

GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO PELA ASSERTIVIDADE DAS PREVISÕES DE ANALISTAS FINANCEIROS

IMPRESSION MANAGEMENT THROUGH THE ASSERTIVENESS OF FINANCIAL ANALYSTS' FORECASTS

¹Pedro Henrique Diehl CABRAL.

²Patrícia PAIN.

³Márcia BIANCHI.

⁴Romina Batista de Lucena de SOUZA.

¹Universidade Federal do Rio Grande do Sul. E-mail: phenriquediehl@hotmail.com.

²Universidade Federal do Espírito Santo. E-mail: patricia-pain@hotmail.com.

³Universidade Federal do Rio Grande do Sul. E-mail: marcia.bianchi@ufrgs.br.

⁴Universidade Federal do Rio Grande do Sul. E-mail: rominabls@gmail.com.

Artigo submetido em 05/12/2022 e aceito em 16/12/2022.

Resumo

A divulgação voluntária de informações contábil-financeiras visa reduzir os efeitos da relação de agência e da assimetria informacional. Pelo seu caráter não mandatório, essa divulgação sujeita-se a risco moral, podendo se tornar uma peça enviesado sobre o desempenho da gestão. Os Relatórios da Administração apresentam-se como um espaço utilizado pelos gestores para divulgações voluntárias, instruindo a leitura das demonstrações obrigatórias as quais acompanham. Dessa forma, os relatórios tornam-se espaços onde pode ocorrer Gerenciamento de Impressão dos investidores. Assim, o objetivo desse estudo foi de analisar a relação do Gerenciamento de Impressão na comunicação da gestão com a qualidade das previsões de lucros realizadas pelos analistas financeiros das companhias abertas inscritas no Prêmio Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA) no período de 2016 a 2019 e que apresentaram mensagem aos acionistas em seus Relatórios da Administração. As mensagens aos acionistas foram submetidas à análise de conteúdo para determinação do caráter positivo e/ou negativo das frases da mensagem. Os resultados obtidos contribuem com os formuladores e usuários da informação ao indicarem que a assertividade das previsões dos analistas de um ano impacta a divulgação voluntária na mensagem da gestão aos acionistas do ano seguinte. Assim, a decisão do gestor sobre “o que” e “como” relatar leva em consideração também fatores externos às companhias, utilizando de fontes externas para, além de reduzir problemas de agência e assimetria informacional, praticar o Gerenciamento de Impressão, tornando mais claras as informações prestadas para que o mercado tenha uma perspectiva adequada dos ganhos e perdas futuros.

Palavras-chave:

Gerenciamento de Impressão; Previsão de Analistas Financeiros; Relatório da Administração; Mensagem ao Acionista.

Abstract

Voluntary disclosure of financial accounting information aims to reduce the effects of agency relationship and informational asymmetry. Due to its non-mandatory character, such disclosure is subject to moral hazard, and may become a biased report of management performance. The Management Reports are presented as a space used by managers for voluntary disclosures, instructing the reading of the mandatory statements which they accompany. In this way, the reports become spaces where

Impression Management can occur. Thus, the aim of this study was to analyze the relationship of Print Management in management communication with the quality of profit forecasts made by financial analysts of publicly-held companies enrolled in the Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA) Award from 2016 to 2019 and that presented a message to shareholders in their Management Reports. Messages to shareholders were submitted to content analysis to determine the positive and/or negative character of the message phrases. The results obtained contribute to formulators and users of information by indicating that the assertiveness of analysts' forecasts for one year impacts voluntary disclosure in the message from management to shareholders for the following year. Thus, the manager's decision on "what" and "how" to report also takes into account factors external to the companies, using external sources to, in addition to reducing agency problems and informational asymmetry, practice Impression Management, making it clearer the information provided so that the market has an adequate perspective of future gains and losses.

Keywords:

Impression Management; Financial Analysts' Forecasting; Management Report; Message to Shareholders.

1 INTRODUÇÃO

Desde sua criação, em 2005, o Comitê de Pronunciamento Contábeis (CPC) trabalha no sentido de auxiliar a regulação e a normatização da prática contábil no Brasil, promovendo seu alinhamento aos padrões internacionais (CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE [CFC], 2018). Porém, os pronunciamentos emitidos contemplam a informação mandatória, não havendo critérios definidos para as informações divulgadas de forma voluntária pelas empresas (*disclosure* voluntário), trazidas juntamente dos relatórios econômico-financeiros, como é o caso do Relatório da Administração (RA), os quais operam como mecanismo auxiliar na mitigação da assimetria informacional (HEALY; PALEPU, 2001).

A publicação de informação pela gestão, seja ela mandatória ou voluntária, tem por finalidade comunicar fatos relevantes sobre a companhia, reduzindo efeitos da relação de agência e da assimetria informacional entre gestão e *stakeholders*, particularmente os investidores (DYE, 2001; HEALY; PALEPU, 2001; VERRECCHIA, 2001; SALOTTI; YAMAMOTO, 2008; SILVA *et al.*, 2015). Entretanto, por ser um canal não regulamentado de comunicação direta com o investidor, o *disclosure* voluntário via RA é suscetível a comportamento escuso do gestor (risco moral) (VERRECCHIA, 2001; SILVA *et al.*, 2015).

Na ausência de padrão/norma para o *disclosure* voluntário, Rowbottom e Lymer (2010) destacam que os RAs são percebidos como narrativas da gestão cujo objetivo é compor uma figura enviesada do desempenho da gestão, operando como peça publicitária de relações públicas. Lang e Lundholm (1992) já haviam identificado que companhias que emitiam dívidas de forma usual apresentavam maior volume de *disclosure* voluntário e que o retorno sobre o patrimônio era assim beneficiado. Silva *et al.* (2007) elencaram uma série observações qualitativas acerca dos RAs onde aspectos trazidos por Lang e Lundholm (1992) foram reafirmados e somados a outros, demonstrando assim a relevância dos aspectos qualitativos da informação contábil no processo de tomada de decisão dos investidores.

Espera-se que o RA carregue o viés da gestão, sendo saudável que ela manifeste suas percepções quanto a situação econômica da companhia a partir de sua posição privilegiada de acesso a informações. Todavia, pode ocorrer manipulação escusa dos aspectos qualitativos dos números (DYE, 2001; VERRECCHIA, 2001; RONEN; YAARI 2002) de modo que o gestor

promova Gerenciamento de Impressão (GI) dos usuários da informação sobre o que de fato significam aqueles números (SCHLENKER, 1980). Essa manipulação pode tanto pelo aspecto textual-semântico – palavras utilizadas, estrutura das frases e das ideias – como também pela forma de apresentação das imagens e gráficos nos RAs (BONFIM *et al.*, 2018). O estudo de Graham *et al.* (2005) sobre pressões sofridas pela gestão para que mantivesse lucros crescentes e ao mesmo tempo suaves (*smooth earnings*) é um exemplo de GI.

Lang e Lundholm (1992) reforçam a necessidade de ceticismo sobre informações oriundas do *disclosure* voluntário como forma de defesa dos usuários das informações contábil-financeiras contra o GI. Ainda, os autores advogam em favor de consultar analistas independentes para melhor compreender os aspectos qualitativos da informação mandatória e voluntária. Reforçando os anteriores, Rowbottom e Lymer (2010) demonstraram preocupação com o uso crescente de informações oriundas de *disclosure* voluntário, indicando eventual relação com a igualmente crescente complexidade das informações obrigatórias.

Diferentemente dos gestores, os analistas elaboram previsões menos parciais sobre os cenários macroeconômicos, mercados específicos, ou mesmo companhias específicas, conjecturando sobre o desempenho dos preços das ações das companhias (ROWBOTTOM; LYMER, 2010). A qualidade das previsões está relacionada à sua assertividade, o quão precisas e imparciais – livres de viés – elas são. Havendo essa segunda opinião dos analistas, o mercado cria expectativas sobre os gestores quanto ao desempenho das ações (RONEN; YAARI, 2002; GRAHAM *et al.*, 2005). Entretanto, os gestores também podem ter acessos a essas projeções e “calibrar” a divulgação voluntária, visando reajustar a dinâmica do jogo de narrativas para posição que lhes sejam mais confortáveis, gerenciando a impressão dos usuários das informações de modo que a verdade torna-se retórica (HEAL; PALEPU, 2001; RONEN; YAARI, 2002).

Diante de um contexto onde o *disclosure* voluntário tem ganhado maior utilização entre investidores – ainda que suscetível ao risco moral – e que a consulta a analistas financeiros – mecanismo de defesa do investidor contra o risco moral – pode igualmente ser utilizada pelos gestores para calibrar a informação transmitida, o presente estudo busca responder a seguinte questão: *qual a relação do Gerenciamento de Impressão na comunicação da gestão com a qualidade das previsões de lucros realizadas pelos analistas financeiros?* O objetivo da pesquisa consiste em analisar a relação do Gerenciamento de Impressão na comunicação da gestão com a qualidade das previsões de lucros realizadas pelos analistas financeiros das companhias abertas inscritas no Prêmio Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA).

Essa pesquisa contribui para aprimorar a Teoria da Divulgação, apresentando metodologia inovadora em um estudo empírico, como sugeriu Verrechia (2001), posto que são trazidos à análise aspectos qualitativos do *disclosure* voluntário. Ao mesmo passo, atende à Dye (2001), incorporando aspectos da “vida real” ao debate: comportamento do gestor frente as previsões de analistas. Ainda, busca-se aprofundar as discussões levantadas por Healy e Palepu (2001) quanto ao papel dos analistas financeiros e do *disclosure* voluntário no mercado de capitais. Acompanhando Merkl-Davies e Brennan (2007) e Cavalheiro (2019), esse estudo avança na discussão acerca do que motiva o Gerenciamento de Impressão, o qual, segundo Graham *et al.*

(2005), pode estar relacionado a pressões sobre o gestor, inclusive pressões advindas das previsões dos analistas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1. TEORIA DA DIVULGAÇÃO E GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO

A divulgação de informações financeiras e gerenciais pelas companhias tem como objetivo reduzir a assimetria informacional entre gestor, proprietários (investidores), e demais *stakeholders* (VERRECCHIA, 2001; SALOTTI; YAMAMOTO, 2008; SILVA *et al.*, 2015). A comunicação é feita pelo gestor tanto via dados numéricos (caráter objetivo) quanto pela narrativa construída no corpo textual (caráter subjetivo) dos relatórios divulgados, tendo como público alvo quaisquer usuários que desejem utilizar daquelas informações (BOCMARU, 2015). Verrecchia (2001) divide os estudos dedicados a Teoria da Divulgação em três tipos, enquadrando-se o aqui presente no tipo “divulgação baseada em julgamento”.

Ronen e Yaari (2002) apontam que os mecanismos subjacentes à divulgação são verificáveis ao analisar a dinâmica da relação gestor-investidor, particularmente quando ocorre constrição do comportamento do gestor ainda que inexista norma ou lei que regule tal comportamento. Focando-se na informação financeira, Salotti e Yamamoto (2008) identificaram que companhias com perspectiva positiva para o período imediatamente seguinte apresentam maior incentivo para detalhar a razão dessa perspectiva, pois os custos da divulgação eram compensados pelos benefícios que ela trazia. Deixar de divulgar nessa circunstância levaria o mercado a interpretar que a perspectiva financeira apontada não é sustentável, numa lógica de que se escolhe quando divulgar e omitir para preservar o efeito desejado pelo gestor (Salotti & Yamamoto, 2008).

Dye (2001) argumenta que a Teoria da Divulgação Voluntária – divulgação baseada em julgamento para Verrecchia (2001) – possibilita inferir que os RAs focam nos sucessos da companhia, sendo a discricionariedade do gestor o principal elemento a se observar no *disclosure* voluntário, pois pode estimular a assimetria informacional. Presumindo comportamento racional do investidor, identificado viés da gestão no RA, isso reduziria a relevância das demonstrações financeiras para seu processo de tomada de decisão (DYE, 2001; VERRECCHIA, 2001).

Apesar do *disclosure* voluntário carregar o potencial de correção de assimetrias informacionais, Healy e Palepu (2001) e Silva *et al.* (2015) destacam que custos de propriedade afetam as decisões dos gestores sobre a informação a ser divulgada, visto que essa comunicação pode repercutir em efeitos negativos para o gestor. Como forma de respaldar as companhias com *disclosure* voluntário de qualidade, ou seja, que reduza a assimetria informacional, o Prêmio ABRASCA, premiação dedicada a avaliar e pontuar a divulgação das companhias inscritas desde 1999, avalia o RA das companhias inscritas, mantendo livre acesso às pontuações e classificações das participantes (WRUBEL *et al.*, 2015).

A expectativa positiva sobre o negócio provoca incentivos para que o gestor divulgue mais informações – pratique *disclosure* voluntário – com o objetivo de reduzir a assimetria informacional e, dessa forma, reduzir o custo de capital da companhia (SALOTTI; YAMAMOTO, 2008; SILVA *et al.*, 2015). Porém, esse incentivo pode estimular

comportamento escuso do gestor, explorando a assimetria existente entre ele e o investidor, manipulando a informação divulgada em busca de garantir vantagem indevida, assim praticando o GI (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2007).

De acordo com Schlenker (1980), a prática de GI intenciona exercer juízo de valor sobre o que se divulga de modo a influenciar a percepção dos leitores. Nas organizações, a prática relaciona-se a manipulação estratégica dos RAs (YUTHAS *et al.*, 2002), espaço onde o gestor tem maior liberdade para selecionar “o que” e “como” divulgar sobre a companhia (BEATTIE; JONES, 2000; BONFIM *et al.*, 2018). Dessa forma, o gestor pode: omitir, apresentar ou distorcer gráficos, imagens, textos ou qualquer outra forma de comunicação (BEATTIE; JONES, 2000); de modo que o efeito resultante seja benéfico para ele (HOOGHIEMSTRA, 2000; BONFIM *et al.*, 2018), tornando os RAs mera narrativa enviesada com caráter publicitário (ROWBOTTOM; LYMER, 2010).

Segundo Cavalheiro (2019), apesar de diversos estudos brasileiros dedicarem-se ao tema do GI, prende-se demasiado foco nas informações numéricas, pouco explorando o caráter qualitativo da informação. Cunha e Silva (2009) destacam que as informações qualitativas, sejam em texto ou figuras, ocupam a maior parte das demonstrações econômico-financeiras, o que denota o valor desse tipo de informação para os usuários; mesmo em razão da complexidade crescente dos demonstrativos (ROWBOTTOM; LYMER, 2010). Silva *et al.* (2007) elencam uma série de observações quanto a variação de aspectos qualitativos dos RAs em razão dos quantitativos contidos nos demonstrativos econômico-financeiras, como: i) ocorrência de relação entre extensão do RA e a variação do lucro futuro; ii) RA otimista traduzir-se em ganhos no período seguinte; iii) RA pessimista ocorrer em razão de perda/reduções de ganhos presentes em relação ao período anterior; e iv) grau de pessimismo do RA refletir o desempenho futuro.

2.2. GESTÃO DAS COMPANHIAS COMO USUÁRIA DA PREVISÃO DE ANALISTAS FINANCEIROS

Além de indicadores macroeconômicos, os analistas financeiros utilizam informações divulgadas pelas companhias, sejam essas mandatórias ou voluntárias, para realizarem projeções (MARTINEZ, 2004). Isso ocorre para que os analistas possam viabilizar e também justificar suas recomendações, consolidando uma variedade de informações a fim de julgar o desempenho corrente e precificar o valor de mercado futuro das companhias (MARTINEZ, 2004). As conjecturas dos analistas são guiadas pelas suas experiências, que dão condição para que eles considerem distintas combinações de indicadores e informações mandatórias juntamente dos “sinais” emitidos pela gestão através da divulgação voluntária (DALMÁCIO *et al.*, 2013).

Martinez (2004) afirma que os investidores em geral são insuficientemente capacitados para gerir suas carteiras de investimento, recorrendo à ajuda de analistas financeiros para que possam alocar seus recursos com maior eficiência. Todavia, se por um lado Oliveira e Girão (2018) destacam a importância da previsão dos analistas para reduzir a assimetria informacional e influenciar a tomada de decisão do investidor, por outro, Lang e Lundholm (1992) apontam que as companhias igualmente se mantêm atentas a essas análises, uma vez que podem repercutir no valor da companhia.

Podendo as previsões impactarem em subprecificação da companhia, o gestor é compelido a aumentar o volume de *disclosure* voluntário para reduzir a assimetria (RONEN; YAARI, 2002), particularmente quando o baixo desempenho das ações coloca o gestor em risco de demissão (HEALY; PALEPU, 2001; GRAHAM *et al.*, 2005). Como resultado, os gestores aumentam o *disclosure* voluntário de modo a explicar eventual desempenho frustrado e atenuar a desvalorização das ações, gerenciando a impressão dos investidores (HEALY; PALEPU, 2001).

Diante disso, os analistas consideram os RAs meras ferramentas publicitárias dedicadas a criar imagem enviesada do desempenho da gestão (ROWBOTTON; LYMER, 2010), ou seja, ferramenta de Gerenciamento de Impressão. Esse estudo dedica-se a investigar se o viés – otimista ou pessimista – e a precisão da previsão dos analistas financeiros influenciam o gestor a valer-se de Gerenciamento de Impressão no RA do período imediatamente seguinte a previsão. Desse modo, foi analisada a seção da mensagem ao acionista constante no RA, declaradamente dedicada à comunicação direta do gestor com o investidor e que salienta aspectos que o gestor julga serem os mais relevantes. Assim, são investigadas as hipóteses de que:

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

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

Considerando Dye (2001) e Verrecchia (2001) quanto ao RA ser um espaço de propaganda dos sucessos da gestão, tem-se como pressuposto que a proporção de frases negativas é *proxy* de nível de GI. Logo, introduzir insucessos estaria relacionado ao fato de o gestor estar “ajustando a imagem” e gerenciando a impressão do leitor. Tal entendimento alinha-se com Salotti e Yamamoto (2008), no sentido de haver um mínimo de informação negativa necessária de se emitir voluntariamente sob risco de o investidor desconfiar da informação, elevando sua percepção de risco e junto o custo de capital. Somando aos anteriores, Silva *et al.* (2015) identificaram o custo de capital como um fator de pressão sobre a gestão que influencia na divulgação voluntária.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esse estudo classifica-se como qualitativo e quantitativo, tendo objetivo descritivo, e utilizou das técnicas de análise de conteúdo e regressão linear múltipla. A população alvo consistiu nas 76 companhias inscritas no Prêmio ABRASCA nos anos de 2016 a 2019. A amostra foi composta pelas companhias que, para todo o período analisado, inscreveram-se na premiação, dedicaram seção do RA para uma mensagem da gestão ao acionista e foram analisadas por analistas financeiros. Aplicados esses critérios, 15 companhias tiveram seus RAs analisados.

Visto que o Prêmio ABRASCA avalia a qualidade do *disclosure* voluntário nos RAs, entende-se que as companhias inscritas elaboram relatórios de forma adequada, e dedicam atenção e esforço na construção desses demonstrativos. A escolha do período deu-se em razão de compreender a crise político-econômica de 2016, apaziguada após as eleições presidenciais de

2018. O momento político, somando a recessão econômica daquele ano, impactou diretamente a arrecadação pública, aumentando o déficit previsto da União, havendo calamidade financeira em Estados, elevação da taxa básica de juros e a percepção de risco dos investidores (AGÊNCIA BRASIL, 2016). Com a incerteza que se instaurou nos mercados financeiros com a pandemia de COVID-19, iniciada em 2020, o período analisado foi limitado ao ano de 2019, visto que o cenário de pandemia poderia distorcer as análises.

3.1. ANÁLISE DE CONTEÚDO

Para viabilizar a análise quantitativa dos dados, a seção do RA dedica à mensagem da gestão ao acionista – comunicação direta do gestor com o investidor usualmente apresentada junto das demonstrações econômico-financeiras (divulgações mandatórias) – foi submetida à análise de conteúdo (BARDIN, 2011). Essa seção textual denota o viés da gestão ao direcionar a leitura das demonstrações sobre “o que” é importante e “como” ler a informação. Quando da ausência desta seção, foi utilizada outra cujo conteúdo fosse análogo, apresentando a análise de mercado, contexto macroeconômico e tendências segundo a percepção da gestão. Doravante essa seção textual submetida à análise de conteúdo é designada “mensagem” indiscriminadamente. Ao todo foram analisados 68 RAs, obtidos no portal da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Considerando a análise quantitativa que sucedeu e visando a objetividade do estudo, foi estabelecida para a análise de conteúdo a unidade de registro *frase*. Destaca-se, porém, que “o critério de recorte da análise de conteúdo é sempre de ordem semântica, ainda que, por vezes, exista correspondência com unidades formais” (BARDIN, 2011, p. 134), como palavra, frase, parágrafo. A codificação das *frases* foi guiada pelo modelo de Silva *et al.* (2007) – codificação *theory-driven* –, assim, cada *frase* foi analisada a partir de seu valor semântico, sendo-lhe atribuído caráter positivo quando identificada menção de evento favorável à companhia e/ou negativo no caso de evento desfavorável. Não identificado quaisquer um desses caracteres, a frase não foi codificada, sendo afastada da análise. As frases que contiveram efeitos de ambas as naturezas, positiva e negativa, foram contabilizadas em ambas as categorias. A análise de conteúdo foi realizada com auxílio do *software* NVivo 12.

Independentemente do rigor empreendido, inerente a qualquer produção científica, sempre ocorrerá viés, sendo necessário atenuar tais efeitos segundo uma estratégia. Como forma de garantir uniformidade ao processo de codificação das *frases* nas categorias *positivo* e *negativo*, a leitura e codificação das 68 mensagens foi realizado em até dois dias por somente um dos pesquisadores, assim garantindo padrão ao processo da análise de conteúdo, sem causar prejuízo aos resultados da análise quantitativa.

3.2. ANÁLISE QUANTITATIVA

Partindo para a análise quantitativa, essa ocorreu de forma interpretativo-descritiva. As variáveis dependentes foram obtidas a partir da análise de conteúdo, uma vez que essa “constitui um bom instrumento de indução para se investigar causas (variáveis inferidas) a partir dos efeitos” (BARDIN, 2011, p. 169). Essas variáveis indicam a proporção de frases positivas e negativas nos RAs. Quanto as variáveis independentes de interesse, essas compreendem o viés – pessimista ou otimista – e a precisão do consenso da previsão dos analistas financeiros no período *t-1*. Entende-se como precisão do consenso a ocorrência de pouca variabilidade entre as previsões dos analistas.

Entre as variáveis independentes de controle, a qualidade do *disclosure* voluntário foi aferida através da pontuação de tais RAs no Prêmio ABRASCA. A premiação é realizada desde 1999 pela Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA) e avalia, entre outros aspectos, a quantidade, clareza e transparência das informações, o caráter inovador das apresentações expositivas e o projeto gráfico dos RAs submetidos pelas companhias (WRUBEL *et al.*, 2015).

O setor financeiro submete-se a regras de divulgação que diferenciam as companhias desse setor das demais listadas na B3 (TENANI, 2018). Entretanto, por utilizar de análise de conteúdo sobre os RAs foi possível contemplar essas companhias, sendo adotada a variável independente de controle Setor Financeiro como variável *dummy*. Além de indicar as variáveis e suas siglas, a Tabela 1 apresenta a métrica, o suporte teórico e o sinal esperado de cada variável utilizada no modelo de regressão desenvolvido.

Tabela 1: Variáveis da pesquisa

Variável	Sigla	Métrica	Suporte Teórico	Sinal Esperado	
Variáveis Dependentes					
Mensagem Positiva ao Acionista	POS	Percentual de frases positivas em relação ao somatório de frases positivas e negativas na mensagem ao acionista.	Silva <i>et al.</i> (2007); Bardin (2011).	Não se aplica	
Mensagem Negativa ao Acionista	NEG	Percentual de frases negativas em relação ao somatório de frases positivas e negativas na mensagem ao acionista.	Silva <i>et al.</i> (2007); Bardin (2011).	Não se aplica	
Variáveis Explicativas de Interesse					
Viés da Previsão	VIES	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 quando o consenso da previsão for otimista e 0 quando for pessimista.	Martinez (2004); Dalmácio <i>et al.</i> (2013); Oliveira; Girão (2018).	+	-
Precisão da Previsão	PREC	Módulo da diferença entre o lucro realizado por ação e o consenso do resultado previsto pelos analistas, dividido pelo valor absoluto do resultado real do período.	Martinez (2004); Dalmácio <i>et al.</i> (2013); Oliveira; Girão (2018).	+	-
Variáveis Explicativas de Controle					
Disclosure Voluntário	ABRASCA	Pontuação recebida pelas companhias no Prêmio ABRASCA Relatório Anual.	Hooghiemstra (2000); Yuthas <i>et al.</i> , (2002).	+	-
Tamanho da Companhias	TAM	Logaritmo natural do Ativo Total	Silva <i>et al.</i> (2007).	-	+
Resultado	RES	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 quando a companhia apresentar prejuízo e 0 quando apresentar lucro.	Silva <i>et al.</i> (2007).	-	+
Variação do Resultado	V.RES	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 quando a companhia apresentar aumento do lucro (redução do prejuízo) no decorrer de um ano e 0 nos demais casos.	Silva <i>et al.</i> (2007).	+	-
Setor Financeiro	SETFIN	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 quando a companhia for do setor financeiro, conforme segmentação da B3, e 0 nos demais casos.	Tenani (2018).	+/-	+/-

Fonte: elaborada pelos autores (2022).

A partir das variáveis apresentadas na Tabela 1 e com base no modelo proposto por Souza e Silva (2020), foi desenvolvido modelo dedicado a estimar a influência do Viés e da Precisão da Previsão dos analistas financeiros no Gerenciamento de Impressão de companhias abertas (Equação 1).

$$Mensagem_{it} = \alpha + \beta_1 VIES_{it-1} + \beta_2 PREC_{it-1} + \beta_3 ABRASCA_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 RES_{it} + \beta_6 VRES_{it} + \varepsilon$$

Onde:

α = intercepto;

$Mensagem_{it}$ = Mensagem Positiva ao Acionista no RA da companhia i para o período t ; Mensagem Negativa ao Acionista no RA da companhia i para o período t ;

$VIES_{it-1}$ = Viés da Previsão dos analistas financeiros para a companhia i no período $t-1$;

$PREC_{it-1}$ = Precisão da Previsão dos analistas financeiros para a companhia i no período $t-1$;

$ABRASCA_{it}$ = qualidade do *Disclosure* Voluntário da companhia i no período t ;

TAM_{it} = Tamanho da Companhia i no período t ;

RES_{it} = Resultado da companhia i no período t ;

$VRES_{it}$ = Variação do Resultado da companhia i no período t ;

ε = resíduos.

Foi avaliada a estatística descritiva das variáveis, bem como a correlação entre elas. Também se utilizou análise de regressão linear múltipla para determinar o quanto as variáveis independentes influem nas dependentes. Foi realizada *winsorização* das variáveis contínuas entre 1 e 99%, como forma de mitigar problemas relacionados a *outliers*. Para determinar a normalidade, realizou-se Teste de Shapiro-Wilk, onde p-valor > 10% revela ocorrência de distribuição normal das variáveis. Identificadas as variáveis com distribuição normal e não-normal, os dados foram avaliados via correlação de *Spearman* (não paramétrico) e *Pearson* (paramétrico), ambos a 1, 5 e 10% de significância.

Sequencialmente foi realizado Teste do Fator de Inflação da Variância para determinar multicolinearidade do modelo. Variáveis com resultado maior que 10 foram retiradas do modelo por apresentarem colinearidade. O Teste de Breusch-Pagan foi aplicado para avaliar a heterocedasticidade do modelo e o Teste RESET, onde p-valor > 10% indicou inexistência de omissão de variável representativa (MATOS, 1997; HOFFMANN, 2016).

Por fim, para verificar a adequação do modelo com dados em painel, comparou-se o modelo Pooled com o modelo de efeitos fixos via Teste de Chow. Após, estimou-se a o modelo com efeitos aleatórios, avaliado segundo o Teste do Multiplicador de Lagrange. Quando ambos os modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios mostraram-se mais representativos que o modelo Pooled, foi aplicado Teste de Hausman para decidir entre qual adotar: efeitos fixos ou efeitos aleatórios (MATOS, 1997; HOFFMANN, 2016).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. ANÁLISE DE CONTEÚDO

A análise de conteúdo dos RAs resultou em 1.991 observações, dentre as quais 1.659 foram categorizadas como positivas e 332 como negativas, respectivamente 83% e 17% do total, ratificando Dye (2001) e Verrechia (2001) no tocante ao uso dos RAs para divulgar os sucessos das companhias. A partir da leitura das mensagens foi possível identificar os efeitos negativos

como pouco explorados e apresentados cercados de efeitos positivos, como sugere a proporção de observações nas categorias.

Apesar da crise econômica ser mencionada na maioria das mensagens, foi percebida confiança por parte da gestão de que seus esforços estão corretamente direcionados e que o cenário macroeconômico aponta para melhoria. Todavia, o cenário macroeconômico aparentemente não sinalizou quando da piora do quadro econômico em direção à crise, percebendo-se o uso dos RAs como peças publicitárias, em linha com Rowbottom e Lymer (2010). Também é perceptível a falta de padrão entre os RAs da mesma companhia: num período destaca-se determinado aspecto do desempenho (inclusive financeiro) e no período seguinte aquele aspecto é irrelevante e não recebe destaque, o que pode estar relacionado à eventual mudança na administração.

Exemplo da falta de padrão foi percebido nos RAs de companhias que exaltaram a dilatação do prazo médio de pagamento no período X1, porém em X2 nada consta, e em X3 novamente é referida a dilatação dos prazos. Ocorre que o prazo médio em X3 era menor que aquele celebrado em X1, ou seja, os prazos de pagamento em X2 encurtaram e foram omitidos. Outrossim, foi identificada inconstância nas premiações referidas pelas companhias em seus RAs: num período determinada premiação é relevante, no outro deixa de ser.

Analisando a semântica e a estrutura das frases, parágrafos e da mensagem como um todo, foi identificado uso de efeitos positivos como cortina de fumaça para os efeitos negativos. Não necessariamente os efeitos negativos foram omitidos, mas relativizados, ao que o investidor se depara com uma proporção de 4:1 entre efeitos positivos e negativos na comunicação da gestão direcionada a ele.

4.2. ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

A Tabela 2 apresenta os resultados descritivos das variáveis, sobre os quais são destacados aspectos específicos de todas as companhias, discriminando as companhias do Setor Financeiro.

Tabela 2: Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	SETFIN		RES		V.RES		GERAL	
	Setor Financeiro	Demais Setores	Lucro	Prejuízo	Redução do Lucro	Aumento do Lucro		
POS	Observações	20	40	53	7	16	29	60
	Média	0,789	0,817	0,822	0,698	0,773	0,867	0,808
	Desvio-padrão	0,153	0,131	0,134	0,123	0,143	0,085	0,138
	Mínimo	0,429	0,462	0,429	0,565	0,438	0,688	0,429
	Máximo	1,000	1,000	1,000	0,905	0,932	1,000	1,000
NEG	Observações	20	40	53	7	16	29	60
	Média	0,211	0,176	0,172	0,302	0,227	0,123	0,188
	Desvio-padrão	0,153	0,130	0,134	0,123	0,143	0,077	0,138
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,095	0,068	0,000	0,000
	Máximo	0,571	0,538	0,571	0,435	0,563	0,286	0,571
VIES	Observações	7	18	23	2	9	16	25
	Média	0,571	0,722	0,652	1,000	0,778	0,625	0,680
	Desvio-padrão	0,535	0,461	0,487	0,000	0,441	0,500	0,476
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,000
	Máximo	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

Variáveis	SETFIN		RES		V.RES		GERAL	
	Setor Financeiro	Demais Setores	Lucro	Prejuízo	Redução do Lucro	Aumento do Lucro		
PREC	Observações	8	18	24	2	10	16	26
	Média	0,243	0,679	0,330	3,121	0,725	0,433	0,545
	Desvio-padrão	0,403	1,214	0,441	2,901	1,632	0,429	1,044
	Mínimo	0,000	0,017	0,000	1,069	0,000	0,015	0,000
	Máximo	1,019	5,172	1,556	5,172	5,172	1,136	5,172
ABRASC	Observações	20	40	53	7	16	29	60
	Média	89,866	89,667	90,541	83,619	88,886	89,696	89,733
	Desvio-padrão	7,185	6,499	6,338	6,372	6,639	7,380	6,675
	Mínimo	77,000	74,000	74,000	75,670	75,670	74,000	74,000
	Máximo	99,330	97,000	99,330	93,000	97,000	99,330	99,330
TAM	Observações	20	40	53	7	16	29	60
	Média	18,676	16,002	17,050	15,709	16,268	17,344	16,894
	Desvio-padrão	3,173	1,194	2,468	1,548	2,233	2,471	2,409
	Mínimo	12,778	13,561	12,778	14,222	12,883	12,901	12,778
	Máximo	21,216	18,399	21,216	18,399	20,989	21,216	21,216
RES	Observações	20	40			16	29	60
	Média	0,000	0,175			0,188	0,034	0,117
	Desvio-padrão	0,000	0,385			0,403	0,186	0,324
	Mínimo	0,000	0,000			0,000	0,000	0,000
	Máximo	0,000	1,000			1,000	1,000	1,000
V.RES	Observações	15	30	41	4			45
	Média	0,667	0,633	0,683	0,250			0,644
	Desvio-padrão	0,488	0,490	0,471	0,500			0,484
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000			0,000
	Máximo	1,000	1,000	1,000	1,000			1,000

Fonte: elaborada pelos autores (2022).

Em geral, em relação ao percentual de frases positivas e negativas, pode-se identificar que a menor proporção de positivas aproximou-se da maior proporção de negativas, em linha com Salotti e Yamamoto (2008), que indicaram a necessidade de um mínimo de informação negativa para garantir credibilidade ao RA. Quanto a previsão dos analistas, em média o Viés da Previsão apresentou-se majoritariamente otimista (0,680) e com Precisão da Previsão distante 54% do lucro realizado por ação. Por último, 7 das 60 observações companhia/ano apresentaram prejuízo enquanto 29 das 45 observações de Variação do Resultado revelaram aumento do lucro (redução do prejuízo).

Analisando o Resultado das companhias, àquelas que apresentaram lucro e boas perspectivas para o futuro divulgaram maior (menor) proporção de frases positivas (negativas) em seus RAs em relação às que apresentaram prejuízo, mas preservaram um mínimo de frases negativas, corroborando Salotti e Yamamoto (2008). Também, as companhias em prejuízo obtiveram pontuação média de *Disclosure* Voluntário perceptivelmente menor frente às companhias lucrativas, indicando RA de menor qualidade. Além disso, as que apresentaram redução do lucro (aumento do prejuízo) apresentaram maior (menor) proporção de frases negativas (positivas).

A partir desses achados percebe-se a ocorrência de Gerenciamento de Impressão em ambos os casos de lucro ou de prejuízo: seja revelando menos informação quando em prejuízo, ainda que comprometendo a qualidade do RA; seja exaltando aspectos positivos quando em lucro,

tornando o RA peça publicitária como advogaram Rowbottom e Lymer (2010). Essas percepções vão ao encontro de Silva *et al.* (2015) e Healy e Palepu (2001) em relação ao uso de GI como forma de reverter custos de propriedade, seja reduzindo o custo de capital ao exaltar aspectos positivos (SALOTTI; YAMAMOTO, 2008; SILVA *et al.*, 2015), seja atenuando a desvalorização das ações ao justificar desempenho abaixo do esperado (HEALY; PALEPU, 2001).

Especificamente sobre o Setor Financeiro, essas companhias apresentaram menor (maior) proporção de frases positivas (negativas) que os demais setores. Também nesse setor, ainda que não tenha apresentado prejuízo no período considerado, foi percebido viés da previsão mais pessimista, e a precisão das previsões foi mais assertiva. Apesar da pontuação média de *Disclosure* Voluntário dessas companhias aproximar-se da média geral, os valores de mínimo e de máximo mostraram-se ligeiramente superiores ao geral, sugerindo maior qualidade dos RAs.

Ao confrontar os resultados individualizados do Setor Financeiro com os gerais, entende-se como aceita a Hipótese 1, em razão de que se observa no Setor Financeiro maior qualidade da previsão e tendência de equilíbrio na proporção dentre frases positivas e negativas, como preconiza a hipótese. Ou seja: a assertividade da previsão dos analistas financeiros no período $t-1$, provoca mudanças no RA do período t , o que sugere ocorrência de Gerenciamento de Impressão.

4.3. ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

Sobre a correlação das variáveis, foi verificada normalidade para Setor Financeiro (SETFIN), Variação do Resultado (V.RES.) e Viés da Previsão (VIES) por meio do Teste de Shapiro-Wilk. Assim, conforme a Tabela 3, foi analisada a correlação de todas as variáveis segundo ambas as técnicas correlação: *Spearman* e *Pearson*.

Tabela 3: Matriz de correlação

Matriz de correlação de <i>Spearman</i> (não-paramétrica)									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1)	1,0000								
(2)	-0,9299***	1,0000							
(3)	0,1368	-0,1844	1,0000						
(4)	0,0400	-0,1178	0,2735	1,0000					
(5)	-0,0196	0,0512	-0,0357	-0,1740	1,0000				
(6)	-0,2905	0,3523*	-0,1451	-0,3336	0,3586*	1,0000			
(7)	-0,1824	0,2170	0,0119	-0,0400	0,5186***	0,7660***	1,0000		
(8)	-0,1637	0,1841	0,2023	0,4294**	-0,2968	-0,1839	0,0204	1,0000	
(9)	0,3931*	-0,4510**	-0,1572	0,1387	-0,0347	0,0965	0,1387	-0,0860	1,0000
Matriz de correlação de <i>Pearson</i> (paramétrica)									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1)	1,0000								
(2)	-0,9756***	1,0000							
(3)	0,1800	-0,2339	1,0000						
(4)	-0,2884	0,2671	0,2777	1,0000					
(5)	0,1153	-0,1181	0,0663	-0,1323	1,0000				
(6)	-0,0966	0,1217	-0,1451	-0,1968	0,0142	1,0000			
(7)	-0,0013	0,0140	0,0087	0,0660	0,4804***	0,5277***	1,0000		

(8)	-0,2910**	0,3038**	0,2023	0,7263***	-0,3357***	-0,2570**	-0,1803	1,0000
(9)	0,3895***	-0,4368***	-0,1572	-0,1388	0,0556	0,0328	0,2153	-0,2574* 1,0000

Fonte: elaborada pelos autores (2022).

Nota. ***, **, *, resultados significativos a 1%, 5%, e 10% respectivamente. (1) POS; (2) NEG; (3) VIES; (4) PREC; (5) ABRASCA; (6) SETFIN; (7) TAM; (8) RES; (9) V.RES.

As variáveis dependentes apresentaram forte correlação negativa entre si, próxima de uma correlação perfeita (1,000), resultado em acordo com o esperado e entendido como adequado, visto que a maioria das frases ou foi categorizada unicamente como *positiva* ou *negativa*. Não foi observada correlação significativa entre as variáveis dependentes e as independentes de interesse. Sobre a variável Precisão da Previsão (PREC) (defasada em um ano), essa apresentou correlação significativa de mais de 70% e significativa a 1% com a variável Resultado, não tendo sido identificado na teoria o que justificasse tal correlação.

Sobre as companhias financeiras, ambas as matrizes de correlação de *Spearman* e *Pearson* reforçam os achados discutidos na seção 4.2 relativamente ao tamanho dessas companhias e ao fato de terem apresentado lucro nos períodos sob investigação nesse estudo.

4.4. ASSOCIAÇÃO ENTRE GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO E PREVISÃO DE ANALISTAS FINANCEIROS

Para a construção da Tabela 4 foram necessárias duas rodadas de cálculos de regressão, com e sem a participação da variável *Disclosure* Voluntário (ABRASCA): primeira rodada modelos 1 e 3, segunda rodada modelos 2 e 4. Isso ocorreu porque o p-valor apresentou-se expressivamente maior que 10% nas análises da primeira rodada dessa variável: modelo 1 com 54,90% no modelo da Mensagem Positiva ao Acionista, modelo 3 com 62,90% no modelo da Mensagem Negativa ao Acionista.

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

O coeficiente R² ajustado indica que os modelos para a variável Mensagem Positiva ao Acionista explicam entre 28,53% e 31,38% da variabilidade dos dados de resposta ao redor de sua média. Já para a variável Mensagem Negativa ao Acionista, explicam entre 48,46% e 50,16%. Assim apontando capacidade preditiva de ambos os modelos. Sobre todas as variáveis independentes, os resultados encontrados de p-valor da estatística teste-t superiores a 10% indicaram que as variáveis não contribuíram para prever as variáveis dependentes dos modelos a 90% de confiança.

No tocante às variáveis independentes de controle, Tamanho, Resultado e Variação do Resultado apresentaram-se significativas nos modelos testados. Os sinais percebidos são os esperados pela pesquisa, estando em linha com as proposições de Silva *et al.* (2007) elencadas na seção 2.1. Entre elas, destaca-se que: i) companhias maiores valem-se de maior uso de frases negativas em relação ao total (2,56%) e menor uso de frases positivas (2,35%); ii) companhias que apresentaram prejuízo utilizaram 14,08% mais frases negativas; e, iii) companhias com

aumento do lucro (redução do prejuízo) apresentaram mais frases positiva (14,37%) e menos frases negativas (16,12%) na mensagem.

Tabela 4: Regressão com dados em painel

	POS		NEG	
	Mod. (1)	Mod. (2)	Mod. (3)	Mod. (4)
VIES	0,0935* (0,051)	0,0955* (0,049)	-0,0929** (0,043)	-0,0962** (0,042)
PREC	0,0222 (0,026)	0,0209 (0,025)	-0,0208 (0,021)	-0,0195 (0,021)
ABRASCA	0,0019 (0,004)		-0,0019 (0,003)	
TAM	-0,0257** (0,012)	-0,0235** (0,010)	0,0279*** (0,009)	0,0256*** (0,009)
RES	-0,1158 (0,089)	-0,1275 (0,085)	0,1287* (0,074)	0,1408* (0,070)
V.RES	0,1485*** (0,049)	0,1437*** (0,048)	-0,1661*** (0,041)	-0,1612*** (0,039)
Constante	0,9709 (0,338)	1,1090 (0,184)	0,0082 (0,279)	-0,1339 (0,153)
Prob > F	0,0543	0,0293	0,0045	0,0020
R²	0,4639	0,4567	0,6134	0,6054
R² ajustado	0,2853	0,3138	0,4846	0,5016

Fonte: elaborada pelos autores (2022).

Nota. ***, **, *, resultados significativos a 1%, 5%, e 10% respectivamente.

Sobre as variáveis independentes de interesse, o Viés da Previsão mostrou-se significativo a 10% nos modelos para a Mensagem Positiva ao Acionista e a 5% nos modelos para a Mensagem Negativa ao Acionista. Destaca-se que os resultados da Tabela 4 são apresentados sob a perspectiva otimista, posto que foi atribuído à variável em questão valor 1 para viés otimista e 0 para o pessimista (conforme Tabela 1). Ao rodar os dados pela perspectiva pessimista, os resultados foram os mesmo com sinal contrário.

Inverter a perspectiva do Viés da Previsão implicou aumento de 9,62% de frases negativas e redução de 9,55% das positivas nos RAs, levando a proporção geral das frases negativas e positivas em direção ao equilíbrio. Considerando esses resultados, somados às discussões anteriores ao longo da seção 4, a Hipótese 2 é entendida como aceita, visto que foi identificada tendência de equilíbrio na proporção de frases positivas e negativas.

Considerando Lang e Lundholm (1992), os gestores dedicam atenção às previsões dos analistas financeiros, posto que, complementam Ronen e Yaari (2002) e Graham *et al.* (2005), tais previsões criam expectativas sobre o gestor relativamente ao desempenho das ações. Quando essas expectativas são otimistas, Salotti e Yamamoto (2008) e Silva *et al.* (2015) já haviam identificado a ocorrência de incentivos para o gestor praticar *disclosure* voluntário mais intenso, gerenciando a impressão dos usuários da informação para de reduzir o custo de capital.

O aceite da Hipótese 2 indica que a expectativa pessimista dos analistas também opera como incentivo para o gestor praticar GI. Esse incentivo pode estar relacionado a busca por justificativa do eventual baixo desempenho como forma de atenuar desvalorização da companhia (HEALY; PALEPU, 2001), ou seja, reduzir o custo de capital. Essa percepção alinha-se à Silva *et al.* (2015), que apontaram o custo de capital como fator de pressão e influência da decisão do gestor sobre “o que” e “como” divulgar para controlar efeitos que lhe sejam prejudiciais.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse estudo teve por objetivo analisar a relação do Gerenciamento de Impressão na comunicação da gestão com a qualidade das previsões de lucros realizadas pelos analistas financeiros das companhias abertas inscritas no Prêmio ABRASCA, no período de 2016 a 2019 e que apresentaram mensagem aos acionistas em seus Relatórios da Administração (RAs). Para endereçar a questão de pesquisa, foi construída metodologia inovadora (VERRECHIA, 2001), incorporando aspectos da vida real às análises (DYE, 2001), somando aspectos qualitativos dos RAs (SILVA *et al.*, 2007) às regressões aplicadas.

A parte qualitativa do estudo baseou-se em análise de conteúdo (BARDIN, 2011), sendo adotada codificação *theory-driven* com base em de Silva *et al.* (2007), onde as unidades de registro definidas foram as *frases* dos RAs. Em razão do uso de aspectos qualitativos, pouco explorados em estudos empíricos dentro do tema, foi possível preservar as companhias do Setor Financeiro, que se tornou variável *dummy* no modelo.

Apesar da amostra reduzida, a análise de conteúdo permitiu observar com profundidade as estruturas semântico-textuais dos RAs coletados. Atento às variações qualitativas enumeradas por Silva *et al.* (2007), foi possível identificar seleção arbitrária de informações reveladas na divulgação voluntária da gestão, priorizando àquelas cujo efeito final fosse benéfico ao gestor, como revelado pela proporção final de 4:1 entre efeitos positivos e negativos na mensagem. Além de corroborar Rowbottom e Lymer (2010) quanto ao uso publicitário dos RAs, esse achado reitera as preocupações de Cavalheiro (2019) quanto a pouca atenção ao caráter qualitativo da informação, ainda que a maior parte dos demonstrativos econômico-financeiros seja dedicada a esse tipo de informação (CUNHA; SILVA, 2009).

Para a parte quantitativa do estudo, duas hipóteses foram construídas, ambas entendidas como aceitas em razão dos resultados observados na estatística descritivas das variáveis e dos resultados obtidos pela análise de regressão aplicada. Quanto ao aceite da Hipótese 1, esse foi possível em razão do uso da variável *dummy* para o Setor Financeiro, que foi comparado com os resultados das companhias dos demais setores. O aceite da Hipótese 1 revelou que a Precisão da Previsão dos analistas financeiros em $t-1$ repercute mudanças no RA do período t , sugerindo Gerenciamento de Impressão (GI) pela gestão.

Em relação ao aceite da Hipótese 2, foi possível identificar efeito do Viés da Previsão dos analistas sobre a proporção de frases positivas e negativas: o viés pessimista da previsão leva a proporção de frases em direção ao equilíbrio, o que novamente indica prática de GI. Tal ocorrência pode estar relacionada ao efeito do pessimismo dos analistas sobre o custo de capital da companhia e risco de demissão do gestor em razão desse baixo desempenho previsto (HEALY; PALEPU, 2001; GRAHAM *et al.*, 2005). Esse entendimento é suportado por Silva

et al. (2015), que revelaram que o custo de capital é um fator de pressão e influência sobre o comportamento da gestão nas suas escolhas de divulgação voluntária. A identificação desse efeito do viés pessimista complementa os achados de Salotti e Yamamoto (2008) e Silva *et al.* (2015), que aprofundaram suas análises sobre o viés otimista da previsão.

Como limitação desse estudo, destaca-se o volume reduzido de companhias analisadas, necessário em razão do recorte do estudo, o que limita apontamentos mais contundentes e generalistas dos achados, sem prejuízo das análises construídas. Outrossim, inerente a qualquer pesquisa, ainda que mais presente em estudos qualitativos, o viés da análise de conteúdo deve ser considerado. Entretanto, como forma de validar ou mesmo refutar os achados do estudo aqui presente, sugere-se que estudos posteriores repliquem a metodologia desenhada e/ou a aperfeiçoem, posto que é necessário incorporar aspectos qualitativos da informação contábil-financeira às pesquisas empíricas sobre o tema de GI.

Por último, foi identificado forte correlação entre as variáveis Precisão da Previsão dos analistas em $t-1$ e Resultado da companhia e t – mais de 70% significativa a 1% –, não tendo sido observada teoria que explicasse esse resultado. Assim, pesquisa posterior focada em melhor compreender essa relação específica seria de grande utilidade para a compreensão do fenômeno. Também estudos futuros podem considerar o efeito de eventual mudança da gestão no período considerado, variável que não foi contemplada nas análises e pode ser somada ao modelo de regressão construído. Igualmente, pode ser avaliado o perfil individual do próprio gestor, observando caso a caso as companhias onde esse esteve a frente da gestão e os efeitos disso nos RAs, podendo ser aplicado estudo de casos múltiplos. Em linha, os efeitos do custo de propriedade igualmente merecem atenção dentro do tema do Gerenciamento de Impressão, posto que tal custo pode pressionar e influenciar o comportamento da gestão de forma semelhante ao custo de capital.

REFERÊNCIAS

- AGÊNCIA BRASIL. **Retrospectiva: veja o que aconteceu na economia em 2016**. 2016. Disponível em: <https://revistapegn.globo.com/Negocios/noticia/2016/12/retrospectiva-veja-o-que-aconteceu-na-economia-em-2016.html>. Acesso em: 20 set. 2020.
- BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2011.
- BEATTIE, V.; JONES, M. J. Impression management: the case of inter-country financial graphs. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**, v. 9, n. 2, p. 159-183, 2000.
- BOCMARU, G. Impression and earnings management: a collaborative tool to mislead analysts. **Faculty of Economics and Business**, University of Amsterdam, 2015.
- 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.
- CAVALHEIRO, M. O. **Relação entre Gerenciamento de Resultados Contábeis e Gerenciamento de Impressão em Companhias Abertas Listadas na B3 S. A. Brasil Bolsa Balcão**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade), Universidade Federal do Rio Grande do Sul, UFRGS, Porto Alegre, 2019.
- CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **O estágio da internacionalização das normas contábeis**. 2018. Disponível em: <https://cfc.org.br/destaque/o-estagio-da-internacionalizacao-das-normas-contabeis/>. Acesso em: 14 nov. 2020.

- CUNHA, R. K. C.; SILVA, C. A. T. Análise da Facilidade de Leitura das Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras: uma investigação do gerenciamento de impressões nas narrativas contábeis. 2009. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9. **Anais[...]**, São Paulo: FEA/USP, 2009.
- DALMÁCIO, F. Z.; LOPES, A. B.; REZENDE, A. J.; SARLO NETO, A. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 5, p. 104-139, 2013.
- DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001.
- GRAHAM, J.R., HARVEY, C.R., RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting, **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, p. 3-73, 2005.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.
- HOFFMANN, R. **Análise De Regressão: Uma Introdução à Econometria**. 5. ed. Piracicaba: O Autor, 2016. Disponível em: <http://www.livrosabertos.sibi.usp.br/portaldelivrosUSP/catalog/download/73/64/310-1?inline=1>. Acesso em: 27 out. 2020.
- HOOGHMESTRA, R. Corporate communication and impression management – new perspectives why companies engage in corporate social reporting. **Journal of Business Ethics**, v. 27, n. 1-2, p. 55-68, 2000.
- LANG, M.; LUNDHOLM, R. An empirical assessment of voluntary disclosure theory. **Working Papers – Stanford Graduate School of Business, Research Paper**, v. 1188, p. 1-54, 1992.
- MARTINEZ, A. L. **Analisando os analistas: Estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto**. 2004. Tese (Doutorado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo), Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.
- MARTINS, G. de A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas. 2009.
- MATOS, O. C. de **Econometria Básica: Teoria e Aplicações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.
- MERKL-DAVIES, D. M.; BRENNAN, N. Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management?. **Journal of Accounting Literature**, v. 26, p. 116-196, 2007.
- OLIVEIRA, A. S. de; GIRÃO, L. F. DE A. P. Acurácia na previsão de lucros e os estágios do ciclo de vida organizacional: evidências no mercado brasileiro de capitais. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 12, n. 1, p. 121-144, 2018.
- RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- RONEN, J.; YAARI, V. L. Incentives for voluntary disclosure. **Journal of Financial Markets**, v. 5, n. 3, p. 349-390, 2002.
- ROWBOTTOM, M.; LYMER, A. Exploring use and users of narrative reporting in the online annual report, **Journal of Applied Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 90-108, 2010.
- SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Divulgação Voluntária da Demonstração dos Fluxos de Caixa no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 19, n. 48, p. 37-49, 2008.
- SCHLENKER, B. R. **Impression management: the self-concept, social identity, and interpersonal relations**. Monterrey: Brooks/Cole, 1980.
- 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**, v. 11, n. 2, p.71-92, 2007.

SILVA, T. A.; SLEWINSKI, E.; SANCHES, S. L. R.; MORAES, R. O. Teoria da Divulgação na Perspectiva da Economia da Informação: Possibilidade de Novos Estudos? *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9. **Anais [...]**, São Paulo: FEA/USP, 2015.

SOUZA, P. V. S.; SILVA, P. B. Gerenciamento de tons das divulgações voluntárias nos press releases das companhias abertas brasileiras. **Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 18, n. 4, p. 39-51, 2020.

TENANI, P. Relatório: O Mercado Financeiro no Brasil e suas peculiaridades. **Aqua Wealth Management**, p.1-6, 2018.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 97-180, 2001.

WRUBEL, F.; SOUZA, T. R.; CUNHA, P. R. Características do Perfil de Riscos que Afetam a Qualidade do Disclosure das Companhias Abertas Premiadas pela ABRASCA. **ConTexto**, v. 15, n. 31, p. 114-128, 2005.

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