Thesis (Master in Accounting) – School of Business, Economics and Law, University of Gothenburg, Gothenburg, 2015.
- CEN, Z.; CAI, R. Impression management in Chinese corporations: a study of chairperson's statements from the most and least profitable Chinese companies. **Asia Pacific Business Review**, [S.l.], v. 19, n. 4, p. 490-505, 2013.
- CHO, C. H.; MICHELON, G.; PATTEN, D. Impression Management in Sustainability Reports: An Empirical Investigation of the Use of Graphs. **Accounting and the Public Interest**, [S.l.], v. 12, n. 1, p. 16-37, 2012.

CHOW, G. C. Tests of equality between sets of coefficients in two linear regressions. **Econometrica**, [S.l.], v. 28, n. 3, p. 591-605, 1960.

CLATWORTHY, M. A.; JONES, M. J. Financial Reporting of Good News and Bad News: Evidence from Accounting Narratives. **Accounting and Business Research**, [S.l.], v. 33, n.3, p. 171-185, 2003

COLAUTO, R. D.; BEUREN, I. M. Coleta, análise e interpretação dos dados. In: BEUREN, I. M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 117-144.

CUNHA, R. K. C.; SILVA, C. A. T. Análise da Facilidade de Leitura das Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras: uma investigação do gerenciamento de impressões nas narrativas contábeis. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 9, 2009. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2009.

DAVIS, A. K.; TAMA-SWEET, I. Managers' use of language across alternative disclosure outlets: earnings press releases versus MD&A. **Contemporary Accounting Research**, [S.l.], v. 29, n. 3, p. 804-837, 2012.

DIAS, M. S.; PARENTE, J. R.; VASCONCELOS, M. I.; DIAS, F. A. Intersetorialidade e Estratégia Saúde da Família: tudo ou quase nada a ver? **Ciência & Saúde Coletiva**, [S.l.], v. 19, n. 11, p. 4371-4382, 2014.

DOMINGOS, S. R. M.; PONTE, V. M. R.; PAULO, E.; ALENCAR, R. C. Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 14, n. 31, p. 89-107, jan./abr. 2017.

FALSCHLUNGER, L.; EISL, C.; LOSBICHLER, H.; GREIL, A. M. Impression management in annual reports of the largest European companies, **Journal of Applied Accounting Research**, [S.l.], v. 16, n. 3, p. 383-399, 2015.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas. 2008.

HAUSMAN, J.A. Specification tests in econometrics. **Econometrica**, [S.l.], v. 46, n. 6, p. 1251-1271, 1978.

HENRY, E. Are investors influenced by how earnings press releases are written? **Journal of Business Communication**, [S.l.], v. 45, n. 4, p. 363-407, 2008.

HINES, R. D. Financial accounting: in communicating reality, we construct reality. **Accounting, Organizations and Society**, [S.l.], v. 13, n. 3, p. 251-261, 1988.

HUANG, X.; TEOH, S.; ZHANG, Y. Tone management. **The Accounting Review**, [S.l.], v. 89, n. 3, p. 1083-1113, 2014.

JONES, M. J. The nature, use and impression management of graphs in social and environmental Accounting. **Accounting forum**, [S.l.], v. 35, n. 2, p. 75-89, 2011.

LI, F. The information content of forward-looking statements in corporate filings—a naïve bayesian machine learning approach. **Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 48, n. 5, p. 1049-1102, 2010.

MAIOR, C. D. S.; FERREIRA, A. F.; SOUZA, A. C.; BORBA, J. A. Gerenciamento de Impressão de Gráficos: Uma Análise Experimental de Investimentos com Estudantes de Graduação. In: Encontro da ANPAD, XXXVI, Rio de Janeiro, 2012. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, p. 1-11, 2012.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013

MATHER, D.; MATHER, P.; RAMSAY, A. An investigation into the measurement of graph distortion in financial reports. **Accounting and Business Research**, [S.l.], v. 35, n. 2, p. 147-160, 2005.

MAY, J. R.; VISENTAINER, J.; CUNHA, L. C. Valor percebido e perfil dos alunos do curso de Ciências Contábeis. **Revista Brasileira de Contabilidade**, [S.l.], n. 232, p. 70-81, ago. 2018

MENDONÇA, J. R.C.; AMANTINO-DE-ANDRADE, J. Gerenciamento de impressões: em busca da legitimidade organizacional. **Revista de Administração de Empresas**, [S.l.], v. 43, n.1, p. 36-48, 2003.

MERKL-DAVIES, D. M.; BRENNAN, N. Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management? **Journal of Accounting Literature**, [S.l.], v. 26, p. 116-196, 2007.

MICHELON, G. Impression management and legitimacy strategies: The BP case. **Financial Reporting**, [S.l.], v. 4, p. 35-64, 2012.

MIRANDA, L.C.; VIEIRA, A. S.; LAGIOIA, U.C.T.; VASCONCELOS, M.T.C. Utilização de gráficos em demonstrações contábeis. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, [S.l.], v. 2, n. 3, p. 16-35, 2008.

PATELLI, L.; PEDRINI, M. Is the Optimism in CEO's Letters to Shareholders Sincere? Impression Management Versus Communicative Action During the Economic Crisis. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 124, n. 1, p. 1-16, 2014.

PENTEADO, I. A. M. **Gerenciamento de impressão em relatórios de sustentabilidade no Brasil: uma análise do uso de gráficos**. 116f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

RAUPP, F. M.; BEUREN, Ilse Maria. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, I. M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 76-97.

RUTHERFORD, B. A. Genre analysis of corporate annual report narratives: a corpus-linguistic based approach. **Journal of Business Communication**, [S.l.], v. 42, n. 4, p. 349-378, 2005.

SAORIN, E. G.; ISIDRO, H.; MARQUES, A. Impression Management and Non - GAAP Disclosure in Earnings Announcements. **Journal of Business Finance & Accounting**, [S.l.], v. 44, n. 3-4, p. 448-479, 2017.

SAORIN, E. G.; OSMA, B. G. **Self-serving financial reporting communication: A study of the association between earnings management and impression management**. [S.l.], Aug. 2010. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.463.3003&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em: 7 jun. 2017.

SCHLENKER, B. R. **Impression management: the self-concept, social identity, and interpersonal relations**. Monterrey: Brooks/Cole, 1980.

SEVERINO, A. J. **Metodologia do trabalho científico**. 23. ed. São Paulo: Cortez, 2007.

SILVA, C. A. T.; RODRIGUES, F. F.; ABREU, R. L. Análise dos Relatórios de Administração das Análise dos Relatórios de Administração das Companhias Abertas Brasileiras: um Estudo do Exercício Social de 2002. **Revista de Administração Contemporânea**, [S.l.], v. 11, n. 2, p. 71-92, 2007.

SOUZA, A. C. **As palavras importam? O uso do tom linguístico nos discursos das apresentações de resultados**. 163f. Tese (Doutorado em Ciências) –Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Pulo, 2017.

3 ARTIGO 2

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO PELAS COMPANHIAS ABERTAS LISTADAS NA B3 S. A. BRASIL BOLSA BALCÃO: A RELAÇÃO ENTRE O USO DE ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS E TOM ANORMAL PELOS ADMINISTRADORES

EARNINGS MANAGEMENT AND IMPRESSION MANAGEMENT BY PUBLIC COMPANIES LISTED ON THE NEW B3 STOCK EXCHANGE: THE RELATIONSHIP BETWEEN THE USE OF DISCRETIONARY ACCRUALS AND ABNORMAL TONE BY MANAGERS

RESUMO

A Teoria da Agência fornece a lógica e os conceitos necessários para entender o comportamento dos gestores quando eles agem para atender a interesses próprios. Nesse sentido, o presente estudo aborda a relação entre os dois principais tipos de gerenciamento da informação: o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão, tendo como objetivo analisar como o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e o gerenciamento de impressão pelo uso do tom anormal nas companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão se relacionam, no período de 2010 a 2017. Para tanto, o problema foi abordado de forma quantitativa, por meio de um estudo documental e com análise descritiva. O tom anormal, proxy do gerenciamento de impressão, foi calculado com base no estudo de Carlsson e Lamti (2015) e os *accruals* discricionários, proxy do gerenciamento de resultados, foram mensurados pelo modelo Jones Modificado, de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). A possível relação entre os dois tipos de gerenciamento de impressão foi testada por meio de regressão com dados em painel com efeitos aleatórios. Os resultados da pesquisa evidenciaram que, em média, as empresas em análise fizeram uso do gerenciamento de resultados para aumentar o resultado e, no mesmo sentido, usaram o gerenciamento de impressão de maneira positiva. Também, não foi possível evidenciar que o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão se relacionam de maneira significativa e positiva. Espera-se que esse estudo incentive uma maior discussão sobre as informações contábeis e sua fidedignidade. Com isso, também espera-se que, com uma maior disseminação de conhecimento sobre esses tipos de gerenciamento, os gestores tenham ainda menos incentivos para utilizar essas práticas.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Accruals discricionários. Jones modificado. Gerenciamento de impressão. Tom anormal.

ABSTRACT

Agency theory provides the logic and concepts needed to understand managers' behavior when they act to serve their own interests. In this sense, the present study approaches the relationship between the two main types of information management: earnings management and impression management, aiming to analyze how earnings management through discretionary accruals and impression management through the use of tone in the open companies listed on the B3 Sa Brasil Bolsa Balcão are related, in the period from 2010 to 2017. For this, the problem was approached in a quantitative way, through a documentary study and with descriptive analysis. The abnormal tone, impression management proxy, was calculated based on the Carlsson and Lamti (2015) study and the discretionary accruals, proxy

of earnings management, were measured by the Modified Jones model of Dechow, Sloan and Sweeney (1995). The relationship was analyzed through regression with panel data with random effects. The results of the research showed that, on average, the companies under analysis made use of earnings management to increase the result and also used impression management in a positive way. Also, it was not possible to conclude that earnings management and impression management relate significantly and positively. It is expected that this study will encourage more discussion about the accounting information and its reliability. Therefore, it is also expected that, with a greater dissemination of knowledge about these types of management, managers will have even less incentives to use these tools.

Keywords: Earnings management. Discretionary accruals. Modified Jones. Impression Management. Abnormal tone.

3.1 INTRODUÇÃO

A Teoria da Agência fornece a lógica e os conceitos necessários para entender o comportamento dos gestores quando eles agem para atender a interesses próprios (SAORIN; OSMA, 2010). Essa teoria retrata os problemas na delegação de autoridade decisória com base em um contrato entre duas partes: o proprietário (principal) e o gerente (agente). Basicamente, ela prevê que a relação entre esse principal e agente é sempre afetada por interesses conflitantes. Essa relação, e por consequência, esse conflito, estão presentes nas organizações (BOCMARU, 2015).

Nesse sentido, é de se esperar que os atores presentes nessa relação ajam da maneira que melhor cumpra com seus interesses pessoais. Os gestores, por exemplo, atuam em um ambiente no qual a remuneração e a riqueza dependem do bom desempenho financeiro das empresas que administram, portanto, se engajarão em estratégias para disfarçar o verdadeiro desempenho da companhia (RUTHERFORD, 2003; BOCMARU, 2015).

Também, promoções, aumento de salários, bônus e opções de ações são algumas das recompensas dadas aos gestores por relatórios financeiros fortes. Ainda, segundo Edmonds, Tsay e Olds (2011), resultados financeiros fracos podem resultar no administrador não ser considerado para promoções, ser rebaixado de cargo, ou até demitido. Dessa maneira, há diversos incentivos para os gestores manipularem as informações divulgadas (SANTOS; GRATERON, 2003).

Com isso, os relatórios contábeis estão sujeitos ao julgamento profissional, de maneira que a liberdade dada aos gestores pode ser usada com inúmeros propósitos como, por exemplo, com o intuito de atender a interesses diversos e não relacionados com a melhor evidenciação da realidade econômica dos fatos. Dentre essa prática de manipulação, o

presente estudo aborda a relação entre os dois principais tipos de gerenciamento da informação: o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão.

Martinez (2013) define o gerenciamento de resultados como a prática de usar a discricionariedade da contabilidade (no reconhecimento e na mensuração), com decisões operacionais e/ou critérios para a divulgação das demonstrações financeiras, a fim de alterar os resultados relatados, para influenciar a percepção dos fatos econômicos subjacentes. O gerenciamento de impressão, por outro lado, é utilizado pelos gestores para controlar a imagem da empresa (na evidenciação) por meio de distorções em gráficos e ilustrações e em narrativas contábeis (SAORIN; OSMA, 2010).

Posto isso, a presente pesquisa busca responder a seguinte questão: *Como o gerenciamento de resultados por accruals discricionários e o gerenciamento de impressão pelo uso do tom anormal nas companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão se relacionam?* Dessa maneira, a pesquisa tem como objetivo analisar como o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e o gerenciamento de impressão pelo uso do tom anormal nas companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão se relacionam, no período de 2010 a 2017.

No âmbito internacional, Godfrey, Mather e Ramsay (2003), Saorin e Osma (2010), Bocmaru (2015) e Carlsson e Lamti (2015) também estudaram a relação entre essas duas práticas. O estudo mais similar à presente pesquisa foi o de Carlsson e Lamti (2015), que analisou a relação entre os *accruals* discricionários e o gerenciamento de impressão nas companhias abertas de Londres, em 2013. No presente estudo, a pesquisa foi aplicada em uma outra amostra, composta por companhias abertas do Brasil, além de que a metodologia utilizada para a mensuração dos *accruals* totais (passo necessário para a estimação dos *accruals* discricionários) não será a mesma. Não foi encontrado estudo nacional que relacionasse os dois tipos de gerenciamento.

Em relação a sua organização, o estudo está subdividido em cinco seções. A primeira introduz e contextualiza o assunto da pesquisa e a segunda abrange a base teórica do tema pesquisado. Em seguida, na terceira seção são apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para o desenvolvimento do estudo, seguido da descrição e análise dos dados, na quarta seção. Por fim, a quinta e última seção apresenta as considerações finais obtidas após análise dos resultados.

3.2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção tem como objetivo elucidar as características do gerenciamento de resultados e como esse tipo de gerenciamento pode se relacionar com o gerenciamento de impressão. Para isso, os conceitos da Teoria da Agência são apontados, os principais pontos sobre gerenciamento de resultados são destacados e estudos que relacionaram os dois tipos de gerenciamento são descritos.

3.2.1 O Conflito Principal-Agente

Desde a década de 60, economistas buscam estudar como o risco era compartilhado entre os indivíduos ou grupos (WILSON, 1968).. A Teoria da Agência ampliou esses conhecimentos, introduzindo o conceito de problema da agência, que ocorre quando as partes cooperantes de um grupo possuem não somente objetivos, mas também divisão de trabalho diferentes (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse contexto, pelas diferenças entre os indivíduos, surge o conflito entre o principal e o agente (BYRD et al., 1998). Berle e Means (1984) também explicam o problema de agência por meio da assimetria da informação.

O problema da agência, portanto, ocorre quando uma das partes - o principal - delega atividades para o agente (JENSEN; MECKLING, 1976). Dessa forma, ainda segundo os autores, essa relação de agência é definida como um contrato, sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) envolvem outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço em seu nome, delegando algumas autoridades de tomada de decisão para o agente.

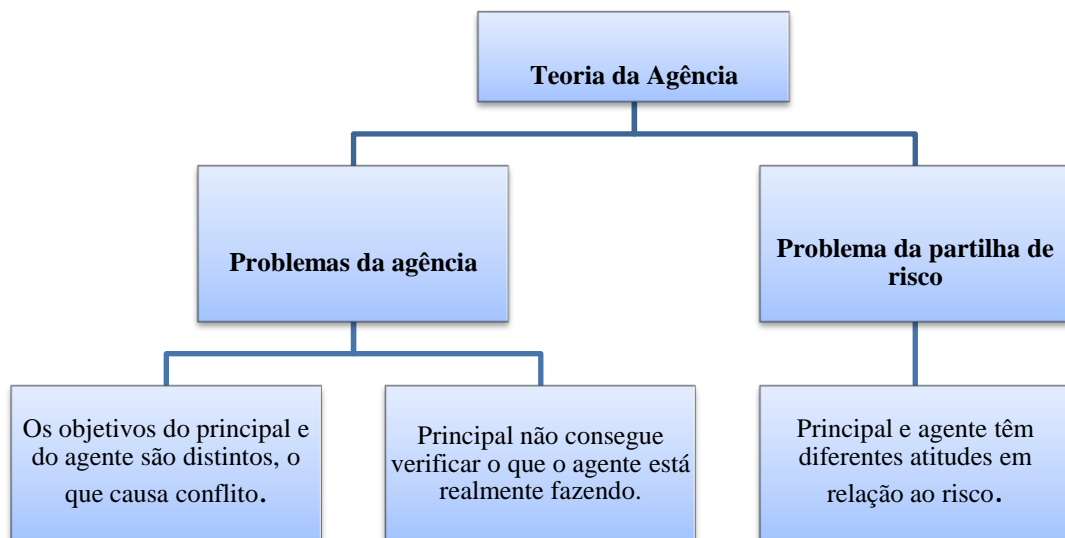
A figura do principal está relacionada às pessoas envolvidas no centro das relações de todos os interessados na empresa. Já o agente é um alguém contratado de fora da empresa, que pode ser um empregado, fornecedor, cliente, concorrente, governo, entre outros (JENSEN; MECKLING, 1976). Um problema nessa relação surge quando o agente, contratado para fazer o melhor para a organização, age tendo em vista o seu interesse próprio (SIFFERT FILHO, 1996).

Nessa relação há uma assimetria de informação, que ocorre devido ao fato de o agente ter acesso a informações que o principal não possui e vice-versa. Por essa razão, a Teoria da Agência apresenta a hipótese de que as pessoas têm interesses diferentes e, por isso, irão agir de forma que seus próprios objetivos sejam maximizados (JENSEN; MECKLING, 1976). A hipótese levantada por essa teoria está intimamente relacionada ao presente estudo, visto que o gerenciamento de resultados (HEALY; WAHLEN, 1998) e o de impressão

(HOOGHIEMSTRA, 2000) são realizados pelos administradores para que os mesmos atinjam os seus objetivos próprios.

Com isso, analisando os conflitos inerentes à relação entre o principal e o agente, a Teoria da Agência tem como foco solucionar dois problemas que podem ocorrer. A Figura 6 demonstra esses problemas.

Figura 6 - Problemas enfrentados pela Teoria da Agência



Fonte: elaborada a partir de Eisenhardt (1989).

O primeiro conflito que a Teoria da Agência busca solucionar é o problema da agência, que pode ocorrer em duas situações: i) quando há conflito entre os objetivos entre o principal e o agente ou ii) quando o principal não consegue verificar o que o agente está fazendo, pois é difícil ou caro (EISENHARDT, 1989). Já o segundo está relacionado ao problema da partilha de risco, que surge quando o principal e o agente têm diferentes atitudes e posicionamentos frente ao risco (EISENHARDT, 1989).

Segundo Siffert Filho (1996), na relação entre o principal e o agente, três condições devem ser atendidas:

- a) o agente dispõe de vários comportamentos possíveis a serem adotados;
- b) as ações do agente afetam não somente o seu próprio interesse, como também o do principal;
- c) as ações dos agentes normalmente são difíceis de serem observadas pelo principal, causando uma assimetria de informação entre eles.

Também, Hendriksen e Van Breda (1999) destacam algumas funções importantes do principal, sendo elas: avaliar a informação, exercer a opção de escolha do sistema de informação e julgar o que é útil. Além disso, os autores defendem que são atribuídos ao agente compromissos em nome do principal, cabendo-lhe: tomar decisões em nome do principal, garantir a execução em benefício das partes e respeitar e considerar a função utilidade do principal sempre que possível.

A Teoria da Agência trouxe diversas contribuições sobre os comportamentos organizacionais. Uma delas foi o tratamento da informação, pois nela a informação é considerada como uma mercadoria: tem um custo e pode ser comprada. A informação, portanto, pode ser considerada uma *commodity* (GALVÃO, 1999). Isso aumenta a importância nos sistemas de informações gerenciais, sejam eles formais ou informais (EISENHARDT, 1989). Com isso, a teoria defende o uso de mecanismos da governança corporativa para prevenir abusos de poder e criar instrumentos de fiscalização para minimizar os conflitos de agência (SALTAJI, 2013).

Dessa forma, no contexto dos conflitos explicados pela Teoria da Agência inerentes à relação entre o principal e o agente e de que as pessoas tendem a agir de forma que seus próprios objetivos sejam maximizados, surgem alguns artifícios para os gerentes alcançarem seus desejos individuais (JENSEN; MECKLING, 1976). Alguns deles são o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão, que são tratados nas próximas seções.

3.2.2 Definição de práticas de Gerenciamento de Resultados

O gerenciamento de resultados está intimamente relacionado à assimetria da informação (WIYADI et al., 2015). Isso se dá, pois o conhecimento que os gestores têm sobre os negócios e a opção de selecionar métodos e estimativas nas demonstrações que combinem com a economia da empresa permitem que eles aumentem o valor da contabilidade como uma forma de comunicação (HEALY; WAHLEN, 1998). Mulford e Comiskey (2002) ainda defendem que, dado que os gerentes têm a opção de escolher as políticas contábeis dentro das normas gerais, é natural esperar que eles escolham as políticas de modo a maximizar sua própria utilidade e/ou o valor de mercado da empresa.

Segundo o item 1.1 do Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2007 emitido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o gerenciamento de resultados não infringe a lei, definindo-o como “[...] o julgamento arbitrário no processo de reportar as demonstrações financeiras, com o objetivo de influenciar ou manipular os números apresentados, ainda que

dentro dos limites prescritos pela legislação contábil e fiscal” (CVM, 2007). Também, essa forma de gerenciamento não fere os princípios da Contabilidade, pois, segundo Kraemer (2005, p. 43), ela é “[...]o processo mediante o qual os contadores utilizam seu conhecimento sobre as normas contábeis para manipular as cifras da empresa, sem deixar de cumprir os princípios de contabilidade”.

Além de não ser ilegal e não ferir os princípios contábeis, o gerenciamento de resultados não pode ser confundido com fraude contábil. Martinez (2001) defende que esse gerenciamento ocorre quando os administradores operam dentro dos limites prescritos pela legislação. Isto é, nos pontos em que as normas permitem certa discricionariedade ao gerente, este pode realizar suas escolhas em função de outros incentivos que não sejam a realidade dos negócios.

Mulford e Comiskey (2002) listaram algumas situações e incentivos para os administradores gerenciarem o resultado de uma companhia. Quando, por exemplo, os resultados reais da empresa estão, de alguma forma, abaixo da previsão de resultados do consenso no mercado, há um incentivo para os gestores gerenciarem os resultados para evitar uma queda potencialmente acentuada no preço da ação (MULFORD; COMISKEY, 2002). Ou ainda, quando a empresa está se preparando para uma oferta pública inicial de suas ações, os administradores podem utilizar do gerenciamento de resultados para apresentar a melhor imagem de resultados possíveis, de modo a maximizar o preço pelo qual a ação é vendida (MULFORD; COMISKEY, 2002).

Existem diversas maneiras e técnicas utilizadas pelos gestores no gerenciamento de resultados (HEALY; WAHLEN, 1998). Segundo Mulford e Comiskey (2002), algumas dessas técnicas são as seguintes: mudar o método de depreciação, mudar a vida útil do bem para modificar a depreciação, determinar a presença de ativos depreciados e qualquer *accrual* de perda necessário, determinar ou alterar os períodos de amortização dos intangíveis, estimar *accruals* de obrigações ambientais, decidir a classificação de um hedge ou de um derivativo financeiro, estimar o montante de um *accrual* de reestruturação, estimar o estágio de conclusão dos contratos de construção, entre outros.

3.2.3 Relação entre Gerenciamento de Impressão e de Resultados

Conforme já foi comentado por Saorin e Osma (2010), existem poucos estudos que relacionam o gerenciamento de resultados com o gerenciamento de impressão. Confirmando os autores, após a realização de busca avançada nas bases de dados Portal de Periódicos

CAPES/MEC, Google Acadêmico, Ebsco, Scielo, Emerald, Proquest e Jstor, foram encontrados somente quatro estudos que fizessem a relação entre esses dois temas, sendo eles as pesquisas de Godfrey, Mather e Ramsay (2003), Saorin e Osma (2010), Bocmaru (2015) e Carlsson e Lamti (2015).

Godfrey, Mather e Ramsay (2003) analisaram o gerenciamento de resultados e de impressão em 63 companhias australianas que tiveram mudança em sua diretoria. O estudo buscou responder às seguintes questões: os administradores realizam um gerenciamento para diminuir os resultados e um gerenciamento de impressão para piorar a imagem da companhia no ano da mudança de diretoria? E os administradores realizam um gerenciamento para aumentar os resultados e um gerenciamento de impressão para melhorar a imagem da companhia no ano após a mudança?

Para calcular o gerenciamento de resultados, Godfrey, Mather e Ramsay (2003) utilizaram os *accruals* discricionários como proxy. Para estimá-los, os autores usaram a metodologia de DeAngelo (1986, 1988). O gerenciamento de impressão, por outro lado, foi identificado por meio do uso de distorções em gráficos. Godfrey, Mather e Ramsay (2003) calcularam o índice de discrepância gráfica para examinar o seu nível de distorção.

Godfrey, Mather e Ramsay (2003) evidenciaram que os administradores realizam um gerenciamento para diminuir os resultados e encontraram algumas evidências limitadas de que há um gerenciamento de impressão para piorar a imagem da companhia no ano da mudança de diretoria. Também, encontraram indícios de há gerenciamento de resultados para aumentar seu desempenho financeiro e alguns indícios de que há gerenciamento de impressão para melhorar a imagem da empresa no ano após a mudança (GODFREY; MATHER; RAMSAY, 2003).

Saorin e Osma (2010) investigaram a relação entre o gerenciamento de resultados nas demonstrações financeiras e o gerenciamento de impressão nos comunicados à imprensa nas companhias espanholas, nos anos de 2005 e 2006. Vale ressaltar que esses comunicados à imprensa são opcionais, portanto, discricionários. Por outro lado, na presente pesquisa, o gerenciamento de impressão será analisado nos relatórios de administração, sendo eles obrigatórios.

O cálculo do gerenciamento de resultados de Saorin e Osma (2010) foi realizado por meio do modelo de Jones (1991), no qual são encontrados os valores dos *accruals* discricionários. Após, calcularam a acumulação de capital de giro anormal e, por fim, verificaram a manipulação nas vendas. Para o gerenciamento de impressão, utilizaram análise de conteúdo para classificar as palavras das narrativas dos administradores em positivas ou

negativas, pontuando-as. Para encontrar o valor do gerenciamento de impressão, utilizaram o índice elaborado por Henry (2008). Finalmente, para verificar a relação entre os dois tipos de gerenciamento, utilizou 2 regressões. A primeira para analisar a probabilidade das firmas emitirem um comunicado à imprensa, condicionado ao nível de gerenciamento de resultados. E, a segunda, para investigar o nível de gerenciamento de impressão como uma função do nível de gerenciamento de resultados.

Após analisarem a relação dos dois tipos de gerenciamento, Saorin e Osma (2010) observaram uma tendência de que as companhias que gerenciam mais os seus resultados são menos propensas a emitir um relatório anual à imprensa. Contudo, dessas empresas que emitem relatórios à imprensa, os pesquisadores observaram evidências de que as companhias com maior gerenciamento de resultados também demonstram um grande grau de gerenciamento de impressão, corroborando a ideia de que o gerenciamento de resultados e de impressão são artifícios complementares no controle da imagem corporativa (SAORIN; OSMA, 2010).

Bocmaru (2015) observou a relação entre o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão como ferramentas dos comportamentos oportunistas dos administradores. Assim como no estudo de Saorin e Osma (2010), Bocmaru (2015) analisou os comunicados à imprensa para medir o gerenciamento de impressão. A amostra do estudo da autora foi composta por 52 firmas americanas, selecionadas aleatoriamente, abrangendo o período de 2013 e 2014.

Para investigar o gerenciamento de impressão, Bocmaru (2015) fez uso da análise de conteúdo nos comunicados à empresa. Como proxy do gerenciamento de resultados, a autora utilizou os *accruals* discricionários, fazendo uso do modelo Jones modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), seguindo Kothari, Leone e Wasley (2005). Após, para analisar a relação entre os dois tipos de gerenciamento, Bocmaru (2015) utilizou duas regressões. A primeira foi realizada para testar a hipótese de que o gerenciamento de impressão é motivado pelo uso do gerenciamento de resultados. Já, o segundo modelo de regressão foi realizado para verificar a hipótese criada de que a dispersão de previsão de resultado futuro e o erro de previsão de resultado futuro estão associados ao uso de gerenciamento de impressões e gerenciamento de resultados.

Como resultados, Bocmaru (2015) concluiu que os *accruals* para aumentar o resultado estão positivamente relacionados com o uso de viés nas divulgações à imprensa, corroborando sua ideia de que o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão estão positivamente associados. Também, encontrou evidências de que a precisão das previsões de

resultado dos administradores diminui para as empresas que utilizam gerenciamento de impressões e gerenciamento de resultados, corroborando sua segunda hipótese.

A relação entre o gerenciamento de resultados e de impressão também foi testada por Carlsson e Lamti (2015), que utilizaram como amostra as companhias listadas na bolsa de valores de Londres, tendo como base o ano de 2013. As autoras buscaram responder se esses dois tipos de gerenciamento são substitutos ou complementares entre si. Assim como no presente estudo, Carlsson e Lamti (2015) verificaram o gerenciamento de impressão nos relatórios de administração das empresas da amostra.

Para verificar o grau de gerenciamento de impressão, Carlsson e Lamti (2015) investigaram o tom anormal das palavras nos relatórios, por meio da análise de conteúdo. O gerenciamento de resultados foi encontrado tendo como proxy os accruals discricionários, por meio do modelo Jones modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY,1995). As autoras criaram três hipóteses em seu estudo, sendo que as duas primeiras relacionam o gerenciamento de impressão ao desempenho financeiro e a última verifica a relação entre o gerenciamento de impressão e de resultados.

Carlsson e Lamti (2015) encontraram em seu estudo que o tom nos relatórios de administração e o desempenho financeiro das empresas estão positivamente associados. Além disso, verificaram que há uma associação positiva entre o tom anormal (usado como proxy do gerenciamento de impressão) nos relatórios e o gerenciamento de resultados nas demonstrações financeiras. Por fim, Carlsson e Lamti (2015) concluíram que o gerenciamento de resultados e de impressão são utilizados como ferramentas complementares e não substitutivas.

3.3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Na presente seção são apresentados os procedimentos metodológicos da pesquisa. Primeiro, as classificações do estudo e a formação da amostra são demonstrados. Após, são descritos os procedimentos para mensuração do gerenciamento de resultados e de impressão. Por fim, é explicado o desenvolvimento da hipótese e do modelo.

3.3.1 Classificações da pesquisa e amostra

A pesquisa buscou analisar a relação entre gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento de impressão nas companhias abertas listadas na B3 S. A Brasil Bolsa Balcão.

Portanto, o problema foi abordado de forma quantitativa, por meio de um estudo documental e com análise descritiva.

No que se refere à classificação da pesquisa quanto à abordagem do problema, é possível considerá-la como quantitativa. Silva (2010) destaca que, nessa abordagem, a coleta de dados é realizada enfatizando os números, para assim obter a aceitação ou não da(s) hipótese(s) previamente proposta(s) pelo investigador. A adoção é adequada considerando que, para a obtenção de resposta para o problema, foi necessária a utilização de instrumentos de quantificação, a partir de informações numéricas e estatísticas.

Quanto ao procedimento utilizado para a coleta de dados, foi realizada uma pesquisa documental, que, segundo Ferrari (1982, p. 225), “tem por finalidade reunir, classificar e distribuir os documentos de todo gênero dos diferentes domínios da atividade humana”. Considerando que os dados para a realização deste trabalho foram coletados diretamente da base de dados Economática® e da CVM, a classificação do procedimento procede.

Em relação à classificação da pesquisa quanto ao seu objetivo, foi adotado um estudo descritivo, que, de acordo com Gil (2008, p. 28) tem “[...] como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis”. A aplicação desse método se justifica pelo fato de que o trabalho apresentado tem como um de seus objetivos observar e analisar as informações divulgadas das empresas selecionadas, sem alterar o ambiente.

A população selecionada compreende as companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão. Para compor a amostra, foram excluídas as empresas que não divulgaram as informações necessárias a esta pesquisa. Dessa forma, o processo de amostragem foi do tipo não probabilístico intencional (COLAUTO, BEUREN, 2014). O procedimento de coleta para a realização deste estudo se deu por meio da base de dados Economática® e da CVM. Para verificação do tom total nas narrativas contábeis, 1.576 relatórios de administração foram baixados manualmente do site da CVM. A Tabela 10 evidencia a formação da amostra.

Tabela 61 - Amostra

População	368
(-) Empresas com dados financeiros faltantes	122
(-) Empresas com problemas nos R.A	2
(-) Empresas do setor financeiro	47
(-) Outliers	30
Amostra	167

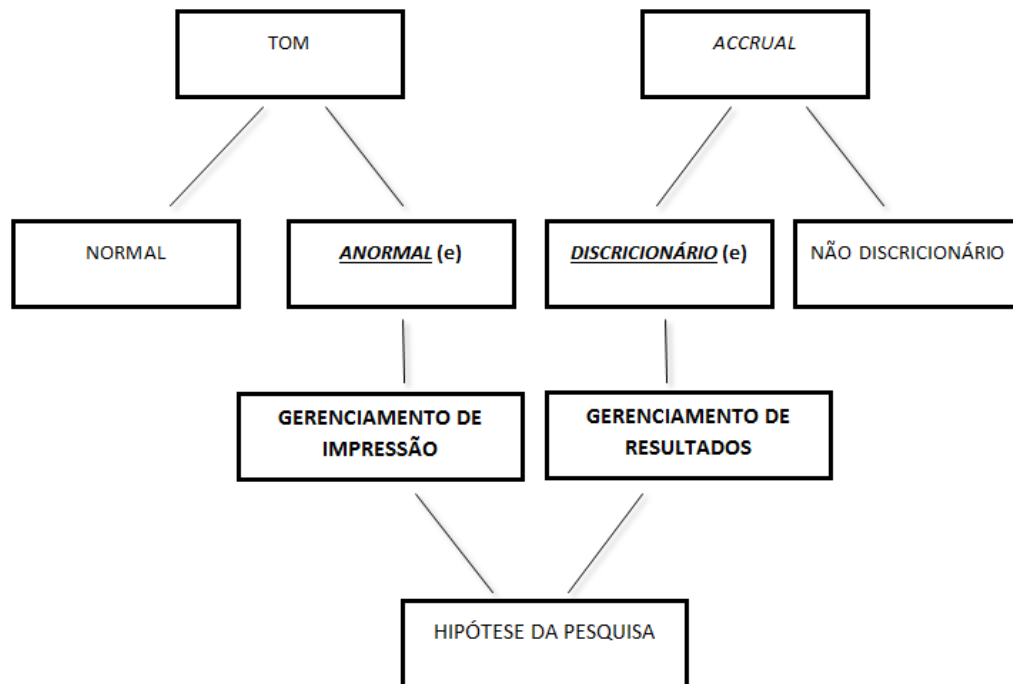
Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).
R.A = Relatórios de Administração

Sendo assim, a população inicial era de 368 empresas. Após, 122 empresas foram excluídas por não apresentarem dados financeiros necessários à pesquisa. Também, 2 companhias foram excluídas por problemas nos relatórios de administração. Após, 47 empresas do setor financeiro foram descartadas da amostra, tendo em vista que são regidas por regras contábeis específicas (DOMINGOS et al., 2017). Por fim, 30 empresas outliers foram excluídas. Dessa forma, a amostra final da pesquisa foi composta por 167 entidades.

3.3.2 Mensuração do gerenciamento de resultados e de impressão

Em relação ao gerenciamento de resultados e ao gerenciamento de impressão, é importante ressaltar algumas nomenclaturas. A Figura 7 elucida os conceitos de GR e GI e serve como um resumo do presente estudo e de seu objetivo principal, que é testar a hipótese da pesquisa.

Figura 7 – Desenho da pesquisa



Fonte: adaptada de Carlsson e Lamti (2015).

Como ilustrado na Figura 7, o tom e os *accruals*, que são mensurados separadamente, são constituídos de componentes “normais” e “anormais”. Os componentes anormais/discricionários dos *accruals* e do tom são calculados como os resíduos (e) das Equações (2) e (4), respectivamente, e são as variáveis de interesse ao testar a hipótese da pesquisa. Dito isso, o tom anormal e os *accruals* discricionários funcionam nesse estudo como proxies do gerenciamento de impressão e de resultados, respectivamente (CARLSSON; LAMTI, 2015).

Para o cálculo do gerenciamento de resultados foi utilizado o modelo Jones Modificado, desenvolvido por Dechow, Sloan e Sweeney (1995), no qual os *accruals* discricionários são utilizados como proxy desse gerenciamento. A escolha desse modelo se justifica, pois Paulo (2007) afirma que esse método é um dos mais utilizados nas pesquisas empíricas sobre o tema. Para ratificar essa informação nos tempos atuais, após a realização de uma busca no Portal de Periódicos Capes sobre estudos nacionais que mensuraram *accruals* discricionários nos últimos 5 anos, concluiu-se que o modelo criado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) foi o mais utilizado no contexto brasileiro. Dentre as 40 pesquisas analisadas sobre o tema, 22 fizeram uso do presente modelo, representando 55% dos estudos da busca.

Por meio do estudo de Paulo (2007), foi possível sintetizar os passos necessários para a identificação dos *accruals* discricionários pelo método do modelo Jones Modificado

(DECHOW; SLOAN; SWEENEY,1995). Primeiramente, deve ser realizado o cálculo os *accruals* totais pela abordagem do Balanço Patrimonial. Pela disponibilidade dos dados, essa é a abordagem mais utilizada, inclusive por Dechow, Sloan e Sweeney (1995). Segundo Paulo (2007, p. 93), “a estimação dos *accruals* através do Balanço Patrimonial está fundamentada no pressuposto de que as mudanças nas contas do capital circulante estão articuladas com os componentes dos *accruals* de receitas e despesas na Demonstração de Resultado”.

Dessa forma, o cálculo dos *accruals* totais pela abordagem do Balanço Patrimonial foi realizado da seguinte forma:

$$AT_t = \frac{(\Delta AC_t - \Delta Disp_t) - (\Delta PC_t - \Delta Div_t) - Depr_t}{A_{t-1}} \quad (1)$$

Em que:

AT_t = *accruals* (operacionais) totais da empresa no período t;

ΔAC_t = variação do ativo circulante da empresa no final do período t-1 para o final do período t;

$\Delta Disp_t$ = variação das disponibilidades da empresa no final do período t-1 para o final do período t;

ΔPC_t = variação do passivo circulante da empresa no final do período t-1 para o final do período t;

ΔDiv_t = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no final do período t-1 para o final do período t;

$Depr_t$ = montante das despesas com depreciação e amortização da empresa durante o período t;

A_{t-1} = ativos totais da empresa no final do período t-1.

Por essa abordagem, a estimação dos *accruals* totais se dá pela variação da diferença entre o ativo circulante operacional e o passivo circulante operacional, sendo deduzidas as despesas com depreciação e amortização do período (PAULO, 2007). Após encontrados os *accruals* totais, as estimativas dos coeficientes α , β_1 e β_2 e os *accruals* discricionários são gerados pela Equação (2), segundo Dechow, Sloan e Sweeney (1995).

$$AT_{i,t} = \alpha \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta R_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + e_i \quad (2)$$

Em que:

$AT_{i,t}$ = accruals (operacionais) totais da empresa no período t;

$A_{i,t-1}$ = ativos totais da empresa no final do período t-1;

$\Delta R_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa i do período t-1 para o período t, ponderada pelos ativos totais no final do período t-1;

$\Delta CR_{i,t}$ = variação das contas a receber (clientes) da empresa i no período t-1 para o período t, ponderada pelos ativos totais no final do período t-1;

$PPE_{i,t}$ = saldos das contas Ativo Imobilizado e Ativo Intangível da empresa i no final do período t, ponderados pelos ativos totais do final do período t-1;

e_i = resíduos da regressão da empresa i – *accruals* discricionários (ACCDISC).

A Equação (2), por meio de seus resíduos, fornece os *accruals* discricionários. Dessa forma, os resíduos (*accruals* discricionários) foram mensurados para cada empresa e para cada ano da amostra com o uso do *software* Stata. Vale ressaltar que os *accruals* foram mensurados por ano, e não por ano-setor como geralmente é feito nas pesquisas internacionais, tendo em vista que para a maioria dos setores há poucas empresas, sendo esta uma limitação imposta pelo mercado brasileiro (SPRENGER, 2016).

Para verificação do tom total nos relatórios, um dicionário de palavras inicialmente criado por Henry (2008) e, posteriormente complementado por Carlsson e Lamti(2015) foi utilizado, conforme ANEXO A. Esse dicionário contém uma lista de palavras classificadas em positivas e em negativas. Vale ressaltar que as palavras do dicionário de Henry (2008) e Carlsson e Lamti (2015) foram traduzidas para o português, visto que os seus estudos estão em inglês.

Para manter o rigor científico da pesquisa e tornar o dicionário o mais completo possível, foi enviado um e-mail para 3 profissionais envolvidos com a elaboração e/ou leitura dos relatórios de administração solicitando a validação desse dicionário, conforme APÊNDICE A. O e-mail foi enviado para um professor/pesquisador de Contabilidade, para um analista de investimentos e para um gerente de relações com investidores de uma multinacional.

A contagem das palavras classificadas em positivas e em negativas nos relatórios de administração foi realizada com o auxílio do software de análise de conteúdo MAXQDA 12. Finalmente, para o cálculo do tom total nos relatórios de administração, foi utilizada a Equação (3), elaborada por Henry (2008).

$$TOM = \frac{N^{\circ} \text{ Palavras Positivas} - N^{\circ} \text{ Palavras Negativas}}{N^{\circ} \text{ Palavras Positivas} + N^{\circ} \text{ Palavras Negativas}} \quad (3)$$

A Equação (3) possui uma escala com intervalos entre -1 e +1. Se o resultado da equação for igual a 0, significa que há indícios de que o relatório de administração foi construído de forma neutra. Por outro lado, um resultado entre -1 e 0 sugere que foram utilizadas um maior número de palavras negativas. Já, um resultado entre 0 e +1 sugere que foram usadas mais palavras positivas (CARLSSON; LAMTI, 2015).

Em relação ao gerenciamento de impressão, Huang et al. (2014) afirmam que o tom total (TOM) de uma narrativa é interpretado como a soma do tom normal com o tom anormal (TA). Um tom normal simboliza uma descrição neutra dos fundamentos da empresa e é expresso por meio das variáveis de controle da Equação (4). Dessa forma, a variável TOM (tom total) expressa o nível de tom nos relatórios incluindo tanto o tom normal quanto o tom anormal (TA).

Posto isso, de maneira similar ao cálculo dos *accruals* discricionários, o tom anormal, proxy do gerenciamento de impressão neste estudo, é encontrado a partir dos resíduos da Equação (4), com base em Huang, Teoh e Zhang (2014) e em Carlsson e Lamti (2015).

$$TOM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RENT_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 P_VPA_{i,t} + \beta_4 RET_{i,t} + \beta_5 SETOR_{i,t} + e_{i,t} \quad (4)$$

Em que,

$TOM_{i,t}$ = tom total da empresa i no ano t;

$RENT_{i,t}$ = rentabilidade da empresa i no ano t;

$TAM_{i,t}$ = tamanho da empresa i no ano t;

$P_VPA_{i,t}$ = preço da ação/ valor patrimonial da ação da empresa i no ano t;

$RET_{i,t}$ = retornos anuais das ações da empresa i no ano t;

$SETOR_{i,t}$ = setor econômico da empresa i no ano t , representado por variáveis *dummies*;

$e_{i,t}$ = resíduos da regressão – tom anormal – TA

O Quadro 5 resume as variáveis da equação.

Quadro 5 - Variáveis da Equações (4)

Nome	Abreviação	Proxy para	Mensuração
Tom Total	TOM	Tom total	$\frac{\text{Palavras positivas} - \text{Palavras negativas}}{\text{Palavras positivas} + \text{Palavras negativas}}$
Rentabilidade	RENT	Performance/Desempenho Financeiro	ROA (Rentabilidade do Ativo) (Lucro líquido/ativo total)
Tamanho	TAM	Custo político	Log (Ativo Total)
Preço da ação/valor patrimonial da ação	P_VPA	Potencial de crescimento	Preço da ação/valor patrimonial da ação
Retornos anuais das ações	RET	Potencial de crescimento	Preço da ação t1-Preço da ação t0/Preço da ação t0
Setor	SETOR	Setor econômico da empresa	Variável <i>dummy</i> para cada setor: Saúde Utilidade Pública Consumo Cíclico Consumo Não Cíclico Materiais Básicos Petróleo, Gás e Biocombustíveis Tecnologia da Informação Telecomunicações Bens Industriais

Fonte: adaptado de Carlsson e Lamti (2015).

Após a identificação dos *accruals* discricionários (considerados neste estudo como *proxy* de gerenciamento de resultados) e do tom anormal (*proxy* do gerenciamento de impressão), é possível verificar qual é a relação entre o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão.

3.3.3 Desenvolvimento da hipótese e do modelo

Em se tratando de divulgações financeiras, algumas pesquisas buscaram estudar a relação entre o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão (GODFREY; MATHER; RAMSAY, 2003; SAORIN; OSMA, 2010; BOCMARU, 2015; CARLSSON; LAMTI, 2015). Dessa maneira, em todas, algum tipo de associação entre as duas práticas foi encontrado.

Huang, Teoh e Zhang (2014) encontraram em seu estudo que a relação entre o gerenciamento de impressão e o de resultados é estatisticamente significativa, indicando que essas ferramentas são usadas simultaneamente pelas entidades ao divulgarem as informações para seus *stakeholders*. No que tange ao gerenciamento de impressão por meio de distorções em gráficos, Godfrey, Mather e Ramsay (2003) também evidenciaram uma associação entre as duas práticas.

Em relação às características do gerenciamento de impressão e de resultados, sabe-se que o comum entre os dois tipos de gerenciamento é a intenção de afetar ou moldar as percepções dos usuários sobre a performance financeira de empresa. Ainda, adicionando os incentivos similares por trás dos dois comportamentos, a ideia de coexistência dos dois comportamentos é justificada (CARLSSON; LAMTI, 2015).

Isso posto, tendo como base a metodologia de Carlsson e Lamti (2015), a seguinte hipótese foi criada.

Hipótese: O uso do tom anormal nos relatórios de administração está positivamente associado ao uso de accruals discricionários.

Essa hipótese está de acordo com os resultados encontrados nos estudos de Godfrey, Mather e Ramsay (2003), Saorin e Osma (2010) e Bocmaru (2015), nos quais foi identificada uma relação positiva entre o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão. Com isso, para testar a hipótese, também elaborada conforme Carlsson e Lamti (2015), foi utilizado o modelo de regressão da Equação (5).

$$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ACCDISC_{i,t} + \beta_2 RENT_{i,t} + \beta_3 PERDAS_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 P_VPA_{i,t} + \beta_6 RET_{i,t} + \beta_7 RENT_PERDAS_{i,t} + \beta_8 SETOR_{i,t} + e_{i,t}$$

(5)

$TA_{i,t}$ = tom anormal da empresa *i* no ano *t* – TA ;

$ACCDISC_{i,t}$ = accruals discricionários da empresa *i* no ano *t*;

$RENT_{i,t}$ = rentabilidade da empresa *i* no ano *t*;

$PERDAS_{i,t}$ = perdas (*dummy*) da empresa *i* no ano *t*;

$TAM_{i,t}$ = tamanho da empresa *i* no ano *t*;

$P_VPA_{i,t}$ = preço da ação/ valor patrimonial da ação da empresa *i* no ano *t*;

$RET_{i,t}$ = retornos anuais das ações da empresa i no ano t ;

$RENT_PERDAS_{i,t}$ = variável de interação entre rentabilidade e perdas da empresa i no ano t ;

$SETOR_{i,t}$ = setor econômico da empresa i no ano t , representado por variáveis *dummies*;

$e_{i,t}$ = resíduos da regressão.

O Quadro 6 resume as variáveis utilizadas na Equação (5).

Quadro 6 - Variáveis da Equação (5): Tom anormal versus accruals discricionários

Nome	Abreviação	Proxy para	Mensuração
Tom Anormal	TA	Gerenciamento de impressão	Resíduos da Equação (4).
Accruals discricionários	ACCR	Gerenciamento de resultados	Encontrados pelo modelo Jones Modificado (1995)
Rentabilidade	RENT	Performance/Desempenho Financeiro	ROA (Rentabilidade do Ativo) (Lucro Líquido/ativo total)
Perdas	PERDAS	Performance/Desempenho Financeiro	Variável Dummy Se $RENT < 0$, = 1 Se $RENT \geq 0$, = 0
Tamanho	TAM	Custo Político	Log (Ativo Total)
Preço da ação/valor patrimonial da ação	P_VPA	Potencial de crescimento	Preço da ação/valor patrimonial da ação da empresa
Retornos anuais das ações	RET	Potencial de crescimento	Preço da ação $t1$ -Preço da ação $t0$ /Preço da ação $t0$
Interação da rentabilidade com as perdas	RENT_PERDAS	Performance/Desempenho Financeiro	Variável de interação Resultado da multiplicação de RENT por PERDAS
Setor	SETOR	Setor econômico da empresa	Variável <i>dummy</i> para cada setor: Saúde Utilidade Pública Consumo Cíclico Consumo Não Cíclico Materiais Básicos Petróleo, Gás e Biocombustíveis Tecnologia da Informação Telecomunicações Bens Industriais

Fonte: adaptado de Carlsson e Lamti (2015).

A escolha das variáveis de controle para as equações se deu pelas seguintes razões:

- a) rentabilidade e perdas: essas variáveis captam o desempenho financeiro atual da empresa (CARLSSON; LAMTI, 2015) e, estudos como os de Huang, Teoh e

Zhang (2014) e Davis e Tama-Sweet (2012) confirmam que a performance financeira da empresa afeta o nível do tom usado nos relatórios de administração.

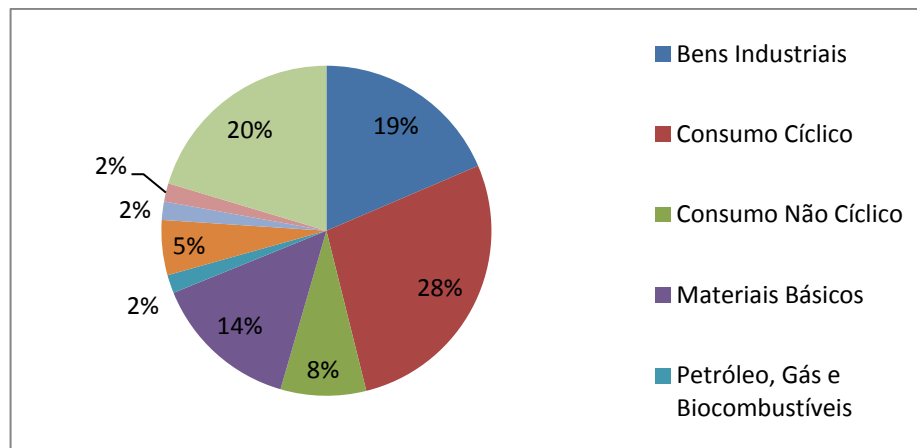
- b) tamanho: Li (2010) afirma que empresas maiores tendem a ser mais cuidadosas ao se expressarem para evitar custos legais e políticos.
- c) book-to-market e retornos anuais das ações: segundo Carlsson e Lamti (2015), essas variáveis são representativas do potencial de crescimento das empresas, o que afeta o uso do tom nos relatórios. Ainda, gerentes de empresas em alto crescimento têm mais incentivos para reportar as informações de forma estratégica, influenciando o tom usado (DAVIS; TAMA-SWEET, 2012).
- d) interação da rentabilidade com as perdas (utilizada nas Equações (6) e (7)): Carlsson e Lamti (2015) defendem que como a variável Perdas é dependente da variável Rentabilidade, surge um efeito de interação. Por isso, a variável RENT_PERDAS será utilizada para controlar esse efeito.

3.4 ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção são abordados os principais resultados encontrados na pesquisa. Inicialmente, é abordada a estatística descritiva da amostra. Em seguida, uma análise do modelo Jones Modificado para mensuração dos *accruals* discricionários é realizada. Por fim, os resultados das regressões e testes são evidenciados.

3.4.1 Estatística descritiva da amostra

Após as exclusões necessárias na população, conforme mencionado nos procedimentos metodológicos, a amostra da pesquisa foi composta por 167 companhias abertas. Essas empresas foram classificadas, segundo a B3, em 9 setores diferentes. A Figura 8 evidencia a distribuição da amostra do estudo conforme essa classificação por setor.

Figura 8 – Distribuição da amostra por setor

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Nota-se, segundo a Figura 8, que a amostra do estudo foi representada, em sua maioria, por empresas classificadas no setor de Consumo Cíclico, com 28% de representatividade. Isso corresponde a 46 companhias. Em sequência, os setores de Utilidade Pública e de Bens Industriais foram os segundos mais representativos na amostra, compondo aproximadamente 20% das empresas da amostra 34 e 31 companhias, respectivamente, em cada um desses setores.

Ainda, 15% das empresas da pesquisa estão classificadas no setor de Materiais Básicos, segundo a B3, sendo elas 24 companhias. Por fim, sendo os menos representativos no estudo, os setores de Telecomunicações, de Petróleo, Gás e Biocombustíveis e de Tecnologia da Informação representaram um pouco mais de 1% da amostra cada um, contendo apenas 3 empresas em cada um deles.

Em relação às variáveis utilizadas na presente pesquisa, a Tabela 12 evidencia suas estatísticas descritivas, tais como, média, valor máximo e mínimo e desvio-padrão.

Tabela 72 – Estatística descritiva das variáveis

	TA	RET	RENT	PERDAS	P_VPA	TAM	ACCDISC
Média	1,36E-18	0,097	1,957	-	2,149	14,320	4,69E-11
Máximo	0,736	3,282	449,900	1,000	71,930	20,620	1,621
Mínimo	-0,598	-0,958	-160,200	0,000	-25,580	0,000	-1,486
Desvio-Padrão	0,188	0,507	18,270	0,450	4,202	3,407	0,162

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Segundo a Tabela 12, pode-se observar que o valor médio de TA foi baixo, assim como no estudo de Carlsson e Lamti (2015). Porém, esse valor é condizente, tendo em vista

que o mesmo se refere aos resíduos das Equações (4). Adicionalmente, o valor de $1,36e-18$ indica que, em média, os valores dos tons anormais foram positivos e, por consequência, o gerenciamento de impressão por parte das companhias da amostra foi, em média, positivo.

Por outro lado, os *accruals* discricionários obtiveram média no valor de $4,69e-11$. Isso evidencia que, em média, as empresas em análise fizeram uso do gerenciamento de resultados para aumentar o resultado. Ressalta-se que os *accruals* discricionários também apresentaram valores baixos por serem os resíduos da Equação (2).

Analisando os valores máximos e mínimos, é possível concluir que o valor máximo de gerenciamento de impressão de 0,736 foi evidenciado pela empresa Karsten, em 2016. Em outro sentido, a empresa Oi, em 2010, foi a que apresentou o valor mínimo de gerenciamento de impressão. Também, o valor máximo de 1,621 dos *accruals* discricionários foi realizado pela companhia PDG Realt, em 2010 e, no mesmo ano, o valor mínimo de ACCDISC foi apresentado pela Wlm Ind Com.

A Tabela 12 ainda mostra que, em média as empresas obtiveram retornos positivos de suas ações e apresentaram valores médios de rentabilidade no valor positivo de 1,957, indicando uma saúde financeira boa das companhias da pesquisa. A empresa que obteve a maior rentabilidade foi a empresa AES ELPA, em 2016 e a que obteve o menor valor de rentabilidade foi a Mendes Jr., em 2017.

3.4.2 Análise do modelo Jones Modificado

Conforme já apontado, o modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) foi o selecionado para a estimação dos *accruals* discricionários, proxy do nível de gerenciamento de resultados. Dessa maneira, o modelo foi rodado para cada ano observado no software Stata para que, para cada ano e cada empresa pudessem ser identificados os *accruals* discricionários. Os resultados da regressão do Modelo Jones Modificado por ano são evidenciados no APÊNDICE B.

Continuando a análise da equação de Jones modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), a Tabela 13 evidencia a estatística descritiva das variáveis usadas no modelo.

Tabela 13-Estatística descritiva Jones Modificado

	AT	(1/A)	$\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}$	PPE
Média	0,119	2,94e-05	-0,041	0,462
Máximo	124,708	0,042	86,232	18,750
Mínimo	-9,417	1,11e-09	-218,042	0,000
Desvio-Padrão	4,450	0,001	5,911	0,579

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018). Nota: Valores em reais.

A Tabela 13 indica que os *accruals* totais (AT), o inverso do ativo (1/A) e os saldos do ativo imobilizado e intangível (PPE) apresentaram-se, em média, com valores positivos nas empresas da amostra. A variação das receitas menos os recebíveis ($\Delta REV - \Delta REC$) por outro lado, obtiveram uma média negativa de 0,041. Isso significa que, em média, a variação dos recebíveis foi maior do que a variação das receitas líquidas das companhias em análise.

O valor máximo dos *accruals* totais de 124,708 foi evidenciado pela Advanced-Dh, no ano de 2010 e o valor mínimo de -9,417 foi apresentado pela mesma empresa, em 2015. Vale ressaltar que os *accruals* totais não são a proxy de gerenciamento de resultados neste estudo, e sim os discricionários. Por isso, essas informações não são suficientes para indicar que a Advanced-Dh foi a empresa que mais gerenciou resultados dentre as empresas da amostra.

Destarte, em se tratando dos *accruals* discricionários, a Tabela 14 mostra sua média, valores máximo e mínimo e desvio-padrão. Os mesmos também foram separados em positivos e em negativos para análise.

Tabela 84 -Estatística Descritiva das acumulações discricionárias estimadas pelo Jones Modificado

	ACCDISC	ACCDISC (sinal positivo)	ACCDISC (sinal negativo)
Média	4,69E-11	0,087	-0,090
Máximo	1,621	1,621	-5,74E-05
Mínimo	-1,486	1,07E-05	-1,486
Desvio-Padrão	0,162	1,137	1,134
Observações	1.336	680	656

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Observa-se que, segundo a Tabela 14, das 1.336 observações de *accruals* discricionários, 680 foram positivas e 656 negativas. Isso significa que houve um maior uso do gerenciamento para aumentar os resultados do que para diminuí-los. Observando as médias das variáveis, pode-se concluir que, apesar de ter sido utilizado com menor frequência, os

accruals discricionários negativos foram utilizados com maior intensidade do que os *accruals* discricionários positivos.

3.4.3 Análise da relação entre GR e GI

Como comentado nos procedimentos metodológicos, a hipótese de que o uso do tom total estaria positivamente associado ao uso de *accruals* discricionários foi testada por meio da Equação (5). Para isso, os testes F de Chow (1960), de Hausman (1978) e LM de Breusch e Pagan (1980) foram realizados para a escolha do método mais adequado ao modelo da pesquisa.

Hipótese: O uso do tom anormal está positivamente associado ao uso de accruals discricionários.

Tabela 15– Resultados dos testes de validação dos modelos para estimação

Testes	Valor das Estatísticas dos testes	Modelo Escolhido
Teste de Chow	Prob>F = 0.0000	Efeitos Fixos
Teste de Breusch-Pagan (LM)	Prob> χ^2 = 0.000	Efeitos Aleatórios
Teste de Hausman	Prob> χ^2 = 0.974	Efeitos Aleatórios

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Após a realização dos testes, concluiu-se que o método mais apropriado para a aplicação da Equações (5) é o modelo de dados em painel com efeitos aleatórios. Dessa maneira, a Tabela 16 evidencia os resultados da regressão.

Tabela 96 -Resultado das regressões

Variável	Coefficiente	Desvio- Padrão	Estatística- T	P-Valor
C	0,022	0,041	0,541	0,589
Rent	-0,003	0,002	-1,643	0,100*
Rent_perdas	0,002	0,002	0,725	0,469
Perdas	-0,081	0,020	-4,117	0,000***
Ret	-0,014	0,012	-1,176	0,240
P_vpa	0,001	0,002	0,293	0,770
Logtam	0,001	0,002	0,321	0,748
Accdisc	0,004	0,047	0,094	0,925
Util pública	-0,009	0,041	-0,230	0,819
Telecomun	-0,008	0,078	-0,096	0,923

Variável	Coefficiente	Desvio- Padrão	Estatística- T	P-Valor
Tecno da info	-0,009	0,093	-0,098	0,922
Saúde	-0,006	0,054	-0,111	0,912
Petro,gas e bio	-0,003	0,080	-0,039	0,969
Materiais básicos	0,001	0,043	0,015	0,988
Consumo ciclico	0,007	0,036	0,200	0,841
Consumo não ciclico	0,005	0,051	0,102	0,919
Observações	1336			
R ²	0,026			
R ² ajustado	0,007			
Durbin Watson	1,562			

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).
 Nota: Níveis de significância: *p<0,10; **p<0,05 e ***p<0,01;

Observando o valor do R² de 0,026, infere-se que o modelo explica quase 3% do gerenciamento de impressão. Apesar de baixo, comparando com o valor de R² encontrado por Carlsson e Lamti (2015), nota-se que o valor do presente estudo se mostrou maior do que o valor apresentado pelas autoras (R² de 0,0082). Mesmo assim, o valor encontrado de R² foi muito similar ao das autoras.

Nota-se também que somente as variáveis de rentabilidade (RENT) e de perdas (PERDAS) se mostraram com significância estatística. O sinal e o valor do coeficiente de rentabilidade (RENT) mostram que a relação entre RENT e o tom anormal é negativa, isto é, companhias mais rentáveis usam menos o gerenciamento de impressão. Por outro lado, também foi encontrada uma associação negativa entre perdas e tom anormal. Esses fatos indicam que empresas mais rentáveis usam menos o gerenciamento de impressão, ao mesmo tempo que empresas com prejuízo também usam menos a prática. O sentido da relação dessas variáveis com o tom anormal foi o mesmo do encontrado por Carlsson e Lamti (2015).

Observando o valor do p-valor dos *accruals* discricionários (ACCDISC), variável de interesse no modelo, não foi possível observar uma associação significativa entre a variável e o tom anormal. Isso significa que não foi evidenciada uma associação entre gerenciamento de resultados e de impressão. Esse resultado vai contra o achado no estudo de Carlsson e Lamti (2015), que encontraram uma associação significativa e positiva entre as variáveis.

Apesar de não ser possível concluir que os dois tipos de gerenciamento se relacionam, os resultados da pesquisa vão de acordo com a Teoria da Agência, que afirma que os agentes dentro das relações de uma empresa irão atuar de acordo com os seus interesses e, ao se utilizarem das práticas de gerenciamento de resultados e de impressão, atendem ao seu

objetivo de controlar a percepção que os usuários têm da sua companhia. Dessa forma, os resultados da pesquisa, de fato, indicam que o uso dessas duas ferramentas existem nas empresas brasileiras, corroborando o que a teoria defende.

Perante esses resultados, o Quadro 7 evidencia a aceitação ou não da hipótese da pesquisa.

Quadro 7 – Resumo dos testes da hipótese da pesquisa

	H: O uso do tom anormal está positivamente associado ao uso de <i>accruals</i> discricionários
Equação (5)	Rejeitada

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

Dessa forma, o Quadro 7 mostra que a hipótese de que o uso do tom anormal está positivamente associado ao uso de *accruals* discricionários foi rejeitada. Isso se dá, pois a variável dos *accruals* discricionários não mostrou-se com significância estatística, não sendo possível concluir que há uma relação entre as duas variáveis.

Para a confirmação de que não há problemas de multicolinearidade no modelo da pesquisa, a Tabela 17 evidencia o teste de correlação de Pearson.

Tabela 107 - Correlação de Pearson

	TA	RET	RENT	PERDAS	P_VPA	TAM	ACCDISC
TA	1						
RET	-0,008	1					
RENT	-0,002	0,162	1				
PERDAS	-0,153	-0,230	-0,404	1			
P_VPA	0,001	0,105	0,141	-0,171	1		
TAM	-0,002	-0,071	0,069	0,013	0,030	1	
ACCDISC	0,040	0,015	0,106	-0,048	0,052	0,046	1

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Por meio da correlação de Pearson (Tabela 17), nota-se que o modelo da pesquisa não apresenta problema de multicolinearidade, tendo em vista que os valores dos coeficientes do teste são baixos. Chama-se a atenção apenas para um caso que apresentou-se peculiar: o valor o valor entre rentabilidade (RENT) e perdas (PERDAS).

O valor de -0,404 de correlação entre RENT e PERDAS, apesar de ser considerado como moderado pela literatura (FIGUEIREDO FILHO; SILVA JÚNIOR, 2009), é coerente, pois PERDAS é uma variável dummy baseada em RENT. Contudo, como as duas variáveis

são utilizadas simultaneamente no modelo da pesquisa, poderia haver um problema de colinearidade. Por esse motivo, a variável de interação RENT_PERDAS foi usada na Equação (5) para controlar esse possível problema (CARLSSON; LAMTI, 2015).

Também, para dar mais robustez aos resultados, foi realizado o teste de *Variance Inflation Factor* – VIF, que também serve para detectar possíveis problemas de multicolinearidade. A Tabela 18 mostra os resultados.

Tabela 118 - Teste Variance Inflation Factor

Variáveis	VIF
RENT	1,227
PERDAS	1,254
TAM	1,015
P_VPA	1,043
ACCDISC	1,014
RET	1,073

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

A Tabela 18 confirma os resultados do teste de correlação de Pearson (Tabela 17), demonstrando que não há problemas de multicolinearidade no modelo. Isso, pois os valores de VIF são menores do que 5, e May, Visentainer e Cunha (2018), valores de VIF acima de 5 que poderiam indicar uma problemas de multicolinearidade.

3.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo buscou analisar a relação entre gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento de impressão nas companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão. Dessa maneira, para atingir esse objetivo, o problema foi abordado de forma quantitativa, por meio de um estudo documental e com análise descritiva.

A proxy para o gerenciamento de resultados foram os *accruals* discricionários nos demonstrativos financeiros e a proxy para o gerenciamento de impressão foi o tom anormal nos relatórios de administração. Para a coleta dos dados, 1.576 relatórios foram baixados manualmente do site da CVM e os dados financeiros foram captados da base de dados Economatica.

Os *accruals* discricionários foram mensurados pelo modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY,1995). Por outro lado, após a detecção do tom total e das variáveis de controle do tom, foi possível, por meio dos resíduos da equação, mensurar o tom

anormal. Dessa maneira, as variáveis de interesse da pesquisa foram os *accruals* discricionários e o tom anormal.

Diversos estudos encontraram uma relação positiva entre o gerenciamento de resultados e de impressão (GODFREY; MATHER; RAMSAY, 2003; SAORIN; OSMA, 2010; BOCMARU, 2015; CARLSSON; LAMTI, 2015). Por isso, a hipótese da pesquisa de que o uso do tom anormal nos relatórios de administração está positivamente associado ao uso de *accruals* discricionários foi desenvolvida (CARLSSON; LAMTI, 2015).

Os resultados do estudo evidenciaram que a amostra foi composta, em sua grande maioria, por companhias do setor de Consumo Cíclico. Além disso, em média, as empresas em análise fizeram uso do gerenciamento de resultados para aumentar o resultado e, no mesmo sentido, usaram o gerenciamento de impressão de maneira positiva. Também, em média as companhias apresentaram um potencial de crescimento e valores médios de rentabilidade no valor positivo, indicando uma performance financeira boa.

Os resultados da pesquisa indicaram que companhias mais rentáveis usam menos o gerenciamento de impressão, porém, empresas com prejuízo também usam menos a prática. Isso poderia indicar que as companhias que estão mais próximas da rentabilidade zero são as que menos usam o gerenciamento de impressão. Também, em relação ao foco da pesquisa, não foi possível evidenciar uma relação positiva entre os *accruals* discricionários e o tom anormal, pois a variável dos *accruals* discricionários não mostrou-se com significância estatística no modelo utilizado. Por isso, não foi encontrada uma associação entre o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impressão.

Apesar de não ter sido possível concluir que os dois tipos de gerenciamento se relacionam, os resultados da pesquisa vão de acordo com a Teoria da Agência, que afirma que os agentes dentro das relações de uma empresa irão atuar de acordo com os seus interesses e, ao se utilizarem das práticas de gerenciamento de resultados e de impressão, atendem ao seu objetivo de controlar a percepção que os usuários têm da sua companhia.. Dessa forma, os resultados da pesquisa, de fato, indicam que o uso dessas duas ferramentas existem nas empresas brasileiras, corroborando o que a teoria defende.

Dessa maneira, a hipótese da pesquisa de que o uso do tom anormal nos relatórios de administração estaria positivamente associado ao uso de *accruals* discricionários (CARLSSON; LAMTI, 2015) foi ser rejeitada pelo estudo, contrariando o achado de Carlsson e Lamti (2015).

Como limitações da presente pesquisa, pode-se citar as próprias limitações do modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995). Como exemplo, Paulo (2007),

menciona que o modelo não controla os *accruals* discricionários relacionados aos custos e despesas, por elas não serem correlacionadas perfeitamente com as receitas. Contudo, apesar de algumas falhas, optou-se por esse método, pois o mesmo se apresentou mais completo do que os outros modelos de mensuração de *accruals* discricionários da literatura, pelos motivos explicitados nos procedimentos metodológicos. Sugere-se, portanto, para pesquisas futuras, que outros métodos de mensuração de *accruals* discricionários sejam utilizados para comparação com os resultados da presente pesquisa.

Motivado pelos grandes escândalos das últimas décadas quanto à publicação de informações manipuladas das empresas norte americanas e europeias, espera-se que esse estudo incentive uma maior discussão sobre as informações contábeis e sua fidedignidade. Com isso, também espera-se que, com uma maior disseminação de conhecimento sobre o gerenciamento de resultados e de impressão, os gestores tenham ainda menos incentivos para utilizar essas práticas.

REFERÊNCIAS

- BERLE, A.; MEANS, G. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Nova Cultural, 1984.
- BOCMARU, G. **Impression and earnings management**: a collaborative tool to mislead analysts. [S.l.]: Faculty of Economics and Business, University of Amsterdam, 2015.
- BREUSCH, T.S.; PAGAN, A.R. The lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. **Review of Economic Studies**, [S.l.], v. 47, n. 1, p. 239-253, 1980.
- BYRD, J.; PARRINO, R.; PRITSCH, G. Stockholder-Manager conflicts and firm value. **Financial Analysts Journal**, [S.l.], v. 54, n. 3, p. 14-30, 1988.
- CARLSSON, S.; LAMTI, R. **Tone management and earnings management**: a UK evidence of abnormal tone in CEO letters and abnormal accruals. 2015. 54 f. Thesis(Master in Accounting) – School of Business, Economics and Law, University of Gothenburg, Gothenburg, 2015.
- CHOW, G. C. Tests of equality between sets of coefficients in two linear regressions. **Econometrica**, [S.l.], v. 28, n. 3, p. 591-605, 1960.
- COLAUTO, R. D.; BEUREN, I. M. Coleta, análise e interpretação dos dados. In: BEUREN, I. M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**: teoria e prática. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 117-144.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Ofício-circular CVM/SNC/SEP Nº 01/2007**. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas. Rio de Janeiro, fev. 2007. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp>. Acesso em: 18 abr. 2017.
- DAVIS, A. K.; TAMA-SWEET, I. Managers' use of language across alternative disclosure outlets: earnings press releases versus MD&A. **Contemporary Accounting Research**, [S.l.], v. 29, n. 3, p. 804-837, 2012.
- DEANGELO, L. E. Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. **The Accounting Review**, [S.l.], v. 61, n. 2, p. 400-420, 1986.
- DEANGELO, L. E. Managerial competition, information costs, and corporate governance: the use of accounting performance measures in proxy contents. **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 10, n. 1, jan. 1988.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R.; SWEENEY, A. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, [S.l.], v. 70, p. 193-225, 1995.
- DOMINGOS, S. R. M.; PONTE, V. M. R.; PAULO, E.; ALENCAR, R. C. Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 14, n. 31, p. 89-107, jan./abr. 2017.
- EDMONDS, T.; TSAY, B. Y.; OLDS, P. **Fundamental managerial accounting concepts**. 6. ed. Nova Iorque: McGraw-Hill, 2011.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, [S.l.], v. 14, n. 1, 57-74, 1989.

FERRARI, A. T. **Metodologia da pesquisa científica**. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1982.

FERREIRA, F. R.; MARTINEZ, A. L.; COSTA, F. M.; PASSAMANI, R. R. Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 52, n. 5, p. 488-501, set./out. 2012.

FIGUEIREDO FILHO, D. B.; SILVA JÚNIOR, J. A. Desvendando os Mistérios do Coeficiente de Correlação de Pearson. **Revista Política Hoje**, [S.l.], v. 18, n. 1, p. 115-146, 2009.

GALVÃO, A. P. A informação como commodity: mensurando o setor de informações numa nova economia. **Ciência da Informação**, Brasília, v. 28, n. 1, jan./abr., 1999.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas. 2008.

GODFREY, J.; MATHER, P.; RAMSAY, A. Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes. **Abacus**, [S.l.], v. 39, n. 1, 2003.

HAUSMAN, J.A. Specification tests in econometrics. **Econometrica**, [S.l.], v. 46, n. 6, p. 1251-1271, 1978.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. **A review of earnings management literature and its implications for standard setting**. [S.l.], Nov. 1998. Disponível em <<https://fisher.osu.edu/~young.53/Healy-Wahlen>>. Acesso em 20 jun. 2016.

HENDRIKSEN, E.S.; VAN BREDA, M.F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HENRY, E. Are investors influenced by how earnings press releases are written? **Journal of Business Communication**, [S.l.], v. 45, n. 4, p. 363-407, 2008.

HOOGHIEMSTRA, R. Corporate communication and impression management – new perspectives why companies engage in corporate social reporting. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 27, n. 1-2, p. 55-68, 2000.

HUANG, X.; TEOH, S.; ZHANG, Y. Tone management. **The Accounting Review**, [S.l.], v. 89, n. 3, p. 1083-1113, 2014.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 3, p. 305-360, 1976.

JONES, J. J. Earnings Management During Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

KOTHARI, S.; LEONE, A.; WASLEY, C. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of Accounting & Economics**, [S.l.], v. 39, n. 1, 163-197, 2005.

KRAEMER, M. Contabilidade criativa: maquiando as demonstrações contábeis. **Revista Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 28, p. 42-51, mai./jul. 2005.

LI, F. The information content of forward-looking statements in corporate filings—a naïve bayesian machine learning approach. **Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 48, n. 5, p. 1049-1102, 2010.

- MARTINEZ, A. L. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 150 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- MARTINEZ, A. L. Earnings management in Brazil: a survey of the literature. **Brazilian Business Review**, [S.l.], v.10, n. 4, p. 1-29, 2013.
- MAY, J. R.; VISENTAINER, J.; CUNHA, L. C. Valor percebido e perfil dos alunos do curso de Ciências Contábeis. **Revista Brasileira de Contabilidade**, [S.l.], n. 232, p. 70-81, ago. 2018
- MULFORD, C. W.; COMISKEY, E. **The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices**. New York: Wiley, 2002.
- PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- RUTHERFORD, B.A. Obfuscation, textual complexity and the role of regulated narrative accounting disclosure in corporate governance. **Journal of management and governance**, [S.l.], v. 7, n. 2, p. 187-210, 2003.
- SALTAJI, I. M. F. Corporate governance agency theory how to control agency costs. **Internal Auditing & Risk Management**, [S.l.], v. 32, n. 4, p. 47-60, 2013.
- SANTOS, A.; GRATERON, I. R. G. Contabilidade criativa e responsabilidade dos auditores. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, n.32, p.7-22, mai./ago.2003.
- SAORIN, E. G.; OSMA, B. G. **Self-serving financial reporting communication: A study of the association between earnings management and impression management**. [S.l.], aug. 2010. Disponível em:
<<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.463.3003&rep=rep1&type=pdf>>.
Acesso em: 7 jun. 2017.
- SIFFERT FILHO, N. **A teoria dos contratos econômicos e a firma**. 1996. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1996.
- SILVA, A. C. R. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade: orientações de estudos, projetos, artigos, relatórios, monografias, dissertações, teses**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- SPRENGER, K. B. **Relação entre as características do CEO e o gerenciamento de resultados**. 2016. 106 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2016.
- WILSON, R. On the theory of syndicates. **Econometrica**, [S.l.], v. 36, p. 119-132, 1968.
- WIYADI, W.; VENO, A.; SASONGKO, N. Information asymmetry and earning management: good corporate governance as moderating variable. **South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law**, [S.l.], v. 7, n. 2, Aug. 2015.

4 CONCLUSÕES

A presente dissertação teve como objetivo explorar a relação existente entre o gerenciamento de resultados contábeis por *accruals* discricionários e gerenciamento de impressão pelo uso do tom anormal em companhias abertas listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão, durante os anos de 2010 a 2017. Para tanto, quatro objetivos específicos foram traçados.

O primeiro e o segundo objetivos específicos foram identificar o gerenciamento de impressão nos relatórios de administração e identificar a performance financeira das companhias abertas listadas na B3. Esses objetivos foram atingidos no primeiro artigo, no qual foi feita uma análise da relação entre o gerenciamento de impressão e o desempenho financeiro das empresas.

O terceiro e quarto objetivos específicos, por outro lado, foram avaliar o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e analisar a relação entre o uso de *accruals* discricionários e o uso de tons anormais pelas companhias abertas listadas na B3. Esses propósitos foram abordados no segundo artigo.

A amostra da dissertação foi composta por 167 companhias abertas listadas na B3, sendo sua maioria classificada no setor de Consumo Cíclico. Os resultados da dissertação evidenciaram que as companhias analisadas apresentaram médias positivas de rentabilidade e de retornos anuais das ações, indicando uma boa saúde financeira e um bom potencial de crescimento.

O gerenciamento de impressão (primeiro objetivo específico) foi analisado por setor e, concluiu-se que os setores de Consumo Cíclico e de Petróleo, Gás e Biocombustíveis foram os que mais gerenciaram a impressão por meio do uso do tom anormal. Também, observou-se, por meio dos resultados, que, em média, as companhias da amostra gerenciaram mais a impressão positivamente do que negativamente.

Em relação à variável de desempenho financeiro, foco do segundo objetivo específico da pesquisa, foi evidenciado que a rentabilidade possui uma relação positiva com o tom total (Equação (3)) e uma relação negativa com o tom anormal. Isso significa que empresas com melhor performance financeira tendem a se utilizar menos do gerenciamento de impressão. Ao mesmo tempo, a variável representativa de perdas demonstrou um comportamento negativo em relação ao tom anormal, indicando que empresas com prejuízo também usam menos esse tipo de gerenciamento.

No que tange ao gerenciamento de resultados (base do terceiro objetivo específico), os resultados evidenciaram que, em média, as empresas analisadas gerenciaram mais o resultado para aumentá-lo do que para diminuí-lo.

A análise da relação entre o uso de *accruals* discricionários e o uso de tons anormais foi o foco do quarto, e último, objetivo específico da dissertação. Os achados da pesquisa não puderam evidenciar que os *accruals* discricionários e o tom anormal se relacionam de forma positiva. Isso se deu, pois os *accruals* discricionários não mostraram-se com significância estatística no modelo.

A teoria da Agência, que afirma que os agentes em uma empresa irão agir de forma a atingir seus objetivos próprios (JENSEN; MECKLING, 1976), se fez presente na análise dos resultados. Considerando que os gerenciamentos de resultados e de impressão são realizados pelos gestores para controlarem a percepção dos *stakeholders* da maneira que melhor convir a eles, a teoria consegue explicar bem esses comportamentos.

Espera-se que essa dissertação contribua com o meio acadêmico por meio de seu dicionário de palavras classificadas em positivas e negativas. Apesar de o dicionário ter sido criado por Henry (2008) e depois complementado por Carlsson e Lamti (2015), na presente dissertação foi realizada a tradução e validação dessas palavras para o contexto da língua portuguesa.

Além disso, espera-se atingir também os usuários das informações contábeis, possibilitando um maior conhecimento sobre os dois tipos de gerenciamento. Dessa forma, a pesquisa objetivou também diminuir os incentivos para os gestores gerenciarem as informações, pois, com maior conhecimento sobre o tema, os usuários poderão fiscalizar e detectar quando essas práticas ocorrerem. Esse objetivo também está de acordo com a teoria da Agência, visto que ela defende o uso de mecanismos da governança corporativa para prevenir abusos de poder e criar instrumentos de fiscalização para minimizar os conflitos de agência (SALTAJI, 2013).

Como sugestões para pesquisas futuras, recomenda-se que o gerenciamento de impressão seja analisado por meio das distorções em gráficos, para que os resultados possam ser comparados ao da presente dissertação, que analisou a prática somente nas narrativas contábeis. Também, uma amostra menor poderia ser utilizada para que haja a possibilidade de analisar cada relatório de administração manualmente e de maneira detalhada, tendo em vista que a contagem de palavras foi feita com o auxílio de software e não permitiu essa análise minuciosa do contexto de cada palavra.

REFERÊNCIAS

- ALQOTAISH, A. M.; QATAWNEH, A. M. The impact of accounting on environmental costs to improve the quality of accounting information in the Jordanian industrial companies. **International Journal of Business and Management**, [S.l.], v. 12, n. 6, p. 104-110, May 2017.
- BOCMARU, G. **Impression and earnings management**: a collaborative tool to mislead analysts. Amsterdam: Faculty of Economics and Business, University of Amsterdam, 2015.
- CARLSSON, S.; LAMTI, R. **Tone management and earnings management**: a UK evidence of abnormal tone in CEO letters and abnormal accruals. 2015. 54 f. Thesis (Master in Accounting) – School of Business, Economics and Law, University of Gothenburg, Gothenburg, 2015.
- CUNHA, R. K. C.; SILVA, C. A. T. Análise da Facilidade de Leitura das Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras: uma investigação do gerenciamento de impressões nas narrativas contábeis. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 9, 2009. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2009.
- DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. **The Accounting Review**, [S.l.], v. 77, n. 4, supplement, p. 35-59, dez. 2002.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R.; SWEENEY, A. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, [S.l.], v. 70, p. 193-225, 1995.
- DOMINGOS, S. R. M.; PONTE, V. M. R.; PAULO, E.; ALENCAR, R. C. Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 14, n. 31, p. 89-107, jan./abr. 2017.
- DRUM, D.; PERNSTEINER A.; REVAK, A. Workarounds in an SAP environment: impacts on accounting information quality. **Journal of Accounting & Organizational Change**, [S.l.], v. 13, issue 1, p.44-64, 2017.
- FERREIRA, F. R.; MARTINEZ, A. L.; COSTA, F. M.; PASSAMANI, R. R. Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do brasil. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 52, n. 5, p. 488-501, set./out. 2012.
- GODFREY, J.; MATHER, P.; RAMSAY, A. Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes. **Abacus**, [S.l.], v. 39, n. 1, 2003.
- HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. **A review of earnings management literature and its implications for standard setting**. [S.l.], Nov. 1998. Disponível em <<https://fisher.osu.edu/~young.53/Healy-Wahlen>>. Acesso em 20 jun. 2016.
- HENRY, E. Are investors influenced by how earnings press releases are written? **Journal of Business Communication**, [S.l.], v. 45, n. 4, p. 363-407, 2008.
- HOOGHIEMSTRA, R. Corporate communication and impression management – new perspectives why companies engage in corporate social reporting. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 27, n. 1-2, p. 55-68, 2000.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 3, p. 305-360, 1976.

LI, S. F.; MCDOWELL, E.; MOORE, E. A. Accrual based earnings management, real transactions manipulation and expectations management: U.S. and international evidence. **Journal of Global Business Management**, [S.l.], vol. 4, n. 2, 2008.

MARTINEZ, A. L. “Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 150 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 10, n. 4, p. 1-31, 2013.

MERKL-DAVIES, D. M.; BRENNAN, N. Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management?, **Journal of Accounting Literature**, [S.l.], v. 26, p. 116-196, 2007.

MULFORD, C. W.; COMISKEY, E. **Creative cash flow reporting: uncovering sustainable financial performance**. Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2005.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

REN, C. The Approach of Accounting Information Quality on Investment Efficiency: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies. **Theoretical Economics Letters**, Xiamen, [S.l.], v.6, p. 330-337, abr. 2016.

SALTAJI, I. M. F. Corporate governance agency theory how to control agency costs. **Internal Auditing & Risk Management**, [S.l.], v. 32, n. 4, p. 47-60, 2013.

SANTOS; E. S.; PONTE; V. M.; MAPURUNGA, P. V. Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 25, n. 65, p. 161-176, maio./ago. 2014.

SAORIN, E. G.; OSMA, B. G.; JONES, M. J. **Misleading impressions in annual results press release headlines**. [S.l.], 2009. Disponível em: <<http://www.viiaccountingworkshop.upct.es/papers/c2b4b2bcdd44864f67747d261d9cfc3a.pdf>>. Acesso em: 16 jun. 2017.

SAORIN, E. G.; OSMA, B. G. **Self-serving financial reporting communication: A study of the association between earnings management and impression management**. [S.l.], aug. 2010. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.463.3003&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em: 7 jun. 2017.

SANTOS, A. C.; SCARPIN, J. E. Gerenciamento de resultados: análise de sua incidência em empresas mais admiradas do Brasil. **Revista de estudos contábeis**, Londrina, v. 2, n. 3, p. 14-33, jul./dez. 2011.

SPRENGER, K. B. **Relação entre as características do CEO e o gerenciamento de resultados**. 2016. 106 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2016.

YUTHAS, K.; ROGERS, R.; DILLARD, J. F. Communicative action and corporate annual reports. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 41, n. 1-2, p. 141-157, 2002.

ZHAI, J.; WANG, Y. Accounting information quality, governance efficiency and capital investment choice. **China Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 9, 251-266, set. 2016.

APÊNDICE A - E-MAIL PARA VALIDAÇÃO DO DICIONÁRIO

Prezado,

Olá!

Me chamo Mariana Cavalheiro. Sou mestranda em Controladoria e Contabilidade da UFRGS e gostaria de pedir a sua contribuição para a minha dissertação. Ela será sobre o seguinte tema: Relação entre Gerenciamento de Resultados Contábeis e Gerenciamento de Impressão nas Companhias Abertas Brasileiras listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão.

O termo gerenciamento de impressão está relacionado à forma como as informações são divulgadas nas narrativas dos administradores. Na minha dissertação, eu vou inferir sobre o gerenciamento de impressão analisando o tom (se positivo, negativo ou neutro) utilizado nas narrativas dos relatórios de administração das companhias abertas da minha amostra. Para tanto, criei um dicionário de palavras positivas e negativas que podem ser utilizadas nos relatórios de administração, a fim de verificar a quantidade de vezes em que estas palavras são utilizados nos textos. A lista é uma tradução daquela proposta por Henry (2008) e Carlsson e Lamti (2015).

A lista de palavras do dicionário não é exaustiva. Dessa forma, gostaria de obter uma validação de profissionais que estejam envolvidos com a utilização dos relatórios de administração para tomada de decisão. Agradeceria muito se você pudesse passar um feedback geral sobre o dicionário e/ou sugerir adições e exclusões de palavras.

Os nomes dos respondentes e as empresas em que trabalham não serão divulgados, a não ser que seja explicitamente solicitado.

Segue anexo o arquivo com o dicionário.

Agradeço desde já pela atenção.

Atenciosamente,

Mariana Cavalheiro

APÊNDICE B - RESULTADOS DO MODELO JONES MODIFICADO POR ANO

Tabela 19 – Jones Modificado ano 2010

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor
Constante	-0,1029441	0,0669007	-1,54	0,126
(1/A)	6002,171	4443,398	1,35	0,179
ΔREVit -				
ΔRECit	1,43792	0,0125917	114,2	0,000
PPE	-0,1988621	0,0876006	-2,27	0,025
Observações	1336			
R²	0,9986			

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019).

Tabela 20 – Jones Modificado ano 2011

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor
Constante	0,0073	0,0154	0,4800	0,6340
(1/A)	14142,4300	3212,0410	4,4000	0,0000
ΔREVit -				
ΔRECit	0,0761	0,0668	1,1400	0,2560
PPE	-0,0746	0,0205	-3,6400	0,0000
R²	0,5089			

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019).

Tabela 21 – Jones Modificado ano 2012

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor
Constante	0,0005934	0,0168439	0,04	0,972
(1/A)	5.556,25	4007,85	1,39	0,168
ΔREVit -				
ΔRECit	-0,293644	0,1954155	-1,5	0,135
PPE	-0,0251686	0,0215966	-1,17	0,246
R²	0,157			

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019).

Tabela 22 – Jones Modificado ano 2013

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor
Constante	-0,027	0,018	-1,500	0,135
(1/A)	-3658,468	4464,557	-0,820	0,414
ΔREVit -				
ΔRECit	0,019	0,057	0,330	0,740
PPE	-0,009	0,035	-0,270	0,791
R²	0,0216			

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019).

Tabela 23 – Jones Modificado ano 2014

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor
Constante	-0,021	0,017	-1,200	0,231
(1/A)	-3788,898	1789,434	-2,120	0,036
ΔREVit -				
ΔRECit	0,267	0,059	4,520	0,000
PPE	-0,032	0,027	-1,200	0,231
R²	0,1229			

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019).

Tabela 24 – Jones Modificado ano 2015

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor
Constante	-0,016	0,012	-1,400	0,162
(1/A)	-2413,429	3600,165	-0,670	0,504
ΔREVit -				
ΔRECit	0,107	0,050	2,160	0,032
PPE	-0,053	0,021	-2,530	0,012
R²	0,0594			

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019).

Tabela 25 – Jones Modificado ano 2016

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor
Constante	-0,0102353	0,0228999	-0,45	0,655
(1/A)	-20937,09	11978,52	-1,75	0,082
ΔREVit -				
ΔRECit	0,0597551	0,0783977	0,76	0,447
PPE	-0,0683652	0,033629	-2,03	0,044
R²	0,2991			

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019).

Tabela 26 – Jones Modificado ano 2017

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor
Constante	-0,014	0,019	-0,780	0,439
(1/A)	-11877,880	5650,354	-2,100	0,037
ΔREVit -				
ΔRECit	-0,058	0,083	-0,690	0,491
PPE	-0,004	0,032	-0,140	0,891
R²	0,2119			

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019).

ANEXO A - DICIONÁRIO DE PALAVRAS POSITIVAS E NEGATIVAS

* Obtidas pela lista de palavras de Henry (2008)

Demais palavras: traduzidas do dicionário de Carlsson e Lamti (2015)

PALAVRAS POSITIVAS

- | | | |
|--------------------|--------------------|--------------------|
| 1. À frente | 39. Atrativo | 77. Convincente |
| 2. Acelerada | 40. Audaciosa | 78. Cresce * |
| 3. Acelerado | 41. Audacioso | 79. Crescendo * |
| 4. Acelerando | 42. Aumenta * | 80. Crescer * |
| 5. Acelerar | 43. Aumentado * | 81. Cresceu * |
| 6. Acima* | 44. Aumentando* | 82. Crescido * |
| 7. Acolhedor | 45. Aumento* | 83. Crescimento * |
| 8. Acolhedora | 46. Aumentou * | 84. Cumpre * |
| 9. Adicionada | 47. Avançada | 85. Cumprido* |
| 10. Adicionado | 48. Avançado | 86. Cumprimento* |
| 11. Adicionar | 49. Bem | 87. Cumprimentos* |
| 12. Agradável | 50. Bem-vindo | 88. Cumprindo * |
| 13. Alcançando* | 51. Benéfica | 89. Cumprir |
| 14. Alta* | 52. Beneficiar | 90. Definida* |
| 15. Altamente | 53. Benefício | 91. Definido* |
| 16. Alto * | 54. Beneficiou | 92. Definitiva* |
| 17. Ampliar | 55. Benéfico | 93. Definitivo* |
| 18. Animador * | 56. Bom * | 94. Desejável |
| 19. Animadora* | 57. Certamente * | 95. Desejo |
| 20. Aprecia * | 58. Certo * | 96. Distante |
| 21. Apreciando* | 59. Com êxito | 97. Efetivamente |
| 22. Apreciar * | 60. Comprometer | 98. Eficiente |
| 23. Apreciou * | 61. Comprometida | 99. Eficientemente |
| 24. Aprimoramento | 62. Comprometido | 100. Elevada |
| 25. Aprimorar * | 63. Conduzindo | 101. Elevado |
| 26. Aprimorou* | 64. Confiança | 102. Elevar |
| 27. Aproveitando * | 65. Confiante | 103. Emocionante |
| 28. Atinge * | 66. Confirmar | 104. Empenhar |
| 29. Atingida* | 67. Conquista * | 105. Empolgante |
| 30. Atingindo* | 68. Conquistando * | 106. Encantada |
| 31. Atingir * | 69. Conquistar * | 107. Encantado |
| 32. Atingiu * | 70. Consegue * | 108. Encorajada* |
| 33. Atraente | 71. Conseguindo* | 109. Encorajado* |
| 34. Atraente | 72. Conseguir * | 110. Encorajador |
| 35. Atraída | 73. Conseguiu * | 111. Encorajadora |
| 36. Atraído | 74. Contribuição | 112. Entrega * |
| 37. Atrativa | 75. Contribuído | 113. Entregando * |
| 38. Atrativamente | 76. Contribuir | 114. Entregar * |

- | | | |
|---------------------|-----------------------|--------------------------|
| 115. Entregou* | 165. Fortalecido * | 215. Otimista |
| 116. Entregue * | 166. Fortalecimento * | 216. Otimizado |
| 117. Entusiasmada | 167. Forte * | 217. Otimizando |
| 118. Entusiasmado | 168. Fortuna | 218. Otimizar |
| 119. Entusiasmo | 169. Ganhar | 219. Ótimo |
| 120. Esperta | 170. Ganho | 220. Perspicaz |
| 121. Esperto | 171. Grandemente | 221. Pioneira |
| 122. Essencial | 172. Grandeza | 222. Pioneiro |
| 123. Estender | 173. Guia | 223. Positiva* |
| 124. Estendida | 174. Importante | 224. Positivamente |
| 125. Estendido | 175. Impressionada | 225. Positivo * |
| 126. Estimula | 176. Impressionado | 226. Positivos * |
| 127. Estimulada* | 177. Impressionante | 227. Premiada |
| 128. Estimulado * | 178. Impressionar | 228. Premiado |
| 129. Estimulador | 179. Impulsionada | 229. Prêmio |
| 130. Estimuladora | 180. Impulsionado | 230. Prestigiada |
| 131. Estimulante* | 181. Impulso | 231. Prestigiado |
| 132. Estimular | 182. Incrível | 232. Primeiro |
| 133. Estímulo | 183. Inestimável | 233. Primordial |
| 134. Exagerada* | 184. Inovador | 234. Principal |
| 135. Exagerado* | 185. Inovadora | 235. Privilégio |
| 136. Exata | 186. Intensa | 236. Progredindo * |
| 137. Exato | 187. Intenso | 237. Progressão |
| 138. Excede * | 188. Levantada | 238. Progresso* |
| 139. Excedendo* | 189. Levantado | 239. Promissor |
| 140. Exceder* | 190. Levantar | 240. Promissora |
| 141. Excedida* | 191. Líder | 241. Rapidamente |
| 142. Excedido* | 192. Ligeiramente | 242. Rápido |
| 143. Excelente * | 193. Longe | 243. Realçada |
| 144. Excepcional | 194. Maior * | 244. Realçado |
| 145. Excessiva* | 195. Maiores | 245. Realçar |
| 146. Excessivo * | 196. Máxima * | 246. Realização* |
| 147. Exclusiva* | 197. Maximizando | 247. Realizações* |
| 148. Exclusivo | 198. Maximizar | 248. Recompensa |
| 149. Expande * | 199. Máximo * | 249. Recompensada |
| 150. Expandida* | 200. Melhor * | 250. Recompensado |
| 151. Expandido * | 201. Melhora * | 251. Recorde |
| 152. Expandindo * | 202. Melhorando * | 252. Reforçando * |
| 153. Expandir * | 203. Melhorar* | 253. Rentável |
| 154. Expansão * | 204. Melhoria * | 254. Revigorada |
| 155. Extremamente | 205. Melhorias * | 255. Revigorado |
| 156. Favoravelmente | 206. Melhorou* | 256. Revigorar |
| 157. Favorecer | 207. Oportunidade * | 257. Riqueza |
| 158. Felizmente | 208. Oportunidades * | 258. Satisfatoriamente * |
| 159. Firme | 209. Orgulho | 259. Satisfatório |
| 160. Flexibilidade | 210. Orgulhosa | 260. Satisfeita * |
| 161. Força* | 211. Orgulhosamente | 261. Satisfeito* |
| 162. Forças * | 212. Orgulhoso | 262. Saudável |
| 163. Fortalece * | 213. Otimamente | 263. Sempre |
| 164. Fortalecer * | 214. Otimismo | 264. Sólida * |

265. Sólido*	271. Superação	277. Triunfar
266. Substancial	272. Superar	278. Triunfou
267. Substancialmente*	273. Superior *	279. Ultrapassado*
268. Sucedendo*	274. Superou	280. Ultrapassar *
269. Sucesso*	275. Tentador	281. Vencer
270. Sucessos *	276. Tentadora	282. Venceu

* Obtidas pela lista de palavras de Henry (2008)

Demais palavras: traduzidas do dicionário de Carlsson e Lamti (2015)

PALAVRAS NEGATIVAS

1. Abaixo *	36. Atrasar	71. Cuidadoso
2. Abaixou *	37. Atraso	72. Dano
3. Aborrecimento	38. Austeridade	73. Decadência *
4. Adiamento	39. Baixa*	74. Decadente *
5. Adiar	40. Baixo *	75. Decepciona *
6. Afundada*	41. Barata	76. Decepcionantemente
7. Afundando *	42. Barato	77. Decepcionar *
8. Afundou *	43. Barreira *	78. Declina*
9. Afunilada	44. Barreiras	79. Declinante*
10. Afunilado	45. Briga	80. Declinar *
11. Afunilando	46. Brigar	81. Declínio*
12. Alienação	47. Brigou	82. Declinou*
13. Alteração	48. Brusco	83. Decrescente *
14. Ameaçar	49. Cai *	84. Deficiente *
15. Ameaça *	50. Caído *	85. Déficit
16. Ameaçada	51. Caindo *	86. Demora
17. Ameaçado	52. Cair *	87. Demorar
18. Ameaças *	53. Caiu *	88. Depressiva*
19. Ameniza	54. Carência	89. Depressivo*
20. Amolecimento	55. Cautelosa	90. Derruba *
21. Apertada	56. Cauteloso	91. Desaceleração *
22. Apertado	57. Comprimida	92. Desacelerada
23. Apreensiva	58. Comprimido	93. Desacelerado
24. Apreensivo	59. Confusa	94. Desacelerando
25. Arreperder	60. Confuso	95. Desacelerar
26. Arrependimento	61. Contratempo	96. Desafia *
27. Arrependimentos	62. Contratempos	97. Desafiada*
28. Arrisca*	63. Corroer	98. Desafiado *
29. Arriscado *	64. Corrompendo	99. Desafiador*
30. Arriscar *	65. Corromper	100. Desafio *
31. Ascendência	66. Corrompida	101. Desagradável
32. Atenuar	67. Corrompido	102. Desanimada*
33. Atrasa	68. Corrosão	103. Desanimado *
34. Atrasada	69. Crítica	104. Desânimo
35. Atrasado	70. Cuidadosa	105. Desaponta*

106. Desapontada*	156. Encolhendo*	206. Incidentes
107. Desapontado *	157. Encolher *	207. Inconfortável
108. Desapontar*	158. Encolheu *	208. Indecisa
109. Desarranjada*	159. Enfraquece *	209. Indeciso
110. Desarranjado *	160. Enfraquecer *	210. Ineficiência
111. Desastre	161. Enfraqueceu	211. Ineficiências
112. Desastres	162. Enfraquecido *	212. Ineficiente
113. Desencorajamento	163. Enfraquecimento *	213. Infelizmente
114. Desfavorável *	164. Engano	214. Inferior *
115. Desgraça	165. Erro	215. Insignificante
116. Desgraças	166. Escândalo	216. Insuficiência
117. Desiste *	167. Escassez	217. Insuficiente
118. Desistindo *	168. Es forço	218. Interrupção
119. Desistiu*	169. Esforçou	219. Inútil
120. Desperdiçada	170. Espremida	220. Lenta
121. Desperdiçado	171. Espremido	221. Lento
122. Desprezível	172. Estresse	222. Lerdo
123. Destruição	173. Falha *	223. Limita
124. Destruir	174. Falhando *	224. Limitada
125. Desvantagem	175. Falhar *	225. Limitado
126. Deteriora*	176. Falsa	226. Limitar
127. Deteriorando *	177. Falso	227. Limite
128. Deteriorar*	178. Falta	228. Limites
129. Devagar	179. Fere	229. Luta
130. Difícil *	180. Ferida	230. Lutar
131. Difícilmente	181. Ferido	231. Lutou
132. Dificuldade*	182. Fortemente	232. Machuca
133. Dificuldades *	183. Fraca*	233. Machucada
134. Dificultada	184. Fracasso *	234. Machucado
135. Dificultado	185. Fraco *	235. Mal
136. Dificultar	186. Fraqueza *	236. Medo
137. Diluente	187. Fraquezas *	237. Menor *
138. Diminui *	188. Frustra*	238. Menos*
139. Diminuição *	189. Frustração *	239. Mínimo*
140. Diminuindo *	190. Frustrada*	240. Negada
141. Diminuir*	191. Frustrado*	241. Negado
142. Diminuiu *	192. Frustrante	242. Negar
143. Disposição	193. Frustrar *	243. Negativa*
144. Dói	194. Grave	244. Negativas*
145. Dolorosa	195. Impedir	245. Negativo *
146. Doloroso	196. Impossibilitada	246. Negativos *
147. Domínio	197. Impossibilitado	247. Obstáculo *
148. Dura	198. Impossível	248. Obstáculos*
149. Duro	199. Imprecisa	249. Oposição
150. Dúvida	200. Impreciso	250. Pelo menos*
151. Duvidar	201. Inaceitável	251. Penalidade *
152. Dúvidas	202. Incapaz	252. Penalidades *
153. Embaixo *	203. Incerta*	253. Penosa
154. Empecilho	204. Incerteza *	254. Penoso
155. Encolhe*	205. Incerto*	255. Perda

256. Perder
 257. Perdida
 258. Perdido
 259. Perturbação
 260. Perturbada*
 261. Perturbado*
 262. Pessimista
 263. Pior *
 264. Piora *
 265. Piorada
 266. Piorado
 267. Piorar *
 268. Pobre
 269. Pobrememente
 270. Predisposição
 271. Prejudica
 272. Prejudicada
 273. Prejudicado
 274. Prejudicar
 275. Prejudicial
 276. Prejuízo
 277. Preocupa
 278. Preocupação
 279. Preocupações
 280. Preocupada
 281. Preocupado
 282. Preocupar
 283. Problema
 284. Problemas
 285. Profundamente
 286. Prudente
 287. Queda *
 288. Quedas *
 289. Queixa
 290. Queixas
 291. Questão
 292. Receio
 293. Recessão
 294. Reclamação
 295. Reclamações
 296. Recusou *
 297. Redução
 298. Reduz
 299. Reduzido
 300. Reduzindo
 301. Reduzir *
 302. Reduziu
 303. Resiliente
 304. Resistente
 305. Restrito
 306. Retarda
 307. Retrocede *
 308. Retrocedendo *
 309. Retroceder *
 310. Retrocedeu *
 311. Revés
 312. Revoltando
 313. Rigorosa
 314. Rigoroso
 315. Risco *
 316. Riscos *
 317. Ruim
 318. Ruptura
 319. Saída
 320. Saídas
 321. Sair
 322. Severa
 323. Severidade
 324. Severo
 325. Simplória
 326. Simplório
 327. Sofra
 328. Sofre
 329. Sofrer
 330. Sofreu
 331. Sombria
 332. Sombrio
 333. Suaviza
 334. Subavaliada
 335. Subavaliado
 336. Subestimação
 337. Subestimada
 338. Subestimado
 339. Subjugada
 340. Subjugado
 341. Teme
 342. Temendo
 343. Temer
 344. Tendências
 345. Tendenciosa
 346. Tendencioso
 347. Terrível
 348. Terrivelmente
 349. Triste
 350. Tristeza
 351. Viés
 352. Volátil
 353. Volatilidade