

André Carlos de Souza

**GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO NO BRASIL: UMA  
ANÁLISE DAS MENSAGENS DOS PRESIDENTES  
PUBLICADAS NOS RELATÓRIOS ANUAIS**

Dissertação submetida ao Programa de  
Pós Graduação em Contabilidade da  
Universidade Federal de Santa  
Catarina para a obtenção do Grau de  
Mestre em Contabilidade  
Orientador: Prof. Dr. José Alonso  
Borba

Florianópolis  
2013

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,  
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Souza, André Carlos de  
Gerenciamento de impressão no Brasil [dissertação] : Uma  
análise das mensagens dos presidentes publicadas nos  
relatórios anuais / André Carlos de Souza ; orientador,  
José Alonso Borba - Florianópolis, SC, 2013.  
126 p. ; 21cm

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa  
Catarina, Centro Sócio-Econômico. Programa de Pós-Graduação em  
Contabilidade.

Inclui referências

1. Contabilidade. 2. Contabilidade. 3. Gerenciamento de  
Impressão. 4. Governança Corporativa. 5. Relatório Anual. I.  
Borba, José Alonso. II. Universidade Federal de Santa  
Catarina. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III.  
Titulo.

André Carlos de Souza

**GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO NO BRASIL: UMA  
ANÁLISE DAS MENSAGENS DOS PRESIDENTES  
PUBLICADAS NOS RELATÓRIOS ANUAIS**

Esta Dissertação foi julgada adequada para obtenção do Título de  
“Mestre em Contabilidade”, e aprovada em sua forma final pelo  
Programa de Pós Graduação em Contabilidade.

Florianópolis, 30 de Janeiro de 2013.

---

Prof. José Alonso Borba, Dr.  
Coordenador do Curso

**Banca Examinadora:**

---

Prof. José Alonso Borba, Dr.  
Orientador  
Universidade Federal de Santa Catarina

---

Prof. Ernesto Fernando Rodrigues Vicente, Dr.  
Universidade Federal de Santa Catarina

---

Prof. Luís Alberton, Dr.  
Universidade Federal de Santa Catarina

---

Prof. Lauro Brito de Almeida, Dr.  
Universidade Federal do Paraná



## AGRADECIMENTOS

Agradeço a todas as pessoas que colaboraram direta ou indiretamente na resolução deste trabalho.

Ao meu orientador, Prof. José Alonso Borba, por sua indispensável orientação na confecção deste trabalho e sua generosidade em compartilhar seus conhecimentos, sua disponibilidade de tempo e material, além do apoio e encorajamento contínuos na atividade de pesquisa;

A todos os professores do Programa de Pós Graduação em Contabilidade da UFSC, que foram tão importantes na minha vida acadêmica e no desenvolvimento deste trabalho;

A todos os colegas de curso, em especial Fernando, Claudio, Sandro e Letícia pela convivência e conhecimentos partilhados ao logo desses últimos dois anos;

À equipe de pesquisadores do NECC - Núcleo de Estudos em Contabilidade e Controladoria;

À minha amiga Aghata por sua paciência, afeto, solidariedade e compreensão;

À minha amiga Maryanne pelo incentivo e apoio durante os frequentes momentos de dúvida e insegurança.

Muito Obrigado.



"O que ninguém diz às pessoas que são iniciantes - e eu realmente gostaria que alguém tivesse dito isso para mim é que todos nós que fazemos um trabalho criativo, entramos nisso porque temos bom gosto. Mas há essa lacuna. Nos primeiros anos você faz alguma coisa e ela não é tão boa. Está tentando ser bom, tem potencial, mas não é. Mas seu gosto, a única coisa que você tem no jogo, ainda é matador. E seu gosto é o motivo pelo qual o seu trabalho decepciona. A maioria das pessoas nunca passa dessa fase. Elas desistem. A maioria das pessoas que conheço que fazem um trabalho interessante, criativo passaram por anos disso. Sabemos que o nosso trabalho não tem essa coisa especial que queremos que ele tenha. Todos nós passamos por isso. E se você está apenas começando, ou você ainda está nesta fase, você tem que saber que é normal e a coisa mais importante que você pode fazer é fazer um monte de trabalho. Coloque-se em um prazo para que a cada semana você vai terminar uma história. É apenas passando por um volume de trabalho que você vai fechar essa lacuna, e seu trabalho será tão bom quanto suas ambições. E eu levei mais tempo para descobrir como fazer isso do que qualquer um que eu já conheci. Vai levar algum tempo. É normal levar algum tempo. Você só tem que lutar através do seu caminho." (IRA GLASS, 2011).





## RESUMO

Essa pesquisa tem como objetivo estudar o gerenciamento de impressão nas mensagens dos diretores-presidentes publicadas nos relatórios anuais. Esses documentos são identificados pela literatura acadêmica como veículos para o gerenciamento de impressão que, uma vez que a sua publicação não possui caráter obrigatório, acabam por dar a oportunidade de que seja criada uma imagem positiva das empresas, mas essa imagem não condiz com a realidade das mesmas. A literatura acadêmica sugere uma relação entre o gerenciamento de impressão e a governança corporativa, no sentido que uma governança forte limita as possibilidades de manipulação das informações emitidas ao mercado. Para a análise, foram recuperados 120 relatórios anuais de empresas que negociam suas ações na BM&FBOVESPA referentes ao ano de 2011. Nos relatórios foi analisada uma única seção: a mensagem da presidência. Por ser um primeiro contato da alta administração com o público, essa parte do relatório supostamente seria um foco de gerenciamento de impressão. Para mensurar o gerenciamento de impressão foi utilizada uma metodologia que avalia o tom da evidenciação observando a existência de palavras-chave (i.e. termos que evidenciam um resultado para a empresa). Além disso, foi empregada uma metodologia para classificar a força da governança das empresas a fim de explorar um possível link entre essas duas características que a literatura acadêmica afirma existir. Por último, foram acrescentadas variáveis de controle ao modelo com o objetivo de extrair possíveis explicações sobre o gerenciamento de impressão. Os resultados sugerem que, conforme esperado, as empresas divulgam mais informações positivas sobre seus resultados do que informações negativas. Porém, não foi possível confirmar a hipótese de que o gerenciamento de impressão está negativamente relacionado à força da governança corporativa. Em relação às demais variáveis observadas, os resultados apenas sugerem relações, mas que não podem ser consideradas significativas do ponto de vista estatístico. Possíveis explicações para o resultado dizem respeito à diferença da natureza das informações evidenciadas pelas empresas analisadas, uma vez que o gerenciamento segundo a métrica utilizada apenas leva em conta resultados para a empresa. Apesar dos resultados não serem os esperados, são sugeridas novas possibilidades de pesquisas, considerando outras seções do relatório anual e análise das informações por mais de um período.

**Palavras chave:** Gerenciamento de Impressão. Governança Corporativa. Relatórios Anuais. Viés. Divulgação Voluntária.



## ABSTRACT

This research aims to study the impression management in CEO's messages published in Annual Reports. These documents were identified by the academic literature as vehicles for impression management where, since its publication does not have the mandatory status, end up giving the opportunity for the creation of a positive image of business, but this image does not fit with reality thereof. The academic literature suggests a relationship between impression management and corporate governance, in the sense that strong governance limits the possibility of manipulation of information issued to the market. For the analysis, were recovered 120 annual reports of companies that trade their shares on the BM&FBOVESPA for the year 2011. A single section of the reports was analyzed: the message from the CEO. Being a first contact of the senior management with its audience, this part of the report was supposed to be a focus of impression management. To measure the impression management used a methodology that evaluates the disclosure tone by the existence of keywords (i.e. terms that have a result for the company). Furthermore, a methodology was used to classify the strength of corporate governance in order to explore a possible link between these two characteristics that the academic literature states exist. Finally, the control variables were added to the model in order to extract possible explanations about the impression management. The results suggest that, as expected, firms disclose more information about their positive results than negative information. However, it was not possible to confirm the hypothesis that impression management is negatively related to the strength of corporate governance. Concerning other variables examined, the results only suggest relationships, but they cannot be considered significant from a statistical standpoint. Possible explanations for the results relate to the different nature of the information evidenced by the companies analyzed, since the second management metric used only consider the results to the company. Although the results are not as expected, suggests new research possibility of considering other sections of the annual report and analysis of information for more than one period.

**Keywords:** Impression Management, Corporate Governance, Annual Reports, Bias, Voluntary Disclosure



## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 Modalidades de Gerenciamento de Impressão.....	49
Figura 2 Estratégias de Gerenciamento de Impressão identificadas por Merkl-Davies e Brennan (2007) .....	54
Figura 3 Seletividade em gráficos .....	56
Figura 4 Distorção de mensuração em gráficos .....	58



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Relação das empresas no estudo.....	78
Tabela 2 Diferentes nomenclaturas para a seção de análise do gerenciamento de impressão .....	79
Tabela 3 Classificação das empresas.....	88
Tabela 4 Matriz de correlação entre as variáveis .....	95
Tabela 5 Estatísticas descritivas das variáveis .....	97
Tabela 6 Resumo do modelo de regressão .....	99
Tabela 7 Coeficientes do modelo de regressão .....	102
Tabela 8 Comparação entre a presente pesquisa e o trabalho de Osma e Guillamon-Saorín (2011).....	103





## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 Práticas recomendadas de governança .....	65
Quadro 2 Outras pesquisas sobre Gerenciamento de Impressão .....	72
Quadro 3 Palavras-chave identificadas no estudo .....	93



## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>23</b>
1.1	TEMA E PROBLEMA	27
1.2	PROBLEMA DE PESQUISA	31
1.3	OBJETIVOS	31
1.4	JUSTIFICATIVA	32
1.5	ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA	34
<b>2</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b>	<b>35</b>
2.1	GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO	35
2.1.1	Modalidades de Gerenciamento de Impressão	44
2.1.2	Mensuração do Gerenciamento de Impressão em narrativas contábeis	59
2.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA	60
2.3	RELATÓRIOS ANUAIS	67
2.3.1	GRI Indicador 1.1	70
2.4	ESTUDOS ANTERIORES	71
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA</b>	<b>77</b>
3.1	SELEÇÃO DAS EMPRESAS	77
3.2	MÉTRICAS PARA O GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO	78
3.3	MÉTRICAS PARA A GOVERNANÇA CORPORATIVA	83
3.4	COLETA DOS DADOS E CODIFICAÇÃO DAS VARIÁVEIS	85
3.5	MODELO DE REGRESSÃO	86



<b>4</b>	<b>RESULTADOS .....</b>	<b>91</b>
4.1	CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES.....	96
4.2	GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO E GOVERNANÇA .....	98
4.3	GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO E DEMAIS VARIÁVEIS DO ESTUDO .....	100
4.4	COMPARAÇÃO DOS RESULTADOS DE TRABALHOS ANTERIORES .....	103
<b>5</b>	<b>CONCLUSÕES.....</b>	<b>105</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>109</b>
	<b>Apêndice A - Relatório fleury S.A. 2011.....</b>	<b>121</b>
	<b>Apêndice B - Cálculo do score de gerenciamento de impressão .....</b>	<b>125</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Em um trabalho sobre o escândalo financeiro envolvendo a multinacional Satyam, originária da Índia e atuante no setor de tecnologia da informação, Craig, Mortenson e Iyer (2012) comentam as atitudes que contribuíram para que a prática passasse despercebida pela auditoria externa, realizada por uma das chamadas *Big Four*<sup>1</sup>, investidores e autoridades locais durante cerca de uma década, entre os anos de 2002 e 2009, em que o montante da fraude totalizou aproximadamente 1 bilhão de dólares.

Por meio de uma carta confessando a fraude ocorrida, o até então CEO<sup>2</sup> da empresa, Raju (2009, p.1) menciona o surgimento de uma lacuna referente às informações divulgadas no balanço patrimonial devido à existência de ativos inflacionados durante alguns anos de atividades. Dessa maneira, a brecha surgida “alcançou proporções incontroláveis ao passo que o volume das operações da companhia cresceu significativamente”. Segundo Raju (2009, p.2):

Cada tentativa de eliminar a lacuna falhou. Como os sócios-fundadores mantiveram uma pequena percentagem de capital próprio, a preocupação era que o mau desempenho resultaria em uma aquisição; expondo assim a lacuna. Foi como montar um tigre, não sabendo como sair sem ser comido.

O ambiente de negócios descrito por Craig, Mortenson e Iyer (2012) favoreceu a fraude: Com a realização de sucessivas

---

<sup>1</sup> Nomenclatura comumente utilizada para se referir às principais empresas de serviços contábeis e auditoria do mundo. Inicialmente a nomenclatura abrangia as 8 maiores empresas do ramo, que, depois de uma série de fusões foram reduzidas a 5 companhias e, com a queda da Arthur Andersen em 2002 por conta de seu envolvimento no caso Enron, o grupo ficou reduzido à apenas 4 empresas.

<sup>2</sup> Do inglês *Chief Executive Officer*. Mais alto cargo na alta administração das corporações. Também conhecido como diretor executivo ou presidente. Responsável por executar as diretrizes propostas pelo Conselho de Administração.

reformas na economia do país na década de 80, empresas locais eram incentivadas a colaborar com empresas estrangeiras, mudando o modelo de gestão familiar anteriormente adotado. Contudo, isso não impediu que continuasse a existir uma proximidade entre gestores e conselho de administração.

No caso descrito, essa relação acabou por constituir um conflito de agência em que os membros do conselho não serviam aos interesses dos *stakeholders*<sup>3</sup>, mas sim beneficiavam o gestor, e um conflito interior neste indivíduo, que sofria pressão para que não deixasse de cumprir as expectativas e passou a racionalizar o ato de manipular as impressões dos usuários das informações financeiras divulgadas por meio de seus comunicados nos relatórios anuais.

A última tentativa de abrandar a situação financeira desfavorável da companhia foi a aquisição, por cerca de 1.6 bilhões de dólares, de duas companhias atuantes no ramo imobiliário pertencentes ao próprio gestor e seu irmão. Tal manobra, quando autorizada pelo conselho dos diretores, acabou por despertar a desconfiança dos investidores e deu início a desvalorização dos papéis da companhia (CRAIG, MORTENSON e IVER, 2012).

Segundo os autores, a realização de uma análise das características linguísticas dos comunicados aos investidores apresenta evidências da ocorrência de um gerenciamento de impressão, no sentido de que por meio de uma linguagem progressivamente otimista, a fraude que se agravava permanecia oculta aos *stakeholders*. Deixando de usar pronomes relativos ao sujeito no singular (eu e meu) e passando a utilizar pronomes indicando uma ação coletiva (nós e nosso), a pesquisa sugere que o gestor fornecia um maior grau de confiabilidade as suas palavras e conseguia apoio para as reivindicações apresentadas em seus comunicados. Mais especificamente, segundo Craig, Mortensen e Iver (2012):

---

<sup>3</sup> Termo em inglês usado para se referir aos indivíduos interessados nas informações das empresas.

A escolha das palavras nas cartas assinadas por Raju como Presidente da Satyam fornecem sinais de que ele estava ciente dos efeitos prováveis nocivos da divulgação pública de real posição financeira da empresa, e que ele ajustou sua linguagem de acordo.

Samkin, Allen e Wallece (2010) também deram destaque à imagem corporativa em seu trabalho. Em um caso, os autores comentam também essa necessidade da manutenção ou possível reparação da imagem. Em sua pesquisa, que trata da polícia da Nova Zelândia, entre os anos de 2000 e 2007, é demonstrado como as informações não financeiras que constam nos relatórios anuais são utilizadas para reduzir os efeitos da publicidade adversa por parte da mídia local.

Os autores demonstram que o ambiente em que se encontrava a entidade não era favorável: Três acontecimentos polêmicos ocorridos envolvendo a polícia causaram controvérsia e foram identificados como sendo “percussores da discussão a respeito do discurso de reparação da imagem da polícia da Nova Zelândia durante o período do estudo” (SAMKIN, ALLEN e WALLACE, 2010, p.28), fazendo com que o público e a mídia se questionassem se as ações da entidade em questão eram condizentes com a sua missão. Uma das conclusões do estudo diz respeito à importância dos relatórios anuais, que segundo os autores, pode atuar como um mecanismo no qual as entidades de benefício público podem gerenciar a sua legitimidade. Segundo os autores (p. 39),

O discurso de reparação de imagem fornece uma explicação para o porquê de uma agência do setor público, tal como a polícia da Nova Zelândia pode ser coagida por partes interessadas (incluindo governo, mídia e público) a adotar determinadas divulgações não financeiras no relatório anual. Narrativas e fotografias geralmente não são utilizadas por órgãos do setor público para distrair os leitores de resultados financeiros, uma vez que a



legitimidade não vem do atendimento de determinado resultado financeiro.

Por sua vez, Bartkus e Glassman (2008, p.210) realizaram uma pesquisa envolvendo a missão declarada pelas empresas e as ações dos gestores em relação às atitudes dos gestores. Uma de suas proposições é de que a declaração de missão da entidade em si constitui uma prática de gerenciamento de impressão, no sentido de que “missões organizacionais são criadas para dar a impressão de que a empresa tem objetivos adequados e publicamente aceitáveis”.

Os autores também comentam a inclusão de itens sinalizados como recorrentes, tais como uma frase para sinalizar preocupação com os empregados, meio ambiente, qualidade do produto, sociedade e clientes em suas diretrizes institucionais. Os principais achados do estudo sinalizam que determinados conteúdos inseridos nas missões das empresas baseados em pressões institucionais.

Nesse sentido, o gerenciamento de impressão (ou de imagem) ocorre quando existe intenção de causar uma reação favorável perante os acionistas, governos e demais indivíduos em relação a uma entidade ou gestor da mesma em particular. De acordo com Merkyl-Davies e Koller (2012), o gerenciamento ocorre em situações onde existe desacordo entre gestores e a interpretação de determinados eventos por parte da audiência organizacional ou desentendimento entre a organização e as crenças e valores de um único *stakeholder*.

Nesses casos, segundo os autores, o gerenciamento é usado com o objetivo de convencer os *stakeholders* “da validade, legitimidade ou necessidade de mudanças na organização, para refletir um escândalo financeiro como um incidente isolado” ou convencer os *stakeholders* da natureza excepcional das circunstâncias que ocasionaram um desempenho desfavorável.

A ideia de que os agentes podem adotar determinadas estratégias comportamentais com o objetivo de controlar as impressões dos outros foi popularizada pelos trabalhos do sociólogo Erving Goffman. Segundo Leary e Kowalski (1990), Goffman discute a importância da auto-representação para definir

o lugar do indivíduo na ordem social, definindo o tom e o sentido de uma interação, e, para facilitar o desempenho do papel de comportamento dirigido.

Leary e Kowalski (1990, p. 34) por sua vez conceituam gerenciamento de impressão como sendo:

O processo pelo qual os indivíduos tentam controlar as impressões que outros formam delas. Porque as impressões (...) têm implicações para a forma como os outros percebem, avaliam e os tratam, bem como para os seus próprios pontos de vista de si mesmos, as pessoas às vezes se comportam de maneira que irão criar certas impressões nos olhos dos outros.

Goffman (1971 *apud* Wood e Michell, 1981, p. 358) menciona esse conflito de interesses sob o ponto de vista de um gestor que porventura esteja encarregado de avaliar as causas de um determinado desempenho insatisfatório por parte de seus subordinados. De acordo com os autores, após determinado evento desfavorável, o indivíduo “irá se envolver em atividades de gerenciamento de impressão destinadas a mudar o sentido que poderia ser dado ao evento e reduzindo a sua responsabilidade moral para com o acidente”.

### **1.1 Tema e Problema**

O presente trabalho analisa o relacionamento entre características das organizações que a literatura acadêmica aponta como pertinentes à governança corporativa e características dos relatórios anuais que a literatura acadêmica admite como indícios da prática de gerenciamento de impressão.

Esse meio de comunicação da gerência para os investidores/público em geral foi escolhido por ser um meio não obrigatório e de fácil acesso ao público que possibilita a comunicação do desempenho da empresa a terceiros (JONES, 2011a).

De acordo com Osma e Guillamón-Saorín (2011), esses documentos podem ser facilmente manipulados pelos agentes com objetivo de distorcer a percepção dos leitores quanto às conquistas corporativa. Jones (2011a) afirma que, teoricamente,

os gestores têm todos os incentivos para gerenciar a apresentação dos resultados da entidade. Nesse sentido, pesquisas destacam uma das modalidades de manipulação do relatório, a facilidade de leitura (referenciada nos trabalhos de Silva e Rodrigues (2010) como objeto de estudo da análise léxica), em que as informações apresentadas exigem um nível de compreensão além da capacidade de sua audiência. Nesses casos, de acordo com Curtis (1995, p.4), “a comunicação ineficaz aumenta a probabilidade de má alocação de recursos dos investidores, com implicações nos custos reais e oportunidade, tanto a nível individual quanto social”.

Rutherford (2003), por exemplo, apresentou um estudo examinando se empresas com fraco desempenho apresentam seus relatórios textualmente mais complexos com o objetivo de dificultar a comunicações e prejudicar a governança. Porém, o resultado da pesquisa não conclui que as empresas usadas no estudo ofuscam através da complexidade dos textos a percepção e a complexidade dos textos é atribuída às atividades das empresas.

De certa forma o contexto é semelhante, conforme comentado por Merkl-Davies, Brennan e McLeay (2010), com a teoria da agência, no sentido de que é esperado que os gestores explorassem a assimetria de informação com o objetivo de maximizar a sua utilidade, distorcendo a percepção dos investidores e demais interessados nas informações da gestão quanto ao desempenho e projeções financeiras. Essa assimetria, segundo Merkl-Davis, Brenna e McLeay (2010), manifesta-se por meio da ênfase dos resultados positivos e ofuscação dos resultados negativos.

A Teoria da Agência (também conhecida como Teoria do Agente Principal) no gerenciamento de impressão também se manifesta por meio da seletividade das informações apresentadas nos relatórios. Essa característica, destacada por Brennan, Guillamon-Saorín e Pierce (2009) e Jones (2011a), quanto a gráficos e narrativas, respectivamente, é assumida como consistente com a teoria mencionada

Estudos anteriores, como os de Beattie e Jones (1997, 2000, 2002), Frownfelter-Lohrke e Fulkerson (2001),

Arunachalam, Pei e Steinbart (2002), Amer (2005), Kaur, Thirumanickam e Bakar (2005), Beattie, Dhanani e Jones (2008), Cho, Michelon e Patten (2012) e Jones (2011b) já tratavam do gerenciamento de impressão, geralmente analisado sob a óptica das distorções em gráficos. Trabalhos anteriores também abordavam a impressão sob a óptica das narrativas contábeis e facilidade de leitura (CUNHA e SILVA, 2009; BRENNAN, GUILLAMON-SAORÍN e PIERCE, 2009) e elementos paratextuais nos relatórios anuais (DAVISON, 2011).

Por outro lado, poucos trabalhos acadêmicos abordaram a questão do gerenciamento de impressão nos relatórios financeiros relacionando-o com governança corporativa.

Westphal e Park (2012, p. 23), por exemplo, estudaram a relação entre esses dois tópicos, partindo das atitudes dos líderes empresariais que, como o objetivo de convencer o público da força da governança das entidades por eles administradas, acabam por utilizar o gerenciamento de impressão e “invocar critérios de avaliação que se afastam da lógica institucional prevacente de governança”. A consequência dessas atitudes, segundo os autores, é a promoção de “um processo de influência social, em cascata que tem contribuído para mudar percepções sobre governança corporativa entre uma ampla gama de outros atores sociais”.

A definição de governança, da autoria do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009, p.19) é a seguinte: "Sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”.

Osma e Guillamón-Saorín (2011) afirmam que, apesar de existir um consenso de que a governança corporativa exerce influência na qualidade do *disclosure*, não existe evidência de sua influência – ou falta de – no gerenciamento de impressão nas narrativas.

Segundo Shleifer e Vishny (1997, p.737), governança corporativa lida com as formas com os fornecedores garantem o retorno de seu investimento ou, em outras palavras, “como os fornecedores controlam os gestores?” Hart (1995, p.678) afirma

que os aspectos da governança corporativa afloram em organizações quando duas situações encontram-se presentes: “Problemas de agência ou conflitos de interesse e custos de transação para lidar com os problemas de agência que não podem ser resolvidos por meio de um contrato”.

La Porta et al. (2000) trata da abordagem legal da governança como um mecanismo de proteção tanto de investidores quanto credores, concluindo que uma maior proteção está associada a uma governança corporativa mais forte e têm seus reflexos em economias de mercado mais desenvolvidas, dispersão de ações entre investidores e alocação eficiente de capital.

Por sua vez, Bushman e Smith (2001) analisaram o papel da informação contábil nos processos de governança das organizações e seu trabalho propõe novas direções para a pesquisa na área, como explorar o comportamento das estruturas da governança de acordo com as limitações das informações da contabilidade financeira. Outra sugestão dos autores consiste no estudo dos mecanismos de controle das empresas e o seu uso de informações da contabilidade financeira em um ambiente que envolva diferentes países.

Ho e Wong (2001) realizaram um estudo sobre a relação entre *disclosure* voluntário e aspectos diversos que compõe a governança, como número de diretores no conselho de administração, existência de comitê de auditoria voluntário, membros de uma mesma família na diretoria, etc. Resultados apontaram que a existência de um comitê de auditoria estaria positivamente relacionado à voluntariedade desse *disclosure*, enquanto que membros de uma mesma família apresentou uma relação negativa.

Segundo Aerts (2005, p.495), empresas que têm ações negociadas em bolsa sofrem maior pressão por legitimação do que as demais. Mas mesmo sem necessidade de legitimação, as empresas buscam o gerenciamento de impressão, construindo narrativas nas quais as informações positivas são enfatizadas e as informações negativas são reduzidas ou omitidas. Segundo o autor,

Em geral, tendências autopromocionais de atribuição (direitos atribucionais e melhorias) no que diz respeito aos resultados contábeis não eram mais proeminentes em empresas listadas do que em não listadas, exceto quando o desempenho financeiro corporativo global diminuiu. Este fenômeno implica uma construção ativa de notícias de atribuição positiva quando o desempenho financeiro global enfraquece.

Porém, ao apresentar informações distorcidas, os relatórios anuais deixam de cumprir uma de suas funções: fornecer um retrato confiável da empresa para os usuários externos não se limitando às informações exigidas legalmente.

Mecanismos de governança corporativa são importantes para reduzir a assimetria de informação entre os gestores e os donos e evitar que os gestores se aproveitem de sua posição em detrimento dos acionistas.

## 1.2 Problema de pesquisa

Tendo em vista a questão da importância das informações divulgadas nos relatórios anuais e o referencial teórico que aponta o próprio relatório como um dos veículos para o gerenciamento de impressão, o presente trabalho sugere o seguinte problema de pesquisa: **Existe associação entre o gerenciamento de impressão observado nas mensagens da presidência publicadas nos relatórios anuais e a força da governança corporativa das empresas?**

## 1.3 Objetivos

O presente trabalho tem por objetivo geral identificar se existe associação entre o gerenciamento de impressão observado nas mensagens da presidência publicadas nos relatórios anuais e a força da governança corporativa das empresas.

Como objetivos específicos, o trabalho propõe:

- a) Identificar se características das empresas tais como tamanho e retorno sobre ações podem estar correlacionadas com a ocorrência de gerenciamento de impressão nas narrativas; e

- b) Identificar se a adesão a índices do mercado de ações pode estar associada com a prática de gerenciamento de impressão

Para quantificar o gerenciamento de impressão será utilizada parte da metodologia empregada por Brennan, Guíllmón-Saorín e Pierce (2009) e Osma e Guíllamón-Saorín (2011). Esse método analisa basicamente a narrativa contábil, levando em consideração aspectos a fim de verificar o viés das informações apresentadas. A medida quantifica três aspectos: (I) Tom do *disclosure*; (II) Ênfase; e (III) Comparações de desempenho.

Por sua vez, a governança corporativa será medida de acordo também com a metodologia utilizada por Osma e Guíllamon-Saorin (2011) baseada nos trabalhos de Bertrand e Mullainathan (2001), Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Davila e Penalva (2006) partindo de informações disponibilizadas pelas empresas em seus formulários de referência.

Os aspectos observados são os seguintes: Proporção de Diretores (I - Independentes e II - Institucionais) no Conselho; III - Influência do CEO; IV - Existência de um comitê de nomeação e remuneração; V - Tamanho do conselho.

Outros dois aspectos utilizados nas pesquisas anteriores (número de reuniões realizadas pelo conselho de administração e monitoramento das atividades do conselho) inicialmente também estariam inclusos na medida de governança usa neste trabalho, mas foram retiradas por conta da indisponibilidade destas informações nos documentos divulgados pelas empresas utilizadas na pesquisa.

Estas variáveis serão utilizadas para a criação de um *score* que classificará as empresas de acordo com a sua governança que permitirá a comparação e verificação de uma relação entre as duas características pesquisadas (gerenciamento de impressão e governança corporativa).

#### **1.4 Justificativa**

Alguns dos aspectos desta pesquisa ressaltam a importância da sua realização.

Primeiramente, a realização do trabalho espera contribuir tanto para as pesquisas sobre o papel da governança corporativa quanto para os estudos sobre manipulações de informações contábeis. Um primeiro incentivo para a realização de trabalhos sobre gerenciamento de impressão é a potencial contribuição deles, pelo tema ser originário da psicologia, aos estudos sobre a tomada de decisão.

Um possível incentivo para a realização de estudos sobre o gerenciamento de impressão surge da concepção de que o tópico constitui uma abordagem mais sutil dos estudos sobre fraudes. A familiaridade entre estas duas temáticas também foi explorada por Clatworthy e Jones (2006), Craig, Mortensen e Iyer (2011), Costa e Wood Jr (2012) e Wilkins, Acuff e Hermanson (2012).

Desta maneira, o trabalho espera contribuir com os estudos sobre a qualidade das informações sobre o desempenho das empresas e uma possível ligação de como a empresa se relaciona com os seus interessados. Como a análise se restringe à comunicação direta da presidência com os interessados, este trabalho também se aproxima das teorias da governança, mais especificamente a teoria da agência e a relação de interesses e incentivos.

Outro ponto de vista que colaborou para a realização desta pesquisa foi a indisponibilidade de outros estudos semelhantes. De acordo com Osma e Gillámon-Saorín (2011), quase todos os trabalhos na área de gerenciamento de impressão em relatórios anuais foram realizados com países anglo-saxões.

Naquela ocasião, os autores citados realizaram um estudo semelhante ao aqui proposto, mas apenas com empresas espanholas. Estudos anteriores a esse mencionados ainda analisavam empresas da Austrália (MATHER e RAMSAY, 2007). Assim sendo, este trabalho objetiva também preencher essa lacuna ao utilizar empresas que negociam suas ações em uma bolsa de valores no Brasil.

Na literatura nacional, poucos trabalhos são encontrados tratando do gerenciamento de impressão no contexto dos negócios, e principalmente, relativo aos relatórios de informações



financeiras. Um dos trabalhos encontrados foi a pesquisa realizada por Cunha e Silva (2009), publicada apenas em um evento científico.

Não foram encontrados trabalhos sobre gerenciamento em nível de narrativas contábeis publicados em periódicos, e sim apenas teses e dissertações, o que corrobora com o relativo ineditismo do tema.

### **1.5 Organização da pesquisa**

A pesquisa está organizada da seguinte maneira:

O capítulo 2 apresenta os principais eixos teóricos do trabalho baseado na literatura acadêmica sobre o gerenciamento de impressão, governança corporativa e relatórios anuais e também apresenta as hipóteses a serem testadas na pesquisa.

O capítulo seguinte trata da metodologia aplicada, seleção das empresas e relatórios anuais e instrumentalização das variáveis do modelo.

O capítulo 4 apresenta os resultados do trabalho e sua respectiva discussão. O capítulo 5 apresenta as conclusões, sugestões para futuros trabalhos e conclui a pesquisa.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

O objetivo principal deste capítulo é revisar bibliograficamente conceitos para os principais eixos da pesquisa proposta: Gerenciamento de Impressão e Governança Corporativa.

A definição do que vem a ser gerenciamento de impressão tem importância fundamental no contexto da pesquisa, uma vez que a terminologia não é originária da área de negócios.

Enquanto explora as definições propriamente ditas do gerenciamento de impressão, esse capítulo também tem como função apresentar uma revisão história do tema, especialmente no que se refere aos trabalhos que propõem metodologias de mensuração para o gerenciamento.

Igualmente o capítulo apresenta definições e uma revisão história do que vem a ser governança corporativa, dessa vez um tema com maior afinidade com a contabilidade.

A importância das práticas de governança corporativa no contexto deste trabalho é comentada por Shleifer e Vishny (1997), que afirmam que ela fornece o suporte para a prestação de contas relativa à aplicação de todos os recursos e a garantia de que eles estão sendo aplicados de forma eficiente, de acordo com o interesse dos *stakeholders*.

O capítulo de referencial teórico também apresenta um tópico evidenciando pesquisas que tiveram como objeto de estudo os relatórios anuais, enfatizando a importância de estudar essas publicações, que nesta pesquisa foram escolhidas por sua publicação não ser obrigatória e, conforme comentado por Dias (2009), ele pode ser considerado uma ferramenta de marketing.

Por último, o capítulo apresenta uma revisão de trabalhos anteriores e outros estudos que discutem o gerenciamento de impressões, construção e apresentação de informações de forma gráfica, narrativas contábeis e relatórios anuais que não foram aprofundados em outras seções do capítulo.

### **2.1 Gerenciamento de Impressão**

Apesar de o tema ter suas origens traçadas desde a Grécia antiga “e também em seus contextos políticos posteriores, como no machiavellianismo, no qual se defendia o pensamento

prévio da conduta visando os objetivos almejados” (LIMA, 2008, p.17), o uso da terminologia “gerenciamento de impressão” é admitida como tendo origem no final da década de 50, nos trabalhos de Goffman (1959).

Os trabalhos pioneiros publicados sobre essa temática pertencem à área da psicologia, especialmente a psicologia clínica. Os primeiros trabalhos também têm em comum os indivíduos estudados: pacientes de hospitais psiquiátricos diagnosticados com esquizofrenia (BIDWELL, 1969; PRICE, 1972; SHEAN, 1973).

Braginsky e Braginsky (1967), por exemplo, realizaram um estudo com o objetivo de analisar se pacientes que sofriam de esquizofrenia crônica poderiam desenvolver estratégias de gerenciamento de impressão no sentido de manipular os resultados de entrevistas de avaliação as quais eles eram submetidos. Os resultados permitiram que os autores concluíssem que os pacientes se apresentavam como saudáveis ou doentes conforme suas necessidades e objetivos.

Por sua vez, Barocas e Christensen (1968) utilizaram estudantes em uma pesquisa sobre desempenho acadêmico e propuseram que, independentemente das habilidades acadêmicas de cada um dos participantes, os bons gestores de impressão, avaliados pela habilidade em mentir nos questionários aplicados durante a pesquisa, apresentariam pontuação média superior aos maus gestores de impressão. Os resultados confirmaram essa percepção, apesar de indicar especificamente quais eram as táticas empregadas pelos bons gestores de impressão.

Também foi deixada em aberto a possibilidade dos maus gestores não se encontrarem motivados a atingir excelência acadêmica, e assim serem avaliados da mesma forma que os bons gestores, uma vez que esses últimos apresentam motivações para que seus resultados sejam superiores.

No final da década de 1980 surgiram os primeiros trabalhos sobre gerenciamento de impressão ligados à área de negócios, mais especificamente lidando com a avaliação de desempenho de funcionários (WOOD e MITCHELL, 1981) e

executivos (CALDWELL e OREILLY, 1982) quando expostos ao fracasso no exercício de suas funções.

O mais antigo trabalho identificado que tratou de gerenciamento de impressão em relatórios anuais foi Aerts (1994), que analisou as explicações contábeis sobre o desempenho. Por classificar as explicações como implicitamente defensivas, o autor introduziu a noção de viés contábil nas narrativas encontradas nos relatórios anuais. Sendo assim, o estudo é considerado um precursor da presente pesquisa.

Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009, p.4), ao revisar os principais métodos de gerenciamento de impressão referentes às narrativas, mencionam quais documentos a literatura acadêmica aponta como veículos do gerenciamento:

O foco da pesquisa prévia sobre narrativas contábeis tem sido cartas do presidente, relatórios de presidentes, relatórios com análise e discussão da gestão, análises financeiras e operacionais, relatórios da auditoria, notas de rodapé das demonstrações financeiras, relatórios provisórios, prospectos, comunicados de imprensa e divulgações ambientais.

Por sua vez, Jones (2011a) comenta que as informações de uma empresa, que dizem respeito ao seu desempenho e resultados financeiros são apresentadas aos acionistas e demais interessados nos relatórios anuais. Porém, por não serem comumente objeto dos serviços de auditoria, esses relatórios proporcionam aos gestores oportunidades de gerenciar a forma de como apresentar os números de maneira a dar aos usuários uma determinada impressão sobre os resultados da empresa.

Em geral a literatura enfatiza como o gerenciamento de impressão implica nos gestores oportunamente tirando vantagem de assimetrias de informação com o objetivo de distorcer a percepção de terceiros quanto ao desempenho da companhia.

Graffin et al. (2011), por exemplo, comentam a existência de gerenciamento de impressão em casos de mudanças de presidentes nas empresas. Segundo os autores, esse caso de sucessão é uma mudança gerencial chave, no sentido que há o

surgimento de incertezas sobre o desempenho do novo gestor e como o mercado irá reagir a esse anúncio. Uma reação positiva é incerta, porém uma reação negativa pode prejudicar gravemente a posse antecipada do novo CEO. Tendo esse cenário em vista, ou autores sugerem a existência de um tipo particular de gerenciamento de impressões, chamado ruído (ou barulho) estratégico.

Segundo os autores, esse fenômeno ocorre quando, por exemplo, durante um evento de troca de diretor-presidente, são divulgados comunicados ao mercado sobre outros eventos relativos à empresa, como uma forma de dividir a atenção e confundir o mercado, mascarando os efeitos da sucessão sobre o valor das ações.

Westphal et al. (2012) também estudam a alta administração das empresas, examinando os determinantes e consequências do gerenciamento de impressão nas comunicações entre a diretoria executiva das empresas e jornalistas. A proposta do trabalho é de que o gerenciamento de impressão pode resultar de atos de reciprocidade entre gestores de várias empresas. Dessa forma, existe um potencial de reciprocidade entre os gestores no sentido de que aqueles que receberam apoio de outros gestores passam a apoiar terceiros. Esse apoio entre gestores acaba por influenciar a cobertura dos jornalistas e suas percepções sobre a qualidade da gestão, no sentido que o teor da cobertura sofre uma influência mais positiva. Os resultados da pesquisa confirmam a hipótese de ocorrência desses eventos.

Conforme comentado por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), o gerenciamento de impressão tem suas origens na literatura da psicologia. De fato, o trabalho de Braginsky, Grosse e Ring (1966, p.296) faz uso do termo ao comentar as atitudes de pacientes de hospitais psiquiátricos e como eles manifestavam o desejo de deixar ou manterem-se na instituição médica. Segundo os autores, os indivíduos utilizavam determinadas estratégias para maximizar a satisfação de suas vontades. O estudo então tratou de uma estratégia específica, o gerenciamento de impressão, que ali foi definido como sendo “a habilidade de controlar as impressões dos outros”.

Nos resultados da pesquisa verificou-se que os pacientes mais novos (mais velhos) apresentavam diferentes estratégias como forma de dissimular sua saúde mental enfatizando aspectos negativos (positivos) de forma a influenciar o diagnóstico dos profissionais da instituição, em relação a estarem ou não aptos para serem dispensados do tratamento a que estavam sendo submetidos.

Em geral, a literatura acadêmica aponta Goffman (1959) como um dos precursores do tema (BRAGINSKY e BRAGINSKY, 1967; BAROCAS e CHRISTENSEN, 1968; MERKL-DAVIS e BRENNAN, 2010; FERREIRA, 2011; JONES, 2011b; MERKL-DAVIES e KOLLER, 2012; NAGY et al., 2012).

A abordagem proposta por aquele autor sugere uma perspectiva influenciada pela dramaturgia quanto ao desempenho do ser vis-à-vis a um público. Ou, conforme complementado por Beelitz e Merkl-Davis (2011, p.104),

Gerenciamento de impressão é usado para estabelecer, manter ou reparar a legitimidade organizacional, influenciando impressões das audiências de resultados organizacionais ou eventos, de modo que eles são percebidos a serem congruentes com as normas sociais, valores e crenças.

Goffman (1959) contextualiza afirmando que o uso do gerenciamento de impressão é uma tentativa de controlar as diversas interações realizadas em um meio social, evidenciando a realização das expectativas sobre os papéis sociais, ou, como comentado por Mendonça (2004), o que se espera de cada um. Esse autor define gerenciamento como sendo

(...) todas as atividades que um ator social (indivíduo, grupo ou organização) desenvolve no sentido de influenciar o modo como os outros o veem, ou seja, a impressão ou a imagem que eles desenvolvem a seu respeito (MENDONÇA 2004, p.12).

Por sua vez, Ferreira (2004, p.8) apresenta uma perspectiva mais pessoal quanto a definição de gerenciamento de impressão, afirmando que "(...) é o modo como uma pessoa se apresenta a outra, utilizando um conjunto de estratégias, intencionalmente ou não, para influenciar favoravelmente a opinião alheia".

Pesquisas como de Tessarolo, Pagliarussi e Luz (2010, p.210) estudaram a comunicação de empresas, através de cartas aos acionistas, sendo que essas empresas apresentam desempenho bom e ruim em mercados que também variou entre esses dois extremos. Os resultados apresentados demonstram que as empresas tentam criar uma imagem positiva para os acionistas mesmo quando o seu desempenho foi ruim e o contexto externo foi favorável.

Segundo os autores, os resultados da pesquisa:

(...) indicam que as empresas tentam criar uma imagem corporativa positiva para as partes interessadas externas, mesmo quando o desempenho negativo ocorre em um contexto claramente externo favorável. Além disso, observou-se que as empresas com desempenho positivo em um bom contexto externo atribuem os efeitos negativos sobre o meio ambiente em uma proporção equivalente à observada para as empresas com desempenho positivo em um ano ruim. Ambas as observações são incompatíveis com a premissa de leitores racionais e sugerem oportunidades para investigação adicional.

O trabalho de Tessarolo, Pagliarussi e Luz (2010) corrobora a noção de que não é a necessidade de legitimação externa, como por exemplo, negociar ações em bolsa de valores (conforme exposto por AERTS, 2005), que explica totalmente a prática do gerenciamento, em que informações positivas são enfatizadas e os aspectos negativos são ocultados.

Borges (2011) analisou o impacto do desempenho das organizações na adoção de estratégias de gerenciamento de

impressão. O resultado do trabalho, segundo o autor, não confirma a relação inicialmente proposta e por isso é inconsistente com os argumentos teóricos da perspectiva econômica dos estudos sobre o assunto: O desempenho organizacional então não influenciaria a adoção de estratégias de gerenciamento de impressão. A relação observada foi que o tamanho da empresa é que influenciou a apresentação de uma imagem mais favorecida.

Guimarães (2011) verificou se existe consistência entre as informações passadas nas seções narrativas dos relatórios anuais e o desempenho financeiro das empresas, no que se refere a três temas: rentabilidade, crescimento e gestão. Os resultados apontam que existe um conflito parcial entre as informações do texto e os números apresentados pelas empresas. Dias (2009), que realizou um estudo da linguagem dos relatórios anuais em relação ao desempenho das empresas. Borges (2011) avaliou um possível impacto do desempenho organizacional na adoção de estratégias de gerenciamento de impressão.

Merkl-Davis, Brennan e McLeay (2010) também não confirmaram esse pressuposto de que as empresas usam as declarações do comitê de administração como veículo para o gerenciamento de impressão. Em sua pesquisa foram analisados relatórios com base em uma abordagem fundamentada pela psicologia, fornecendo uma perspectiva complementar sobre o assunto, em que as narrativas são caracterizadas por condições de responsabilidade ex-post: A existência de um gerenciamento de impressão ocasionado pela antecipação dos efeitos do *feedback* das informações. Porém, os resultados não corroboraram essa ideia, pois os gestores, frente aos resultados negativos de seu desempenho promoveram ações no sentido de reavaliar as decisões tomadas em vez de apresentar uma imagem pública de seu desempenho que fosse incompatível com a visão interna pela própria administração (o que caracterizaria o gerenciamento de impressão).

Kaur, Thirumanickan e Bakar (2007) analisaram a incidência do gerenciamento de impressão em 135 empresas listadas na bolsa de valores da Malásia observando períodos



anteriores e posteriores a uma determinada crise econômica, utilizando basicamente o índice de discrepância gráfica como medida. Na mesma pesquisa, os autores também objetivaram investigar a influência de outras variáveis na incidência do gerenciamento de impressão, tais como a reputação dos auditores responsáveis por essas empresas, tamanho das companhias e setor da indústria em que essas empresas atuam. Os resultados do estudo indicaram existir diferença entre as práticas de gerenciamento de impressão entre as companhias no período estudado. Das variáveis observadas, apenas a reputação do auditor apresentou evidências de estar relacionada com a moderação do gerenciamento. As outras variáveis observadas não se mostraram significantes.

Beattie e Jones (2000) realizaram um estudo sobre gerenciamento de impressão, tratando especificamente dos gráficos que evidenciam informações financeiras em relatórios anuais de empresas da Austrália, França, Alemanha, Holanda, Reino Unido e Estados Unidos. Das empresas utilizadas no estudo foram analisados os gráficos que evidenciavam as principais variáveis de desempenho (vendas, lucros, lucros por ação e dividendos por ação) e os resultados da pesquisa apontam a existência de seletividade na apresentação dessas variáveis (lucros nos Estados Unidos e Austrália) e distorção de mensuração (Estados Unidos e Holanda).

Godfrey, Mather e Ramsay (2003) analisaram os gráficos de informações financeiras nos relatórios de 63 companhias australianas que trocaram de CEOs a fim de verificar se o gestor subsequente tem mais incentivos para manipular as impressões desses gráficos e também praticar gerenciamento de resultado. Os resultados da pesquisa corroboram apenas parte do que foi proposto pela pesquisa: Foram observadas evidências de gerenciamento de resultados para dar à empresa uma imagem mais favorável após a troca de CEO, porém não foram encontradas evidências de que os gráficos das informações financeiras apresentadas foram objeto de gerenciamento de impressão, mais especificamente distorção gráfica.

Por sua vez, Huang et al. (2011) realizaram uma análise dos gráficos de informações financeiras disponibilizados nos endereços eletrônicos de companhias de Taiwan e China. Os resultados apontam que cerca de 30% dos gráficos de empresas de Taiwan e 6% dos gráficos de empresas chinesas apresentam inconsistências e estas aparentemente possuem duas causas: distorções intencionais ou inadvertidas. Os resultados também apontam que as empresas de Taiwan encontravam-se sujeitas a uma pressão maior do mercado de capitais, o que pôde contribuir para o percentual superior de ajustes inapropriados nos gráficos de informações financeiras.

Arunachalam, Pei e Steinbart (2002, p.199) apresentam e discutem os resultados de três experimentos realizados a fim de verificar a influência do gerenciamento nas escolhas dos usuários. Os resultados confirmam que os gráficos podem ser construídos de maneira tendenciosa de forma a alterar significativamente as decisões tomadas com base neles. Segundo os autores, apesar de existirem evidências da influência dos gráficos na tomada de decisão, academicamente o gerenciamento de impressão é um assunto pouco discutido. Uma possível explicação mencionada no trabalho para a falta de pesquisas é

A crença de que gráficos impropriamente desenhados nos relatórios anuais devem ter pouca influência nas decisões porque estão sempre acompanhados de valores numéricos auditados e normalmente apresentam esses valores nos próprios gráficos.

Brennan, Guillamón-Saorín e Pierce (2009) apresentam uma revisão os principais métodos de gerenciamento de impressão com foco nas narrativas. Efetuado o levantamento bibliográfico de sete tipos de gerenciamento de impressão, os autores desenvolveram uma medida holística para os aspectos quantitativos e qualitativos utilizando quatro desses métodos relacionados com exemplos de empresas do Reino Unido. Os resultados, segundo os autores, contribuem para a percepção de que, na prática, diversos métodos de gerenciamento de impressão são utilizados simultaneamente.

A metodologia de Brennan, Guillamon-Saorín e Pierce (2009) foi utilizada também por Osma e Guillamón-Saorín (2011) e aplicada em empresas espanholas a fim de verificar a influência da governança corporativa e a incidência dessa prática. Segundo os autores, não há trabalhos anteriores explorando essa possível associação. Os resultados sugerem que uma governança forte limita o gerenciamento de impressão.

#### 2.1.1 MODALIDADES DE GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO

Jones (2011a), ao tratar do gerenciamento de impressão, subdivide a prática em 3 modalidades: narrativas contábeis, gráficos e fotografias. A Figura 1 ilustra as vertentes e as respectivas práticas de gerenciamento relacionadas.

Uma observação sobre a divisão dos métodos de gerenciamento proposta pelo autor é que essas práticas não estão limitadas ao que foi atribuído às narrativas, gráficos ou fotografias. Em outras palavras, enquanto que o uso da seletividade de acordo com Jones (2011a), evidenciada na Figura 1, possa ser inicialmente atribuída exclusivamente aos gráficos, pesquisas anteriores apontam que essa prática também pode ser observada nas narrativas (LOUGEE e MARQUARDT, 2004; JOHNSON e SCHWARTZ, 2005).

O primeiro foco relativo ao gerenciamento de impressão diz respeito às narrativas contábeis, que são descritas por Jones (2011a) como particularmente susceptíveis a manipulação, pois tipicamente não são objetos das auditorias, especificamente no caso dos relatórios anuais.

Segundo o autor, esses relatórios no máximo são avaliados pelos auditores quando estes verificam a correspondência das informações relativas a valores neles apresentadas com os valores registrados em outros relatórios contábeis de apresentação obrigatória e naturalmente objeto de trabalho da auditoria.

Logo, surge daí uma possibilidade de distorcer as futuras análises, pois o gerenciamento se manifestaria não no ato de adulterar os valores, e sim ao enfatizar as boas notícias e não salientar as notícias desfavoráveis.

Aerts (1994, p. 338) comenta a importância das narrativas afirmando que

Narrativas contábeis nos relatórios são um dos meios que a gestão empresarial pode legitimar as atividades da empresa e os resultados. Comportamento verbal e, mais especificamente, a maneira em que os fatos, eventos e ações são explicadas, é importante, certamente, nas relações externas, porque define os elementos essenciais do ambiente de desempenho corporativo e retrata a normativa e bases empíricas para julgar a adequação das ações da empresa.

No estudo de Aerts (1994), as narrativas são investigadas com o objetivo de identificar a existência de viés nas justificativas do desempenho das organizações. Os resultados confirmaram a existência desse viés e, segundo o autor, as companhias pesquisadas apresentaram uma propensão 3 vezes maior de ressaltar as suas próprias contribuições em seus sucessos de que se apresentaram dispostas a apontar fatores externos causais. Esse evento foi denominado pelo autor de viés egocêntrico.

Segundo Cunha e Silva (2009, p. 10-11),

O estudo das narrativas contábeis ainda não tem tomado muita atenção de pesquisadores da área contábil no Brasil. As informações evidenciadas na porção narrativa das demonstrações financeiras das empresas têm sido cada vez mais utilizadas por usuários para a análise e tomada de decisão. Logo, sua compreensão tem se tornado ponto fundamental para o correto uso da informação.

Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009, p.7) afirmam, ao realizarem uma revisão sobre os estudos de narrativas contábeis, que “uma grande parte das pesquisas sobre esse tópico são motivadas pela suposição de que os gestores usam

a linguagem para ofuscar o desempenho corporativo, especialmente desempenhos negativos”. Os autores então sugerem que nos casos em que é identificado determinado desempenho desfavorável, este é divulgado acompanhado de uma linguagem mais complexa.

Essa suposição está alinhada ao trabalho de Cunha e Silva (2009). Os resultados sugerem que há fracas, porém significativas evidências de que a complexidade da leitura das narrativas pode ser influenciada pelo aumento ou à redução no lucro e no ativo das empresas.

Rutherford (2003), ao estudar também as narrativas contábeis, chama essa variação da complexidade de hipótese de ofuscação. O autor afirma que esta deriva da teoria da agência, em um ambiente na qual a remuneração e a riqueza de um indivíduo está ligada ao desempenho da companhia que o emprega. Porém, o autor, não encontrou evidências que as narrativas eram apresentadas de maneira a ofuscar os usuários em situações de desempenho desfavorável.

O fato de que evidências de gerenciamento de impressão não foram encontradas encontra suporte na literatura da área, quando o autor afirma que:

(...) muitos estudos que encontram evidências de ofuscamento pela complexidade textual precisam ser tratados com cuidado, pois os elementos de seu projeto de pesquisa (incluindo o uso de pequenas amostras de testes, testes de quantidades limitadas de texto e aplicação de testes fracos da associação) sugerem que à evidência deve ser dado um peso limitado (RUTHERFORD, 2003, p. 204).

Logo, segundo o autor, a conclusão mais segura para o seu trabalho é de que, para a amostra pesquisada, as empresas com desempenho desfavorável não ofuscam seus relatórios por meio da complexidade sintática de suas narrativas.

O primeiro método de gerenciamento de impressão nas narrativas contábeis identificado por Jones (2011a) é chamado de “Enfatizar o Positivo, Minimizar o Negativo”. Esse tema,

segundo o autor, é tratado na maior parte dos estudos das narrativas.

Em trabalhos como o de Hildebrandt e Snyder (1981) a ocorrência dessa prática é ressaltada. Os autores apresentam resultados que sustentam as hipóteses enunciadas. Duas delas estão particularmente ligadas a essa seletividade das informações: a) Independente do resultado financeiro ser bom ou ruim, o tom das informações para os acionistas será predominantemente positivo; e b) Palavras negativas são menos frequentes em um relatório relativo a um ano financeiramente positivo do que negativo. Os resultados do estudo corroboraram essas duas hipóteses.

Smith e Taffler (2000) utilizam essa análise aplicada às palavras-chave e as relacionam com o desempenho financeiro. Osma e Guillamon-Saorin (2011) partem da literatura anterior para codificar os termos encontrados em positivo ou negativo. Esses autores também levaram em conta as comparações com valores de anos anteriores, classificando-os como positivos no caso de aumento e negativo no caso de redução.

Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), porém, comentam que essa análise tem um grau de subjetividade envolvido, uma vez que depende da percepção dos autores quanto a classificação das palavras em positivas ou negativas. Rutherford (2005) analisou a frequência das palavras encontradas nos relatórios e, em relação a termos que indicavam algum posicionamento em relação ao desempenho das empresas analisadas, cerca de 80% dessas palavras eram positivas.

Ainda com o objetivo de destacar determinadas informações nos relatórios, Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) comentam a ênfase dadas as informações no relatório. Para mensura-la, é necessário observar a posição relativa da informação no corpo do texto.

O exemplo usado pelos autores divide o corpo das narrativas em 3 partes: a) Seção mais enfatizada; b) Próxima seção mais enfatizada; e c) Seção menos enfatizada. Apesar do trabalho desses autores não apresentar qualquer orientação de quais seriam os limites dessas seções, o trabalho de Osma e

Guillamon-Saorin (2011) em seus apêndices apresenta um exemplo dessa divisão, em quem a primeira seção corresponde a cerca de 10% do corpo da narrativa, referente as primeiras palavras. A seção seguinte corresponde a cerca de 30% da narrativa e a última seção ocupa os 60% restantes. Um exemplo dessa divisão encontra-se no apêndice A do presente trabalho.

Outra possibilidade é verificar se a informação se vale de algum recurso gráfico que a destaque no texto como uso de negrito, cores diferenciadas ou sublinhada no texto.

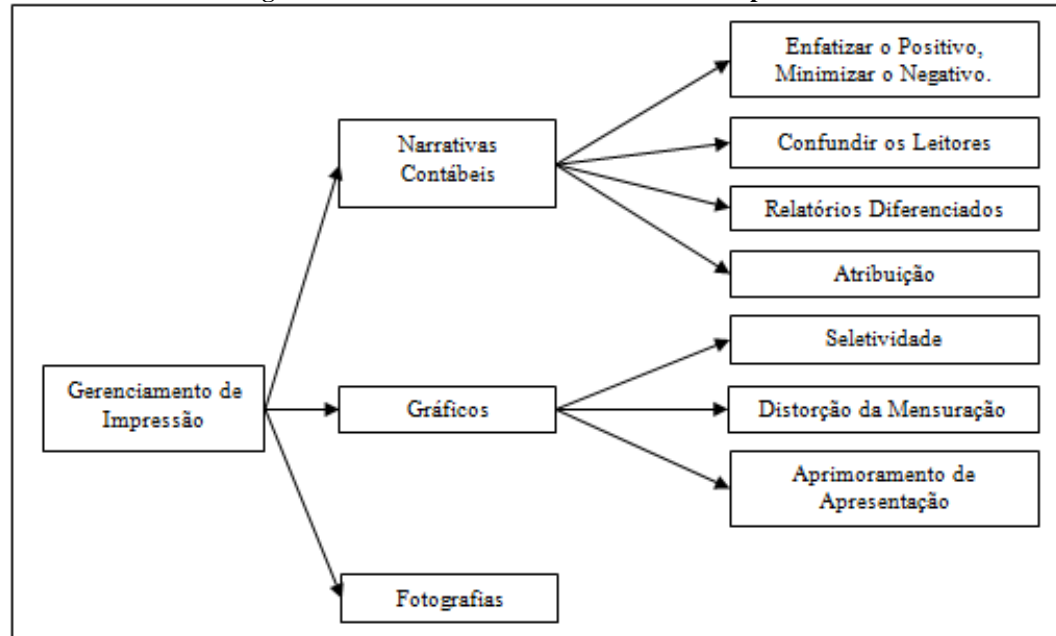
Uma terceira possibilidade é verificar a ocorrência de repetições de uma mesma informação no corpo da narrativa. A verificação desse evento, na pesquisa de Osma e Guillamon-Saorin (2011) inclui a repetição de determinada informação que porventura esteja localizada em uma chamada ou título de uma seção do relatório e encontra-se repetida no corpo da narrativa. Esse ponto de vista é admitido, pois a inclusão dessa ferramenta estilística nos textos (títulos, subtítulos e chamadas) é de responsabilidade da gestão.

Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce também comentam a possibilidade de verificar a ocorrência de ênfase sob a figura do reforço de uma informação, ou seja, quando é acrescentado algum adjetivo à palavra-chave. O exemplo dado pelos autores é o uso da expressão “forte crescimento”, onde “crescimento” é a palavra-chave causa uma impressão positiva e “forte” é o seu elemento de reforço da informação.

O segundo método destacado na Figura 1, chamado de “Confundir os Leitores” é o mesmo mencionado por Cunha e Silva (2009) no que se refere à facilidade de leitura das informações. Jones (2011a) divide essa prática em duas vertentes: O uso de linguagem técnica e a complexidade da linguagem.

A linguagem técnica foi objeto de estudo de Aerts (1994), que constatou que, em geral, as empresas usam uma linguagem baseada em termos técnicos da contabilidade para explicar seu desempenho quando este é desfavorável. Porém, quando o desempenho foi favorável à gestão, a linguagem observada é diferente, usando termos mais simples e apoiando-se em nomenclaturas de causa e efeito.

Figura 1 Modalidades de Gerenciamento de Impressão



Fonte: Adaptado de Jones (2011a)



A complexidade da linguagem, por sua vez, foi estudada por Smith e Taffler (1992, p.85) em um estudo que objetivou demonstrar que a complexidade de uma narrativa está relacionada às características dos usuários, onde “grupos de usuários que se diferem pela sua experiência na contabilidade irão experimentar diferentes graus de dificuldade ao processar as informações dos textos”.

O terceiro método é chamado de “Relatórios Diferenciados”, em que o desempenho da empresa influencia no tipo de informação que será divulgada. O exemplo dado por Clarke (1997, *apud* Jones2011a) é de que empresas com resultados desfavoráveis irão concentrar suas divulgações em informações sobre o meio ambiente e linguagem mais emotiva, em vez de se limitar a comentar as atitudes da companhia e apresentar e contextualizar os indicadores de desempenho.

O quarto e último método apresentado por Jones (2011a) relativo às narrativas contábeis é chamado de “Atribuição”. Isso se refere, segundo Jones (2011a), à tendência de assumir o crédito pelas boas notícias e culpar eventuais fatores externos à gestão pelas notícias ruins.

Os estudos desse método de manipulação das impressões geralmente, conforme comentado por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce, apresentam-se de duas maneiras: estudos orientados pelo significado da atribuição e estudos orientados pela forma da atribuição.

A Figura 2 sintetiza os motivos para a ocorrência do gerenciamento de impressão (identificado na figura pela sigla IM - *Impression Management*) segundo a visão de Merkl-Davies e Brennen (2007). Deve-se notar também que ela recupera as modalidades de gerenciamento descritas por Jones (2011a) e evidenciadas na Figura 1. Porém, desta vez as estratégias são descritas apenas em relação às narrativas contábeis.

Segundo os autores, as sete estratégias descritas (Manipulação da legibilidade, Manipulação da retórica, Manipulação temática, Manipulação visual e estrutural, Comparações de desempenho, Escolha dos indicadores de desempenho e Atribuição dos desempenhos organizacionais)

comportam escolhas que levam em consideração a divulgação das informações e o tipo de apresentação da informação, que pode conter viés ou ser fruto da seletividade das informações.

Segundo Borges (2011, p.6), que comenta essa divisão das estratégias de gerenciamento de impressão, das sete estratégias apresentadas na figura 2, seis estão relacionadas com a ocultação de informação, sendo que dessas seis, duas fazem uso da ofuscação de más notícias com técnicas de manipulação verbal, e quatro estão relacionadas com o viés das narrativas, enfatizando as informações positivas.

A última das estratégias é classificada pelos autores como uma tática defensiva porque “desvia dos gestores as culpas pelos maus desempenhos organizacionais, atribuindo-os a fatores externos à organização e/ou gestão”.

Quanto ao gerenciamento de impressão ocorrido em gráficos, Jones (2011a) comenta que estes (os gráficos) são ferramentas muito efetivas para a apresentação de informações financeiras por serem mais “amigáveis” que a tradicional apresentação de informações sob a forma de tabelas. Porém, como comenta o autor, por conta dos gráficos nos relatórios anuais não serem auditados, acaba por criar uma oportunidade para a sua manipulação. Três métodos de manipulação são apresentados: Seletividade, Distorção da mensuração e Aprimoramento da apresentação.

A seletividade refere-se às escolhas de informações que darão a impressão mais favorável sobre a empresa. Nesse caso, as empresas deixam de divulgar aquilo que deixaria a sua imagem com um aspecto não tão favorável.

Jones (2011a) comenta que as empresas costumam divulgar séries de 5 anos em seus relatórios anuais e que quando esse padrão não é observado (ou é interrompido) o gerenciamento de impressão pode estar presente. A Figura 3 exemplifica essa prática.

Admitindo-se os valores representados sejam relativos a uma variável como, por exemplo, lucros durante um período de tempo, a figura à esquerda, que cobre um período de 5 anos,

evidencia uma queda nos valores de cerca de 90% entre o valor apresentado no ano de 2005 e 2007.

Após esse período, o valor torna a crescer, mas termina distante do patamar antes alcançado. Logo, dependendo do contexto das atividades da empresa, essa informação pode dar uma impressão negativa sobre a gestão e qualidade da entidade.

Porém, se for apresentado apenas os últimos três anos (gráfico à esquerda) e não forem feitas referências à queda anterior dos valores, a impressão transmitida potencialmente será de que a empresa, apesar de apresentar valores modestos, está aumentando os valores de seu lucro.

Apesar dessa modalidade de gerenciamento ser mais estudada na análise de gráficos (Jones 2011a), também é possível aplica-la nas narrativas contábeis, mantendo o foco de enfatizar as informações que tornem a empresa mais atraente aos olhos do investidor.

Segundo Jones (2011a), os números divulgados podem tanto ser aqueles advindos dos princípios contábeis quanto aqueles usualmente chamados de resultados *pro forma*, cuja finalidade é evidenciar para os usuários fatos julgados pela gestão como sendo relevantes para a tomada de decisão, porém não são obrigatórios por força de lei ou mesmo seguem todos os princípios contábeis.

De toda forma, segundo Johnson e Schwartz (2005), a simples divulgação desses números pode ser por duas razões: a) A gestão da empresa vê determinada informação como fundamental para as decisões que usuários podem tomar; e b) A gestão tem a intenção de apresentar um retrato melhor da entidade. Naturalmente na segunda opção trata-se de um caso de gerenciamento de impressão.

Johnson e Schwartz (2005) partem dos números “pro forma” publicados pelas empresas e questionam se os investidores são devidamente enganados por essa prática. Após constatar que os valores descritos nas publicações “pro forma” são em média maiores que os descritos pelas empresas que não publicam resultados dessa natureza e que por essa prática as informações divulgadas seguem um padrão informacional mais

vago, as conclusões do estudo não confirmam que os investidores são enganados por esses números, sendo justificados pelos autores como falta de mais informações sobre como os investidores avaliam e classificam seus investimentos.

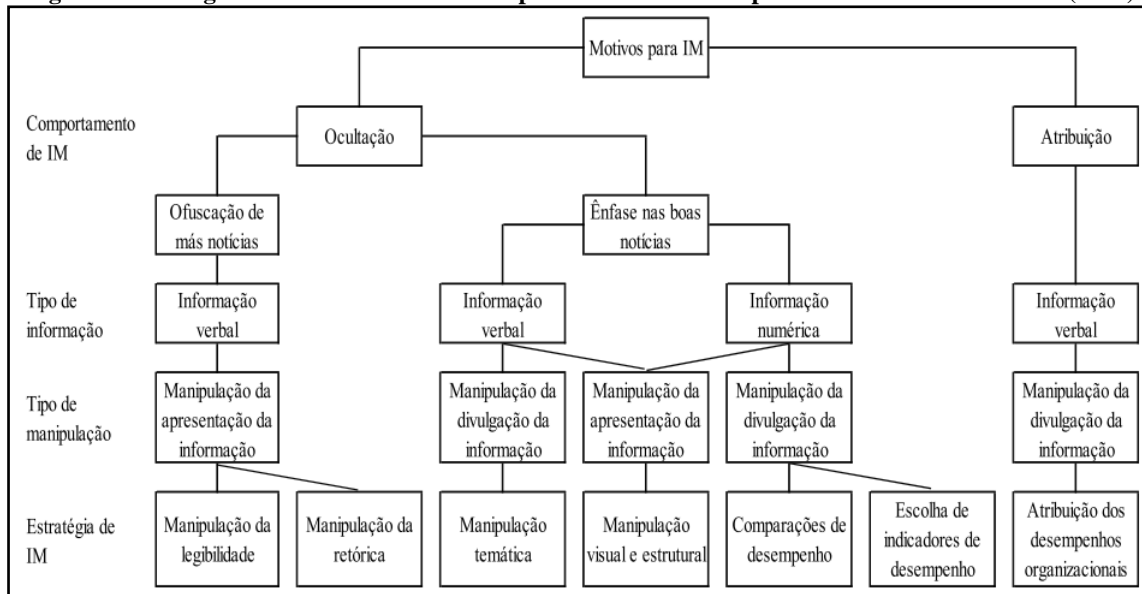
Lougee e Marquardt (2004), que analisaram o gerenciamento de resultados, questionam se empresas que apresentam números “pro forma” possuem características em comum, tais como a divulgação de números contábeis de forma que ofereçam menos conteúdo informativo para os investidores.

Além disso, em sua amostra, que contou com os comunicados ao mercado emitidos por 249 empresas entre os anos de 1997 e 1999, os resultados apontam uma concentração de empresas que publicam resultados “pro forma” pertencentes ao setor da alta tecnologia e que essas empresas apresentaram um crescimento maior dos valores de vendas e maior variabilidade de resultados durante o período analisado. Em essência, a publicação de números que não seguem os padrões contábeis é uma forma de seletividade, uma vez que por trás disso está o interesse de sugerir uma situação mais favorável do que aquela surgida da análise dos números sujeitos às normas contábeis.

Quanto à distorção de mensuração nos gráficos, essa modalidade refere-se à maneira com que os gráficos são construídos, exagerando ou suavizando tendências. Sobre essa prática, Arunachalam, Pei e Steibart (2002, p.200) comentam que:

Infelizmente, é relativamente fácil de produzir gráficos que inadvertidamente violam os princípios do bom design de gráficos. Por exemplo, softwares de folha de cálculo, por vezes, geram automaticamente gráficos que não incluem a origem do eixo y, e como resultado, os incrementos verticais são desiguais em tamanho, distorcendo assim a magnitude da mudança que está sendo retratada.

**Figura 2 Estratégias de Gerenciamento de Impressão identificadas por Merkl-Davies e Brennan (2007)**



Fonte: Borges (2011)

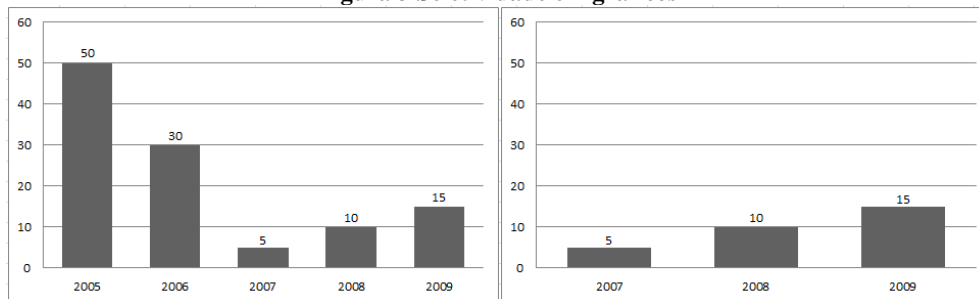
Nota: Na Figura 2 o Gerenciamento de Impressão é identificado pela sigla IM (*Impression Management*)

A Figura 4 exemplifica essa distorção. Em ambos os gráficos as informações apresentadas são as mesmas, porém os valores de máximo e mínimo dos gráficos foram alterados, dando a impressão que o gráfico localizado à direita apresenta um aumento mais acentuado do que o gráfico apresentado à esquerda.

Logo, durante a tomada de decisão, e supondo que a informação representada seja do tipo “quanto mais, melhor”, como por exemplo, unidades vendidas no período, os usuários que estiverem buscando um indicativo de que a entidade em questão está apresentando resultados progressivamente mais positivos, o gráfico à esquerda deverá ser mais atraente. Outra especificidade que colabora com essa impressão é a ausência de valores no eixo vertical.

Naturalmente que a distorção não se limita a tornar a informação apresentada mais positiva. Conforme comentado por Jones (2011a), em determinadas situações o interesse pode manifestar-se no ato de piorar os resultados presentes para elevar os lucros futuros, que é a prática de gerenciamento de resultados conhecida como *big bath accounting*.

O último método de gerenciamento de impressão relativo a gráficos, chamado de “melhoramento da apresentação” é exemplificado por Jones (2011a) como sendo um aspecto particular que pode ser usado para ressaltar um detalhe específico na figura. O exemplo dado pelo autor é relativo aos gráficos de colunas, sendo que essas representam determinado desempenho ano após ano. Porém, se a coluna referente ao último ano é apresentada com uma coloração mais escura que as demais, que por sua vez possuíam a mesma cor. Dessa forma, destaca-se o desempenho do último ano.

**Figura 3 Seletividade em gráficos**

Fonte: Jones (2011a)

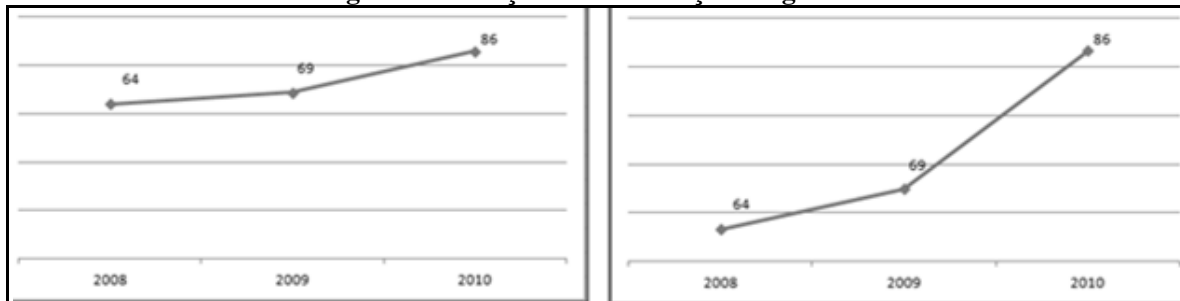
O trabalho de Samkin, Allen e Wallace (2010, p.35) trata desse método. Uma vez que a intenção da entidade estudada era afirmar a sua legitimidade social, o estudo aponta o uso de fotografias nos relatórios.

Segundo os autores,

(...) fotografias de policiais do sexo masculino em papéis relacionados a comunidade que enfatizam o caráter humanitário da polícia foram incluídos no relatório anual. Por exemplo, existe uma fotografia de um policial investigando o arrombamento de uma casa, enquanto outra fotografia mostra um policial conversando com um fazendeiro. Estas fotografias são uma tentativa de mudar o discurso da polícia da Nova Zelândia de um serviço policial brutal e racista, para a construção de um discurso de um serviço de polícia humana e equitativa em contato com todos os setores da sociedade (...)



**Figura 4** Distorção de mensuração em gráficos



### 2.1.2 MENSURAÇÃO DO GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO EM NARRATIVAS CONTÁBEIS

Essa seção tem por objetivo discutir outras formas de mensurar o gerenciamento de impressão em narrativas. Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), desenvolveram uma medida para capturar o gerenciamento de impressão e o viés nas narrativas contábeis levou em consideração quatro variáveis: (I) manipulação temática, (II) seletividade, (III) efeitos de apresentação (ênfase) e (IV) comparações de desempenho. O presente trabalho utiliza esses mesmos métodos de análise do gerenciamento para compor a sua medida de avaliação.

Além dessas variáveis utilizadas, os autores ainda listam outras três abordagens não utilizadas no produto final da pesquisa: a manipulação sintática, a manipulação retórica e a atribuição de resultados organizacionais.

Quanto à comparação de desempenho, naturalmente esse método refere-se à evidenciação de variações de valores relativos ao desempenho da empresa e a opção da mesma por compará-los com um desempenho atual ou passado.

Osma e Guillamon-Saorin (2011) comentam que esse método, em uma situação extrema, pode ser observado quando são inventados valores para tornar mais atraente o desempenho da empresa em relação a outro período de tempo, caso os valores verdadeiros não estejam disponíveis ou não sejam tão favoráveis.

Outras formas de observar o gerenciamento de impressão, mas não utilizados na medida proposta por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) são a manipulação sintática, manipulação retórica e a atribuição de resultados organizacionais. Essas estratégias também são evidenciadas na Figura 2.

A manipulação sintática, segundo os autores está relacionada à facilidade de leitura e é obtida por meio de fórmulas que contam variáveis (palavras) no texto assumindo que isso definirá o grau de exigência que o mesmo afeta os leitores. O trabalho de Cunha e Silva (2009) trata dessa temática, relacionando-a ao desempenho das empresas.

Porém, esses estudos apresentam limitações metodológicas que foram observadas por Coutis (1995), no

sentido que essa análise desconsidera determinados aspectos do texto, como a frequência da aparição das palavras, densidade dos conceitos explorados, uso de abstrações, coerência e apresentação lógica das ideias.

Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) comentam que essas críticas surgem porque esse foco de análise tem sua origem na literatura da psicologia para avaliação da escrita infantil.

A manipulação retórica refere-se à construção do discurso utilizado, analisando, por exemplo, a relação entre o discurso apresentado no primeiro e último parágrafo da narrativa, o uso de eufemismos, múltiplas vozes e uso de voz passiva no texto, entre outros exemplos citados por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009)

Esse método tem relação com a teoria da ofuscação, também comentado por Jones (2011a) como o ato de enfatizar uma informação positiva e minimizar as informações negativas.

## **2.2 Governança Corporativa**

Leal e Oliveira (2002) ao avaliarem as práticas dos conselhos de administração no Brasil, concluíram que no Brasil a propriedade das empresas é altamente concentrada e a proteção aos direitos dos investidores é fraca. Logo, segundo os autores, “o risco de expropriação pelo acionista controlador é alto devido às más práticas de governança corporativa e à fraca aplicação da lei”.

Silva e Leal (2005) sugerem que o conceito de governança corporativa é muito amplo, mas que tem em comum a utilização de diferentes mecanismos.

Governança corporativa pode ser definida como o conjunto de práticas e estudos que tratam da forma como a empresa é administrada e a relação com os diversos indivíduos envolvidos em sua atuação.

Segundo Lodi (2000, p. 9) “governança corporativa é um novo nome para o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderados pelo conselho de administração”. Carvalho (2002) apresenta uma definição descrita pelo autor como genérica, em que menciona se

tratar de um conjunto de regras que visam minimizar os problemas da agência.

Steinberg (2003, p.18) complementa a definição tradicional afirmando que:

Governança tem tudo a ver também com qualidade da atitude e escala de valores no mais puro sentido humano. Daí alguns considerarem que a boa governança depende de alinhar o pensamento entre acionistas, controladores e *stakeholders*.

Steinberg (2003, p. 165) também apresenta a seguinte definição, apontada como sendo o posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários - CVM sobre o assunto:

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Shleifer e Vishny (1997), que discutem pesquisas sobre o tema, tratam da governança sob o ponto de vista da proteção legal dos investidores e da concentração da propriedade, afirmam que ela basicamente lida com o problema da agência: separação da propriedade e do controle. O mesmo ponto de vista é citado por La Porta et al. (2000) e Jensen (2001).

Band (1992, p.454) afirma que a análise dos problemas de agência são baseadas em duas suposições fundamentais sobre o comportamento dos indivíduos, apesar de que a validade delas ainda precisa ser provada:

- 1) Todos os indivíduos supostamente escolhem ações que maximize o seu próprio bem-estar. Logo, que a separação do controle e a propriedade de agência, o gestor pode tomar suas decisões visando o seu

próprio bem estar, não tendo em vista os interesses dos proprietários; e

- 2) Os indivíduos são supostamente racionais e capazes de reconhecer as motivações dos outros de forma que as decisões futuras dos agentes com base em seus próprios interesses são antecipados e levados em conta pelos proprietários.

Os problemas de agência constituem a questão fundamental dos estudos de governança. Conforme comentado por Shleifer e Vishny (1997), a separação entre o financeiro e a gerência das empresas, ou mesmo o controle e a propriedade surge quando um empreendedor necessita de recursos para as suas operações e capta esses recursos de investidores. A dependência do gestor para com os investidores impede que o mesmo execute suas funções, a menos que possua capital próprio para investir.

Por sua vez, os investidores necessitam de garantias a fim de assegurar que, uma vez que ele tenham se desprendido de seus recursos investindo-os. Então, o problema da agência refere-se às dificuldades financeiras, segundo Shleifer e Vishny (1997), que o investidor terá para garantir que o valor investido não seja tomado pelo gestor, desperdiçado ou aplicado em atividades não atrativas.

Uma solução seria o uso de um contrato que especificasse todas as ações permitidas pelo gestor enquanto estiver administrando os recursos de terceiros. Porém, uma vez que o ambiente de negócios não é estável, se torna pouco provável prever todas as contingências que podem ocorrer tornando um contrato apenas uma ferramenta ineficiente, de acordo com Shleifer e Vishny (1997).

Band (1992) discute a teoria da agência e conclui que a mesma possui limitações, apesar de ajudar a explicar os conflitos de interesse entre acionistas e gestores. O autor afirma que é potencialmente ineficiente a utilidade do conselho de administração e os mecanismos de governança como controle das atitudes do gestor.

Fleming (1979), ao tratar do planejamento estratégico em uma pesquisa com acadêmicos americanos com o objetivo de construir uma projeção do ambiente de negócios e relações entre o governo e as corporações, discute a governança das corporações como um dos tópicos principais em seus resultados. Na época o autor afirmou que no futuro a governança corporativa iria sofrer forte influência dos entes governamentais, com ações relacionadas a representação dos interesses do público no conselho dos diretores e preparação e publicação das auditorias de responsabilidade social-corporativa.

Byard, Li e Weintrop (2006) analisaram a relação entre a governança e a qualidade da informação disponível para analistas financeiros apresentando entre os seus resultados uma indicação de que a qualidade das informações dos analistas sobre lucros futuros aumentam de acordo com a qualidade da governança das organizações. Davila e Penalva (2006) analisaram a relação entre governança e contratos de remuneração de executivos, mais especificamente o desempenho da empresa com a remuneração do CEO.

O trabalho de Lodi (2000) lista práticas de governança corporativa, baseando-se em códigos de melhores práticas, principalmente o NACD Report e o *General Motors Board Guidelines*. Steiberg (2003) afirma que, ao participar do financiamento de uma companhia, os investidores em geral se sujeitam ao risco de terem o seu capital apropriado de forma indevida pelos administradores da entidade investida.

Ainda segundo Steinberg (2003, p. 166), as empresas que possuem “um sistema que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos”. As práticas recomendadas pelo autor são descritas no Quadro 1.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) criaram um índice de governança baseado em 24 regras aplicado em 1500 empresas durante os anos de 1990s. Os resultados apontaram que empresas que apresentaram maiores direitos aos acionistas possuíam maior valor, maiores lucros maiores valores de crescimento de vendas,

gastos menores com capital e fizeram um número menor de aquisições.

Bebchuck, Cohen e Ferrel deram continuidade a esse estudo e acrescentaram ao índice 24 provisões relacionadas à proteção do investidor e identificaram que seis dessas provisões estão negativamente correlacionadas com o valor da empresa.

Nesta dissertação, a metodologia para a mensuração da governança é a utilizada por Osma e Guillamon-Saorin (2011), que por sua vez baseou-se nos trabalhos de Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Davila e Penalva (2006). A metodologia permite identificar características da estrutura do conselho de administração e comitês auxiliares reconhecidas pela literatura acadêmica como sendo variáveis de uma governança corporativa forte. A metodologia tem como resultado um *score* agregado que classifica a governança das empresas em forte ou fraca.

Os resultados do trabalho desses autores indicaram que as características de governança observadas são menos eficientes isoladamente do que quando combinadas.

Da forma que foi proposto por Osma e Guillamón-Saorín (2011) e discutido pela literatura em geral, é esperado que os mecanismos de governança reduzam a incidência de gerenciamento de impressão. Assim, as hipóteses a serem testadas são as seguintes:

**H0. Uma estrutura forte de Governança Corporativa não está associada a um nível mais baixo de Gerenciamento de Impressão; e**

**H1. Uma estrutura forte de Governança Corporativa está associada a um nível mais baixo de Gerenciamento de Impressão**

A H1 é a hipótese presente no trabalho de Osma e Guillamon-Saorin (2011). No trabalho, essa hipótese acabou por ser confirmada e os autores concluíram que a presença de mecanismos que permitiram a governança das empresas estudadas ser classificadas como forte serviu como monitor da comunicação da firma com os investidores e reduziu a presença de viés na preparação, apresentação e comunicação do desempenho financeiro.

**Quadro 1 Práticas recomendadas de governança**

<b>Prática</b>	<b>Descrição</b>
<b>Crítérios para a participação no Conselho</b>	Leva em consideração características pessoais e profissionais do indivíduo, tais como integridade, responsabilidade, julgamento bem informado, conhecimento financeiro, confiança madura, altos padrões de desempenho anterior, julgamento de negócios, resposta a crises, liderança, visão estratégica, conhecimento do ramo. Outros tópicos listados ainda incluem a idade do indivíduo, compreensão de tecnologia de fabricação e experiência internacional.
<b>Seleção e separação entre presidente do conselho e presidente da diretoria</b>	Menciona a importância da não acumulação dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo, onde a separação das responsabilidades permite o equilíbrio entre poder e autoridade.
<b>Tamanho do conselho</b>	Em que o processo de tomada de decisão pode ser influenciado pelo número de membros no conselho. Nesses casos, cabe ao conselho julgar periodicamente qual é a quantidade ideal de membros.
<b>O que constitui independência dos conselheiros externos</b>	Discute o papel do conselheiro externo e a importância de sua independência em relação a empresa. Exemplos de relações que podem vir a prejudicar essa independência está a reciprocidade conselheiros entre uma empresa e outra, relação de consultoria ou de emprego, relação comercial de fornecedores ou distribuidores ou novas relações de negócios surgidas durante o mandato do conselheiro.



<b>Prática</b>	<b>Descrição</b>
<b>Idade da aposentadoria</b>	A recomendação é a promoção de uma renovação periódica de conselheiros com o objetivo de promover ideias novas e pensamento crítico.
<b>Avaliação do desempenho do conselho</b>	Deve ser controlada pelos conselheiros independentes, deve assegurar a confidencialidade e a confiança.
<b>Materiais de leitura distribuídos antes das reuniões</b>	Trata-se de um esforço por parte da diretoria para a que a informação seja difundida, chegando ao conhecimento dos conselheiros externos, sendo a informação relevante e formatada segundo suas necessidades.
<b>Avaliação formal do CEO</b>	O conselho deve avaliar formalmente e regularmente o diretor executivo, sendo os conselheiros independentes responsáveis por criar e controlar os métodos e critérios dessa avaliação.

Fonte: Steinberg (2003)

### 2.3 Relatórios Anuais

Os relatórios anuais constituem um meio em que a gerência pode comunicar seus resultados às partes interessadas sem que sua publicação seja obrigatória.

Meyer (1979 apud Ingram e Frazier, 1983, p.49) comenta que esse tipo de relatório é uma plataforma para a gerência das empresas “pregar suas filosofias e divulgar a si mesmos e suas companhias”.

Courtis (2006, p.4) define o relatório anual como sendo:

Um documento formal de comunicação com informações quantitativas, narrativas, fotografias e gráficos. Ele busca informar acionistas, credores e outros sobre a história de uma companhia de negócios, seu status financeiro atual, e sua direção esperada.

Beattie, Dhanani e Jones (2008), que realizaram uma pesquisa analisando a evolução da forma de apresentação desses relatórios, concluíram que esse veículo para a comunicação das empresas “transformou-se de um documento financeiro bastante tedioso para um documento de relações públicas e marketing colorido em que as demonstrações financeiras são relegadas a um técnico “apêndice”.

Esse ponto de vista também é apresentado no trabalho de Bhana (2009), argumentando que a literatura acadêmica têm dado uma ênfase crescente no estilo e a apresentação desses relatórios, particularmente com eles sendo vistos mais como documentos de relação pública.

No trabalho de Beattie, Dhanani e Jones (2008), em que foi dado um enfoque específico aos gráficos nesses relatórios, as conclusões apontam para o aumento no uso dessa ferramenta visual, a incidência do gerenciamento por seletividade e manipulação dos gráficos através da série temporal apresentada. Os relatórios anuais também passaram a incluir mais informações da área de relações públicas em detrimento das informações financeiras.

O trabalho de Hildebrandt e Snyder (1977) analisou parte dos relatórios anuais em uma pesquisa sobre o tom da linguagem empregada, no caso a carta do presidente da companhia ou presidente do conselho de administração. Porém, os autores não discutem as suas motivações para a escolha desse meio de comunicação. Segundo os autores (p.7):

Eles (os relatórios) são acessíveis, dirigidos ao público mais importante de uma corporação, aos seus acionistas, e são emitidos em uma base anual. Além disso, são declarações persuasivas de 1 a 4 páginas, onde o escritor tenta influenciar os leitores.

Courtis (2006) comenta que as pesquisas sobre relatórios anuais, mais especificamente sobre a facilidade de serem interpretados pelos leitores lidam basicamente com duas questões: Se as informações contidas em suas narrativas são entendidas pelo seu público-alvo; e se a sua leitura pode ser deliberadamente manipulada para gerência para emitir sinais sobre o desempenho da empresa.

Conaway e Wardrope (2010) realizaram uma pesquisa consistindo em uma comparação entre relatórios anuais de 30 empresas originárias dos Estados Unidos e 24 empresas originárias da América Latina a fim de identificar as diferenças e tópicos em comum em relação às informações divulgadas. Os resultados apontaram que os relatórios latino-americanos apresentam uma gama mais diversa de informações e um estilo de escrita mais complexo. A narrativa apresentada nos relatórios latino-americanos fazem referência à política regional e questões de estabilidade econômica, informação essa que não se encontra nos relatórios norte-americanos. Logo, segundo os autores (p.165),

As empresas, ao reportar informação financeira desfavorável, por exemplo, não tentaram reconstruir os dados financeiros de uma perspectiva negativa para uma positiva. Em vez disso, os escritores corporativos pareciam estrategicamente

selecionar determinados temas ou omitir os outros com base em qual atitude ou opinião que desejavam formar nas mentes dos leitores. Se a informação financeira era desfavorável, a empresa pode ter escolhido para relatar o progresso na infra estrutura e expansão, governança corporativa, responsabilidade social ou para moldar vista dos leitores sobre os objetivos atuais da empresa. Essa característica estratégica das cartas dos CEO existia em ambas as amostras, apesar variações culturais ou semelhanças.

Davison (2008) analisou os relatórios anuais entre os anos de 1996 e 2001 com enfoque na retórica das narrativas e figuras dos relatórios. Segundo o autor, o documento constitui um exercício de comunicação, no sentido que uma crescente quantidade de informação evidenciada se encontra fora dos demonstrativos contábeis tradicionais e demais veículos de evidenciação devidamente regulamentados.

As conclusões do estudo, que observou especificamente o uso de repetições nas narrativas, concluiu que as mesmas predominam nos relatórios anuais da empresa estudada, uma companhia britânica do ramo de telecomunicações. As repetições foram observadas principalmente nos chamados anos “dot.com” (o período entre os anos de 1999 e 2001). As repetições na retórica enfatizavam principalmente os ativos intangíveis da companhia.

Hooks, Steenkamp e Stewart (2010) analisaram o papel das imagens nos relatórios anuais como uma forma de evidenciação para o capital intelectual. Segundo os autores, o relatório pode ser usado para fortalecer a posição de mercado das companhias, especialmente no que diz respeito a marcas, gestão, recursos humanos e atividades comunitárias. Então, com o uso de questionários aplicados a investidores e os próprios responsáveis pelos relatórios, o estudo explora as opiniões e entendimentos sobre as mensagens transmitidas pelo documento.

Os resultados apontam que aqueles que preparam os “relatórios deixaram claro que a função das figuras do relatório anual da empresa é o de comunicar a informação que é difícil expressar em termos monetários” (HOOKS, STEENKAMP E STEWART, 2010). Quanto a percepção entre analistas e responsáveis pelos relatórios, a pesquisa revelou que ambos os grupos identificam múltiplos significados para as mensagens nos relatórios e que os usuários nem sempre as interpretam da forma como foram concebidas pelos responsáveis.

Miranda et al. (2008) verificou se relatórios anuais que apresentam desempenho financeiro favorável apresentam seus resultados de forma diferente em relação a empresas que apresentam resultados desfavoráveis. O foco do trabalho foram os gráficos e os resultados apontaram que as empresas que apresentam resultado desfavorável utilizam menor quantidade de gráficos que as empresas com desempenho favorável, porém quando essas empresas apresentam gráficos, os mesmos ocupam uma área maior do que os observados nas empresas com resultado favoráveis. A explicação dos autores é de que essa seria uma forma de enfatizar os pontos fortes que favoreçam a empresa.

### 2.3.1 GRI INDICATOR 1.1

O GRI *Indicator* 1.1, também conhecido como declaração do decisor mais antigo da organização é uma seção dos relatórios onde ocorre o primeiro contato da gestão com o usuário das informações contidas no documento.

Tipicamente essa parte do relatório é dedicada a apresentação da visão estratégica da empresa, o planejamento de curto, médio e longo prazo das atividades e comentários diversos sobre desafios e conquistas relacionados ao desempenho econômico, ambiental e social (GRI 2011).

De acordo com o manual de práticas do GRI (2011), essa seção deve apresentar os seguintes tópicos:

- a) Prioridades estratégicas e temas fundamentais de curto/médio prazo, com relação à sustentabilidade, incluindo o respeito de normas internacionalmente

- aceites e como eles se relacionam com estratégia de longo prazo e o sucesso da organização;
- b) Tendências mais abrangentes (por exemplo, macroeconômicas ou políticas) que afetam a organização e influenciam as prioridades de sustentabilidade;
  - c) Principais eventos, realizações e fracassos durante o período do relatório;
  - d) Vistas sobre o desempenho em relação a metas;
  - e) Perspectiva sobre os principais desafios da organização e metas para o próximo ano e as metas para os próximos 3-5 anos, e
  - f) Outros itens referentes à abordagem estratégica da organização.

#### **2.4 Estudos Anteriores**

O Quadro 2 apresenta outros estudos que discutem o gerenciamento de impressões, construção e apresentação de informações de forma gráfica, narrativas contábeis e relatórios anuais.

**Quadro 2 Outras pesquisas sobre Gerenciamento de Impressão**

<b>Autor</b>	<b>Pesquisa</b>
<b>Bolino e Turnley (1999)</b>	Desenvolvimento de uma escala com o objetivo de medir o gerenciamento de impressão em organizações. Mais especificamente o gerenciamento por parte dos empregados. Foram realizados 5 estudos sequenciais, em que cada etapa aproveitava os resultados e revisões da etapa anterior. Esses estudos foram aplicados em estudantes, profissionais e gestores. Os resultados apresentam um instrumento para medir o gerenciamento composto por 22 itens. Segundo os autores, instrumento de medida desenvolvido é adequado para utilização nas organizações, é baseado na teoria existente sobre gerenciamento de impressão e é representativo do domínio completo de táticas de gerenciamento de impressão que os funcionários possam usar em ambientes organizacionais. Também é sugerido que a escala desenvolvida tem ampla aplicabilidade por considerar o sexo, idade, status hierárquico dentro das organizações, função e o tipo da organização para quais os indivíduos trabalham.
<b>Mendonça e Amantino-de-Andrade (2003)</b>	Ensaio que discute e propõe um modelo pelo qual as empresas buscam criar imagens que lhes proporcionam legitimização no ambiente social, por meio da teoria do gerenciamento de impressões. O trabalho sugere então que essas práticas de gerenciamento sejam operacionalizadas por meio de ações de comunicação corporativa pelas companhias a fim de criar e manter uma imagem organizacional legitimada. Uma das sugestões dos autores é de que apesar de certas formas de gerenciamento de impressões serem usadas de maneira desonesta, outras envolvem a apresentação honesta e acurada dos atributos de sujeitos ou objetos. As atuações – ou performances empreendidas pelos indivíduos podem ser tanto “sinceras”, no caso do ator considerar ou acreditar em sua atuação, quanto “cínicas”, quando a atuação é vista pelo ator apenas como um meio para atingir um determinado fim.
<b>Penrose (2008)</b>	Revisão de literatura sobre o uso de gráficos em relatórios anuais. O trabalho então apresenta 25 anos de pesquisas sobre o tema, subdividindo-as em quatro principais eixos: a) Como os gráficos de informações financeiras são preparados, usados e mal interpretados; b) Diferenças por país, c) Influência de reguladores

Autor	Pesquisa
	sobre os contadores; e d) O papel dos relatórios anuais na comunicação, interpretação e persuasão. Os resultados apontam que um consenso na literatura de que o tamanho e o desempenho financeiro da empresa pode afetar o uso indevido dos gráficos nos relatórios.
<b>Luz et al. (2009)</b>	Análise da relação entre atribuições em causa própria nas seções narrativas de uma amostra de 385 relatórios anuais e o selo de governança corporativa emitido pela BOVESPA. Os resultados apontam a existências dessas atribuições nos relatórios anuais independentemente dos níveis de governança adotados. Os resultados também sugerem uma relação entre o tamanho dos relatórios e as atribuições como uma possível explicação, uma vez que os relatórios de empresas pertencentes a algum dos níveis diferenciados são em média mais extensos do que os relatórios das empresas pertencentes ao segmento de mercado tradicional.
<b>Kury (2010)</b>	Trabalho que explora o gerenciamento de resultados como uma modalidade de gerenciamento de impressão. Os resultados sugerem que as empresas que têm altos níveis de propriedade institucional são mais propensas a desenvolver gerenciamento de resultados. Sugere-se também que a propensão para gerir resultados é maior quando essas empresastêm tido um bom desempenho tanto em relação aos seus ganhos do passado e, em comparação com o retorno sobre as ações.
<b>Schleicher e Walker (2010)</b>	Análise do tom de relatórios anuais de empresas britânicas, mais especificamente o parágrafo relativo às previsões que consta na declaração do presidente do conselho de administração. Foi realizada uma análise de conteúdo e as informações foram classificadas em positivas, neutras e negativas. Os resultados apontam que o tom da narrativa não é influenciado majoritariamente pela quantidade de afirmações positivas. Logo, “más notícias” impactam mais do que as boas notícias.
<b>Merkel-Davies e Brennan (2011)</b>	Visão do gerenciamento de impressão como um fenômeno mais complexo e rico do que a perspectiva baseada na economia normalmente adotada nas pesquisas sobre o tema. Os autores então desenvolvem um quadro conceitual de gerenciamento de impressão baseando-se nos conceitos de racionalidade e motivação, com o auxílio de teorias originárias da psicologia, sociologia e contabilidade. A taxonomia



Autor	Pesquisa
	desenvolvida classifica a pesquisa prévia de gerenciamento em quatro perspectivas diferentes: Teoria da agência (perspectiva econômica); Teoria da atribuição (social e psicologia cognitiva); Teoria da legitimação, Teoria do <i>stakeholder</i> e Teoria institucional (sociológica); e Teorias críticas (racionalidade sob a forma de um constructo social)
<b>Ribeiro et al. (2011)</b>	Análise da qualidade do <i>disclosure</i> por meio das mensagens da administração e os sumários executivos contidos nas seções narrativas dos relatórios anuais entre os anos de 1998 e 2007. O foco da análise foi a interpretação das funções sintático-semânticas utilizadas na construção de sentido destes documentos e foi escolhida para análise uma única empresa, justificada pelo seu histórico de ganhos elevados e adoção por políticas voluntárias de divulgação financeira, além de seus custos políticos potencialmente altos relacionados a questões ambientais. Os resultados indicam a tentativa da empresa em priorizar e enfatizar sua identidade institucional em vez de informar de maneira neutra suas realizações. Segundo os autores, a empresa analisada tenta assumir o papel de quem fala buscando se identificar com a opinião pública, representando-se pelo pronome pessoal “nós” ou pelos pronomes pessoais “ele/ela”, eles/elas.
<b>Abhayawansa e Guthrie (2012)</b>	O trabalho analisa como e quais tipos de informações sobre capital intelectual são evidenciadas nos relatórios de analistas. Os resultados da pesquisa confirmam que os analistas gerenciam as percepções. Mais precisamente, o trabalho sugere que os analistas usam a evidenciação dessa informação para suavizar impressões pessimistas por conta de recomendações desfavoráveis, além de aumentar a credibilidade das recomendações favoráveis à empresa, principalmente no que tange a decisão de vender ou manter ações.
<b>Cho, Michelin e Patten (2012)</b>	Investigação da manipulação de gráficos em relatórios de sustentabilidade. O gerenciamento foi observado quanto a presença de seletividade das informações em forma de gráficos apresentadas e distorção exibidos pelas figuras, na forma de discrepância gráfica. Os resultados sugerem uma associação entre o gerenciamento e os gráficos de informações não financeiras, mais especificamente informações sociais, mas não foi encontrada relação significativa entre o desempenho ambiental e o gerenciamento de impressão.

Autor	Pesquisa
<b>Keusch, Bollen e Hassink (2012)</b>	Estudo que discute se o gerenciamento de impressão nas narrativas é resultado de um esforço consciente ou um resultado não intencional fruto de distorções cognitivas por parte da administração das empresas. O estudo então compara as narrativas presentes nas mensagens aos acionistas das empresas europeias mais capitalizadas em cenários de crise ou não-crise. A hipótese é de que um cenário adverso estimularia o uso de viés nas narrativas a fim de melhor apresentar as empresas. Os resultados apresentados confirmam que o desempenho da empresa não exerce grande influência na divulgação de informações positivas.
<b>Merkel-Davies e Koller (2012)</b>	Introduz a análise crítica do discurso como uma ferramenta para a análise das narrativas contábeis. Essa análise aborda como o conteúdo e as características linguísticas dos textos influenciam e são influenciadas pelo contexto da produção, distribuição, recepção e adaptação das narrativas. Segundo os autores, a análise crítica da declaração do presidente de uma empresa que opera na indústria de defesa tem como objetivo destacar o caráter manipulador da comunicação narrativa corporativa. Isto é particularmente problemático no caso de empresas cujas atividades são destrutivas para os seres humanos ou o meio ambiente natural.



### 3 METODOLOGIA

A metodologia utilizada neste trabalho é composta basicamente pelos procedimentos de seleção da população das empresas a serem analisadas e as medidas para quantificar o gerenciamento de impressão e a governança das empresas analisadas. Este capítulo explica como a amostra será formada e especifica quais informações serão coletadas.

Quanto ao enquadramento metodológico adotado, trata-se de um trabalho que, no que concerne aos objetivos caracteriza-se como descritivo. Quanto aos procedimentos caracteriza-se como um estudo documental. Na análise dos dados, utilizou-se a abordagens qualitativa e quantitativa.

#### 3.1 Seleção das Empresas

Para a seleção das empresas que terão os seus relatórios anuais analisados no trabalho, foi utilizado como critério de seleção inicial todas as empresas listadas encontradas no sítio eletrônico da BM&FBovespa. Na etapa foram identificadas 520 empresas.

O sítio eletrônico das empresas identificadas foi visitado e nele foi recuperado o relatório anual relativo ao ano de 2011. Nesse processo não foram considerados os formulários de referência, por não conterem o objeto de análise desejado: a mensagem da presidência, referente a declaração do tomador de decisão mais antigo da empresa, de acordo com o GRI 1.1.

Segundo o relatório do GRI, esse indivíduo pode ser aquele que ocupa o cargo de CEO ou diretor financeiro, *chairman* ou presidente do conselho de administração ou um executivo sênior de posição equivalente.

Nos casos onde se encontravam disponíveis a mensagem do CEO e a mensagem do presidente do conselho de administração, foram escolhidas as seções relativas à mensagem do CEO.

No total foram encontrados 120 documentos, sendo 54 denominados de relatórios anuais, 22 denominados relatórios de sustentabilidade, 22 chamados de relatório anual de sustentabilidade e o restante adotaram nomenclaturas diversas. A tabela 1 explicita esse processo de seleção das empresas.

**Tabela 1 Relação das empresas no estudo**

<b>Etapa</b>	<b>Quantidade de Empresas</b>
Quantidade inicial de empresas	520
(-) Eliminadas por não possuírem relatório 2011	380
(=) Quantidade inicial de relatórios a ser analisados	140
(-) Eliminadas por remeterem ao relatório de uma controladora	8
(-) Eliminadas por não publicarem em português	3
(-) Eliminadas por não possuírem a seção desejada	9
<b>(=) Quantidade final de empresas</b>	<b>120</b>

Em todos os casos foi verificada a existência ou não de uma seção relativa à comunicação da presidência, que é o objeto de análise do trabalho.

A tabela 2 explicita as diferentes nomenclaturas atribuídas pelas empresas para a seção que contem a mensagem do presidente da empresa.

Uma vez que os relatórios tenham sido coletados, o próximo passo é a definição das variáveis e da metodologia para operacionaliza-las. As métricas para o gerenciamento de impressão foram retiradas de trabalhos anteriores (BRENNAN, GUILLAMON-SAORIN e PIERCE, 2009; OSMA e GUILLAMON-SAORIN, 2011) e as medidas para a governança corporativa são originárias do trabalho de Osma e Guillamon-Saorin (2011), que por sua vez utilizou trabalhos anteriores para desenvolver o *score*.

### **3.2 Métricas para o Gerenciamento de Impressão**

Para mensurar o gerenciamento de impressão nos relatórios anuais das empresas foi utilizada uma metodologia que analisará as narrativas contábeis (BRENNAN, GUILLAMÓN-SAORÍN e PIERCE, 2009; OSMA e GUILLAMÓN-SAORÍN, 2011).

**Tabela 2 Diferentes nomenclaturas para a seção de análise do gerenciamento de impressão**

<b>Nome da Seção</b>	<b>Quantidade de Ocorrências</b>
Mensagem do Presidente	41
Mensagem da Administração	35
Mensagem da Presidência	7
Mensagem do Diretor-Presidente	5
Mensagem do Diretor Presidente	4
Carta do Presidente	3
Entrevista com o Presidente	2
Mensagem aos acionistas	2
Mensagem do CEO	2
Mensagem do Presidente e do Country Manager	2
Mensagem do Presidente Executivo	2
Carta CEO	1
Carta do Presidente do Conselho de Administração	1
Carta do Presidente Mundial	1
Mensagem aos Acionistas	1
Mensagem da Administração	1
mensagem da Diretora-Presidente	1
Mensagem da Diretoria	1
Mensagem da Diretoria Executiva	1
Mensagem do Comitê Executivo	1
Mensagem do Diretor-Geral	1
Mensagem do Líder Empresarial	1
Mensagem do Presidente do Conselho de Administração	1
Mensagem do presidente do Conselho de Administração e do Diretor Presidente da Anhanguera	1
Um brinde à cerveja	1
(Sem Título)	1
<b>Total</b>	<b>120</b>

Foi excluída uma das variáveis originalmente proposta no modelo dos autores, a seletividade. A exclusão, já prevista no trabalho que apresentou essa metodologia, é justificada pela não inclusão de outros documentos das empresas na análise. Mais especificamente, para operacionalizar aquela variável seria necessário ter acesso a outros valores não incluídos no relatório anual, mas presentes nas demonstrações das empresas.

O objetivo da variável excluída seria verificar os valores de lucro (ou prejuízos) evidenciados na seção do relatório anual que é objeto do estudo e comparar com outros valores disponíveis nas demonstrações financeiras e concluir se o valor apresentado é ou não o mais otimista possível. Porém, ainda no trabalho de Osma e Guillamon-Saorin (2011) foi apresentado um modelo da análise excluindo essa variável. Na ocasião os autores fizeram menção a essa exclusão em suas conclusões e como a modo de operacionalizar essa variável ainda deveria ser mais bem estudada para ser incluída no modelo.

Conforme comentado por Osma e Guillamón-Saorín (2011), o gerenciamento de impressão não pode ser observado diretamente nas narrativas. Porém, é possível observar tendências e práticas que são consistentes com o que diz a literatura e servem como um indicador de que os gestores estão utilizando o *disclosure* em benefício próprio e não como um meio de informar o desempenho da empresa de maneira objetiva.

A seguir, as utilizadas para o gerenciamento de impressão nas narrativas fundamentadas nos trabalhos de Brennan, Guillamón-Saorín e Pierce (2009) e Guillamón-Saorín (2011):

**(1) Tom do *Disclosure*:** Também chamado de manipulação temática (BRENNAN, GUILLAMÓN-SAORÍN e PIERCE, 2009), essa técnica consiste basicamente em analisar se o tom da narrativa adotada consiste basicamente em uma linguagem positiva em oposição às declarações neutras ou negativas.

Para operacionalizar essa variável, será adotado o seguinte procedimento: São identificadas as palavras-chave na seção do relatório anual que é objeto desse estudo e essas

palavras são classificadas como positivas ou negativas. Palavra-chave é definida como sendo um termo presente na narrativa que implique um resultado para a empresa em questão.

Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) comentam a dificuldade de definir a priori quais serão as palavras que deverão ser observadas em um estudo de análise temática. O trabalho dos autores se baseou em pesquisas anteriores para o desenvolvimento de uma lista inicial de palavras com valores positivos e negativos e durante a codificação da amostra por eles utilizada novas palavras foram adicionadas.

A definição de positivo ou negativo para as orações em que se encontram as palavras-chave leva em conta dois tipos de eventos: a) se a oração em que se encontra a palavra-chave comunica um resultado positivo/negativo para a empresa; e b) se a oração onde se encontra a palavra-chave comunica um cenário ou evento externo a empresa que pode afetá-la positivamente ou negativamente.

No presente trabalho optou-se por não utilizar especificamente uma relação de palavras utilizadas em um trabalho anterior. A justificativa para esse procedimento tem raízes na diferença do idioma das pesquisas anteriores e o adotado para esse trabalho.

Depois de computadas essas palavras-chave classificadas como positivas ou negativas, suas quantidades são confrontadas e a diferença é identificada como um valor que a variável irá assumir. O peso atribuído a essa variável é 1.

**(2) Ênfase:** Essa técnica reflete a possibilidade dos gestores manipularem a percepção da importância com que as diferentes informações sobre o desempenho das empresas são veiculadas. Dessa forma, dependendo do local no texto, quantidade de vezes em que essa informação é apresentada ou o uso de determinado elemento de destaque dessa informação (negrito ou sublinhado), é possível a sua quantificação (segundo metodologia empregada por Osma e Guillamón-Saorín, 2011).

A classificação consiste em atribuir uma pontuação cumulativa e diferenciada para cada uma dessas possibilidades de



ênfase (localização da informação, repetição ou reforço de informação positiva).

São definidas três regiões possíveis para a informação veiculada (mais enfatizada, seguinte mais enfatizada e menos enfatizada). O limite dessas posições é estimado segundo o exemplo apresentado por Osma e Guillamon-Saorin (2011).

Os percentuais que definem a classificação quanto a posição serão 10%, 30% e 60% respectivamente. Dessa maneira, os primeiros 10% do corpo narrativo da seção do relatório analisada serão classificados como pertencentes a posição de informação mais enfatizada. Às palavras-chave localizadas nesta seção (positivas ou negativas) serão atribuídas peso 1.

Após os 10% iniciais no corpo narrativo, a região formada por cerca de 30% seguintes do corpo da narrativa será classificada como “mais enfatizada seguinte”. Neste caso será atribuído peso 0.5 pontos às palavras-chave (positivas ou negativas) dessa região.

A região formada por cerca de 60% restante do corpo da narrativa será considerada como região menos enfatizada e as palavras-chave dessa região (positivas ou negativas) receberão peso zero.

Depois de computadas as palavras-chave localizadas nessas regiões e atribuir a elas os respectivos pesos, as palavras serão confrontadas segundo a sua natureza (positiva ou negativa) e a diferença será a pontuação relativa a essa sub modalidade de ênfase.

A segunda sub-modalidade de ênfase é referente à repetição de informações. Neste caso, será atribuído um peso de 0.5 para cada palavra-chave repetida no corpo da narrativa, ainda segregando-as em palavras positivas e palavras negativas. A diferença entre essas quantidades será o valor da pontuação dessa sub modalidade de ênfase.

A última sub-modalidade de ênfase diz respeito ao reforço das palavras-chave. Neste caso, não é a palavra-chave que será pontuada e sim o adjetivo ligado a ela. A pontuação atribuída será de 0.5 pontos para um desses adjetivos ligados às palavras-chave. Um exemplo desse tipo de ênfase é a aparição da

expressão “forte crescimento” relativa a um dos resultados da empresa. Naturalmente que é necessário interpretar o contexto em que a expressão aparece no texto, para classificar seu uso como positivo ou negativo.

**(3) Comparação de Desempenho:** Essa técnica consiste em utilizar uma informação referente ao um período passado para enfatizar mudanças as mais positivas possíveis.

Para a operacionalização dessa variável, serão observadas as comparações com exercícios anteriores ou comparações de desempenho com outras entidades. Será atribuída uma pontuação de 0.5 pontos para cada ocorrência dessa comparação.

### **3.3 Métricas para a Governança Corporativa**

Para mensurar a governança corporativa nas empresas, foi empregada a metodologia de Osma e Guillamón-Saorín (2011), que se baseou em Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Davila e Penalva (2006).

A metodologia é baseada em sete aspectos relacionados à estrutura dos comitês da diretoria identificados como variáveis que indicam forte governança. Essas variáveis compõem um *score* que dividem as empresas entre governança forte e fraca.

As variáveis são as seguintes:

**(1) Proporção de Diretores Independentes no Conselho (PrInd):** Baseia-se na hipótese de que diretores independentes, apesar de terem acesso mais restrito às informações do que os diretores institucionais influenciam nas informações divulgadas, principalmente informações negativas que não tão facilmente serão ocultadas, reduzindo a incidência de fraudes, exercendo uma função de monitoria.

Para a operacionalização dessa variável, divide-se o número de diretores independentes pelo total de membros do conselho;

**(2) Proporção de Diretores Institucionais no Conselho (PrDom):** Segundo Osma e Guillamón-Saorín (2011), são os membros do conselho que representam os interesses de grandes investidores e que exercem papel semelhante aos diretores

independentes no sentido de monitorar as ações do conselho e reduzir os problemas de agência.

Para operacionalizar essa variável dividindo o número de diretores institucionais pelo total de membros do comitê;

**(3) Influência do CEO (CEOinf):** Analisa a concentração dos papéis de CEO e presidente do conselho. É esperado que a separação entre essas duas funções aumentasse a independência e eficiência do conselho.

Para a operacionalização dessa variável, ela deverá assumir valor igual a 1 nos casos em que esses dois papéis encontram-se concentrados em um único indivíduo e valor igual a 0 nos demais casos;

**(4) Existência de comitê de nomeação e remuneração (RCom):** A existência de um comitê que ajuste a compensação do CEO e minimize o seu comportamento oportunista teoricamente aumenta a eficiência do comitê. Nesta pesquisa foi entendido que a existência dessa variável se deva a necessidade de monitorar as atividades do gestor. Logo, foram considerados também os comitês fiscais, que possuem função semelhante

Para a operacionalização dessa variável, ela deverá assumir valor igual a 1 caso exista esse comitê e valor igual a 0 nos demais casos;

**(5) Tamanho do conselho (Bsize):** Segundo a literatura, o aumento do número de membros do conselho afeta negativamente o seu desempenho, aumentando os problemas com comunicação e coordenação entre os membros.

Para a operacionalização dessa variável, ela deverá assumir o valor correspondente à quantidade de membros existentes nos conselhos de administração das empresas.

Foram excluídas três variáveis presentes no modelo original. Sua exclusão se justifica pela não disponibilidade das informações necessárias para operacionalizar essas variáveis por parte das empresas. As variáveis excluídas são as seguintes: Número de reuniões do conselho de administração, que deveria refletir a eficiência do mesmo e a variável assumiria diferentes valores de acordo com q quantidade de reuniões ocorridas durante o ano; e monitoramento das atividades dos comitês de conselho,

que refletia dois aspectos: quantidade de reuniões do conselho de remuneração e nomeação e quantidade de reuniões do conselho de auditoria.

A metodologia utilizada por Osma e Guillamón-Saorín (2011) para o tratamento dessas variáveis consiste em utilizar a média dos valores padronizados para compor o *score* de governança, classificando as empresas como possuindo governança forte e governança fraca caso o valor da medida de governança de cada uma das empresas seja respectivamente superior ou inferior à média mencionada anteriormente.

A metodologia utilizada é colocada em prática como o uso da codificação manual. As informações são retiradas dos próprios relatórios anuais, no caso das informações sobre o conselho de administração e diretor executivo das empresas. Nos casos em que essa publicação não apresentava as informações requisitadas, foram investigados os endereços eletrônicos e formulários de referência das empresas.

### **3.4 Coleta dos dados e codificação das variáveis**

A coleta dos dados será feita em duas etapas: (I) Análise da carta do presidente disponível no relatório anual, para as variáveis de gerenciamento de impressão e (II) Análise do formulário de referência e sítio eletrônico das empresas para as variáveis de governança corporativa.

Naturalmente, em ambos os casos o procedimento adotado será o da coleta manual. Apesar da subjetividade intrínseca desse procedimento, ele foi adotado baseando-se na justificativa apresentada por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), em que um software para realizar a análise de conteúdo não seria capaz de captar as sutilezas presentes na codificação de determinadas variáveis como elas foram descritas no trabalho.

Particularmente isso se refere à ênfase, onde uma de suas sub modalidades necessita que o corpo da narrativa seja dividido em regiões distintas e essa divisão é apenas estimada com base no que foi apresentado como exemplo no trabalho de Osma e Guillamon-Saorin (2011). Apenas a repetição das palavras-chave, que requer uma análise menos subjetiva, poderia beneficiar-se da análise de um software.

### 3.5 Modelo de Regressão

Uma vez computadas todas as variáveis descritas para a análise, o trabalho utilizou um teste de estatística multivariada para atingir o objetivo principal, o de verificar se existe uma associação entre gerenciamento de impressão e governança corporativa.

A regressão multivariada de mínimos múltiplos quadrados evidencia os *scores* criados para mensurar a governança corporativa e a inclusão da medida de gerenciamento de impressão como variável explicativa do modelo.

A equação é a mesma utilizada por Osma e Guillamon-Saorin (2011) em seu trabalho:

$$\begin{aligned}
 IMSC_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 GoodGov_{it} + \alpha_2 GNews_{it} \\
 & + \alpha_3 GNews_{it+1} + \Sigma \beta_k Industry_{kit} \\
 & + \Sigma \delta_j Controls_{jit} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Onde  $IMSC_{it}$  representa a medida de gerenciamento de impressão adotada no trabalho, relativa à empresa  $i$  no ano  $t$ . Apesar de constar uma referência a um determinado ano nesta variável, vale destacar que a análise comporta apenas observações no ano de 2011 para todas as empresas.

*GoodGov* diz respeito a medida de governança apresentada, que pode adotar valor igual a 1 caso a governança tenha sido classificada na análise como forte e valor igual a 0 caso não tenha sido classificada como forte. Na análise da governança, foram consideradas fortes aquelas que apresentaram valor de *score* superior a média observada depois de computados os valores relativos a todas as empresas. Nos outros casos, foi atribuído o nível de governança fraca.

O coeficiente  $\alpha_1$  localizado junto a variável de *score* da governança representa a relação cuja a observação é o principal objetivo deste trabalho. Como o esperado é que uma forte governança resulte em uma menor incidência de gerenciamento de impressão, é esperado que esse coeficiente seja significativamente negativo, assim como foi adotado por Osma e Guillamon-Saorin (2011).

As variáveis  $GNews_{it}$  e  $GNews_{it+1}$  foram incluídas no modelo para controlar as notícias divulgadas no relatório pelas

empresas sobre o seu próprio desempenho, no momento em que elas realizarem um benchmark de seus resultados, comparando-os com resultados anteriores. Segundo Osma e Guillamon-Saorin (2011), essa divulgação pode ser vista como oportunística, em oposição a uma divulgação alinhada com os interesses dos usuários por informações mais úteis para a tomada decisão.

No modelo, essas variáveis serão computadas de forma complementar. A variável  $GNews_{it}$  assumirá valor igual a 1 quando o resultado do lucro da empresa comentado for maior no ano anterior (2010) do que o resultado do ano atual (2011). Caso contrário, ela assumirá valor igual a 0.

Consequentemente, a variável  $GNews_{it+1}$  assumirá valor igual a 1 quando o resultado do ano atual for maior que o resultado do ano anterior e, caso contrário assumirá valor igual a 0.

O vetor  $Industry_{it}$  serve como um vetor de *dummies* para controlar possíveis diferenças entre as empresas que possam estar relacionadas especificamente com o seu setor de atuação. A classificação setorial foi retirada do sistema Economatica. As empresas que constam no trabalho pertencem a 18 setores diferentes da indústria e a variável foi inserida no modelo.

Dessa forma, as variáveis consideradas neste vetor são:  $IndAeB$  (alimentos e bebidas),  $IndCom$  (comércio),  $IndCon$  (construção),  $IndEle$  (eletroeletrônicos),  $IndEne$  (energia elétrica),  $IndFin$  (finanças e seguros),  $IndMaq$  (máquinas industriais),  $IndMin$  (mineração),  $IndMnm$  (minerais não metálicos),  $IndOut$  (outros),  $IndPap$  (papel e celulose),  $IndPet$  (petróleo e gás),  $IndQmc$  (química),  $IndSid$  (siderurgia e metalurgia),  $IndTel$  (telecomunicações),  $IndTex$  (têxtil),  $IndTra$  (transportes serviços) e  $IndVei$  (veículos e peças).

Por último, o modelo incorpora variáveis de controle, representadas pelo vetor  $Controls_{it}$ . Essas variáveis incluem o tamanho da empresa ( $SIZE_{it}$ ) e o desempenho da empresa sob a forma de retorno da ação da firma durante o ano ( $RET_{it}$ ). O tamanho da empresa é capturado com o logaritmo natural do total de ativos da empresa durante o ano de 2011.

No modelo também foi incorporada uma variável referente a inclusão ou não de determinada empresa no índice das ações mais negociadas na bolsa de valores (IBRX). Essa variável reproduz o funcionamento das variáveis incluídas modelo por Osmá e Guillamon-Saorin (2011). Seguindo o mesmo raciocínio, foi também incluída no vetor de variáveis controle uma variável referente a inclusão das empresas no índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA.

A justificativa para essa inclusão, que não tem paralelo na pesquisa anterior que utilizou esse modelo é também a concepção de que uma empresa que tem interesse em se diferenciar no mercado em relação a sua sustentabilidade também sofrerá pressão para divulgar informações as mais positivas possíveis. Neste caso específico entra em questão também o questionamento se as informações de cunho ambiental não passam de uma estratégia de marketing das empresas.

**Tabela 3 Classificação das empresas**

<b>Setor da Indústria</b>	<b>Qtde de empresas</b>
Outros	24
Energia Elétrica	23
Finanças e Serviços	17
Transportes e Serviços	8
Comércio	7
Alimentos e Bebidas	6
Petróleo e Gás	6
Veículos e Peças	5
Têxtil	4
Eletroeletrônicos	3
Química	3
Siderurgia e Metalurgia	3
Telecomunicações	3
Construção	2
Maquinas Industriais	2
Papel e Celulose	2
Mineração	1
Minerais não Metálicos	1

Na pesquisa anterior, o objetivo dessas variáveis era capturar a influência do nível de transparência que a firma poderia sofrer pressão para atender. Por isso os autores incluíram duas variáveis: uma referente a um índice de ações mais negociadas na bolsa de valores de Madrid, que foi objeto daquele estudo, e uma variável referente ao número de analistas relacionados a firma. No presente trabalho, apenas a variável referente à capitalização da ação foi considerada.

O modelo de regressão apresentado foi desenvolvido em duas etapas: uma primeira considerando possíveis efeitos do vetor de variáveis  $Industry_{it}$  ou outra desconsiderando. Tal procedimento foi operacionalizado também por Osma e Guillamon-Saorín (2011) e, no caso dessa pesquisa anterior, a inclusão desse vetor fez o valor explicativo da regressão aumentar de 0.13 para 0.29.

No presente trabalho a inclusão ou não desse vetor pode ser questionada uma vez que nem todas as categorias discriminadas possuem um número de empresas suficientemente significativo para futuras inferências durante os resultados. A tabela 4 evidencia a distribuição dessas empresas de acordo com a categoria industrial em que as mesmas foram classificadas.

Como é possível observar, a distribuição é acentuadamente desigual e inferências que não levem isso em consideração podem ser viesadas. No trabalho de Osma e Guillamon-Saorin (2011) não são feitas referências quanto a quantidade de empresas por setor e apenas é mencionado que as empresas foram segmentadas em 6 diferentes categorias.





#### **4 RESULTADOS**

Nesta seção do trabalho são discutidos os resultados da pesquisa. A análise dos dados foi iniciada com a avaliação do gerenciamento de impressão das empresas por meio dos relatórios de anuais, onde as palavras-chave foram identificadas e devidamente codificadas a fim de atribuir sua pontuação relativa.

Inicialmente, para a mensuração do gerenciamento de impressão sob a forma de viés nas narrativas, foram analisadas as seções que contêm mensagens da presidência nos relatórios anuais. Essa análise teve por objetivo identificar a ocorrência de palavras-chave, que constituem a unidade básica dessa primeira análise.

O critério para determinado termo encontrado ser considerado ou não palavra-chave é essa palavra implicar ou sugerir com um resultado para a empresa, de acordo com a definição usada por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009).

Já quanto à classificação entre palavras-chave positivas e negativas, a definição é originária dos trabalhos de Abrahamson e Park (1994) e Abrahamson e Amir (1996): A frase em que o termo foi encontrado menciona um resultado positivo/negativo para a empresa ou a frase menciona como o ambiente pode afetar positivamente/negativamente a empresa.

O Quadro 3 apresenta os termos admitidos como palavras-chave no estudo. As palavras evidenciadas são discriminadas de acordo com o seu contexto e possível reflexo para a empresa (positivo ou negativo) e se ela é um elemento de reforço para a informação que é transmitida com a palavra-chave.

Observado o Quadro 3, uma constatação possível é de que, ao seguir a metodologia proposta para a identificação das palavras-chave, foram evidenciados uma maior variedade de termos positivos do que negativos nos relatórios, tanto em termos de palavras-chave quanto em termos de elementos de reforço da informação.

Essa constatação é coerente com o apresentado por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), quando os autores mencionam trabalhos anteriores como fontes de listas para palavras-chave. Segundo os autores, entre os trabalhos que

forneceram essas listas, o trabalho de Claworthy e Jones (2003) apresentou 108 palavras classificadas como positivas e 64 como negativas.

No trabalho de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) foram utilizadas 217 (84) palavras positivas (negativas), sendo 109 únicas naquele estudo. E dessas 109 palavras mencionadas, 39 eram variações gramaticais de outras palavras incluídas no estudo.

O presente trabalho, por analisar relatórios em uma língua diferente daquela utilizada em estudos anteriores, não utilizou listas elaboradas anteriormente. Foram identificadas um total de 97 palavras-chave empregadas em um contexto positivo, sendo 40 delas variações gramaticais de outras palavras anteriormente identificadas. Foram identificadas também 24 palavras-chave empregadas em um contexto negativo, sendo 6 delas variações gramaticais.

Quanto aos elementos de reforço, foram identificados 26 termos (6 variações gramaticais) empregados em um contexto positivo e 3 termos empregados em um contexto negativo

Os dados respectivos à governança foram coletados nos relatórios anuais, formulários de governança e, nos casos em que a informação não se encontrava disponível nesses dois meios, o endereço eletrônico das empresas.

Conforme comentado na seção 3, as variáveis de governança foram agrupadas em um *score* formado pelos seus valores padronizados. As empresas que apresentaram seu *score* de governança corporativa abaixo da média dos valores padronizado foram classificadas como possuidoras de uma governança considerada fraca ( $\text{GoodGov} = 0$ ) e as empresas restantes, que apresentaram *score* superior a 0 foram classificadas como empresas com governança forte ( $\text{GoodGov} = 1$ ).

**Quadro 3 Palavras-chave identificadas no estudo**

Palavra chave (variação)	Positiva	Aceleração, acima, acréscimo (acrescentaram), adicionados, agregamos, alcançou, alta, ampliação (ampliamos, ampliou), apreciado, aprovação, aquisição, atingiram, aumentar (aumentando, aumentamos, aumentaram, aumentássemos, aumento, aumentos, aumentou), avanço (avanços, avançou), bem sucedido, bom, caiu, captar (captação), conquista (conquistas), consistentes, consolidou, cresceu (crescesse, crescemos, crescendo, cresceram, crescimento), destaque, dobramos, elevação (elevando, elevaram-se), embalando, evolução (evoluiu, evoluções, evoluíram), excelentes, expandir (expansão), forte, ganho, geração, incrementar (incrementada, incremento), maior (maiores), mais, melhoria (melhorou), minimizado, multiplicou, positivo, queda (quedas), realização, recorde (recordes), redução (reduzir-las, reduzíssemos), reforçamos, revertendo, saiu, salto (saltou), sólidos, subiu (subiram), sucesso, superar (superou, superação, superando), superávit, superior (superiores), triplicamos, ultrapassou (ultrapassamos), valorização, variação.
	Negativa	Abaixo, abrandamento, afetaram, aumento, caiu, diminuiu, estreitamento, impactou, inferior, interromperam, limitaram, negativo, perda (perdas, perdendo), piora, prejudicou, recuou, Redução (reduzido, reduzir, reduziu), retração (retraíram)
Reforço (variação)	Positivo	Acelerado (acelerar-se), admirada, bastante, elevado, estável, expressivo (expressivas, expressivos), forte (fortemente), grande, histórico, impressionantes, maior, melhores, muito, notável, significativo (significativos), sólido, substancialmente, superior (superiores), surpreendente, vertiginosamente.
	Negativo	Acentuado, dramático, fortemente.

O uso de uma medida única para essa avaliação encontra suporte na literatura acadêmica tendo em vista a reduzida quantidade de empresas analisadas e a necessidade de potencializar a força dos testes estatísticos utilizados. Não adotar uma medida única poderia prejudicar os resultados, devido a casos identificados na literatura em que algumas variáveis dentre aquelas relacionadas a governança podem apresentar-se fortemente correlacionadas.

Seguindo esse raciocínio, a Tabela 4 apresenta uma matriz de correlação com os coeficientes de correlação entre as variáveis. A quantidade de variáveis que apresentam correlação significativa justificam o uso do *score* agregado para governança corporativa. A literatura acadêmica confirma essa relação entre as variáveis (OSMA e NOGUER, 2007; OSMA e GUILLAMON-SAORÍN, 2011).

Tabela 4 Matriz de correlação entre as variáveis

	<b>PrInd</b>	<b>PrDom</b>	<b>CEOInf</b>	<b>RCom</b>	<b>BSize</b>	<b>GoodGov</b>	<b>IBRX</b>	<b>RET</b>	<b>SIZE</b>
<b>PrInd</b>	1								
<b>PrDom</b>	-1,000** (,000)	1							
<b>CEOInf</b>	-,020 (,828)	,019 (,835)	1						
<b>RCom</b>	,047 (,609)	-,047 (,607)	-,070 (,449)	1					
<b>BSize</b>	,021 (,816)	-,022 (,814)	,187* (,041)	,271** (,003)	1				
<b>GoodGov</b>	,098 (,286)	-,099 (,283)	,352** (,000)	,645** (,000)	,575** (,000)	1			
<b>IBRX</b>	,226* (,013)	-,225* (,014)	-,061 (,507)	,162 (,078)	,260** (,004)	,293** (,001)	1		
<b>RET</b>	,070 (,447)	-,070 (,446)	,124 (,178)	,135 (,142)	,331** (,000)	,184* (,044)	,083 (,369)	1	
<b>SIZE</b>	,092 ,317	-,092 ,319	,113 ,217	,363** ,000	,328** (,000)	,381** (,000)	,449** (,000)	,182* (,047)	1
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).									
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).									

Dessa maneira, foi empreendida a metodologia anteriormente descrita: Computar o valor das variáveis, padroniza-los e atribuir às empresas valor de governança 0 (para os casos em que a soma dos valores padronizados ficou abaixo de da média 0) e 1 para os casos em que essa soma dos valores padronizados das variáveis ficou acima da média 0.

#### **4.1 Considerações preliminares**

A Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis de governança corporativa segregando as empresas de acordo com o seu nível de governança.

De acordo com o quadro, empresas classificadas como possuidoras de governança forte possuem mais membros independentes em seus conselhos de administração do que as empresas com governança fraca e um maior número de vezes possuem um presidente que não acumula o cargo de presidente do conselho.

As empresas com governança forte também possuem um maior número de membros nesses conselhos (BSize = 9,6667 vs. BSize = 6,6250) e em média apresentam mais casos da ocorrência de um comitê auxiliar ao comitê de administração.

Em relação às médias dos valores das variáveis, apenas a média referente ao retorno sobre as ações que as empresas com governança fraca apresentou resultado superior as empresas com governança forte.

Segundo Osma e Guillamon-Saorín (2011), essa evidência de que o valor das médias é maior para as empresas classificadas como possuidoras de governança forte confirma a validade interna da medida agregada de força da governança corporativa e significa que o *score* utilizado é uma medida valida para diferenciar as empresas da amostra.

Tabela 5 Estatísticas descritivas das variáveis

<b>Empresas classificadas com governança fraca (GoodGov = 0)</b>									
		PrInd	PrDom	CEOInf	RCom	BSize	IBRX	RET	SIZE
N	Valid	48	48	48	48	48	48	48	48
	Missing	0	0	0	0	0	0	0	0
Mean		,2594	,7410	,7708	,3958	6,6250	,3125	1,1998	21,2304
Median		,2500	,7500	1,0000	0,0000	7,0000	0,0000	,8350	21,5700
Std. Deviation		,18190	,18192	,42474	,49420	1,81747	,46842	1,95962	2,37845
Percentiles	25	,1400	,6700	1,0000	0,0000	5,0000	0,0000	,2500	20,5125
	50	,2500	,7500	1,0000	0,0000	7,0000	0,0000	,8350	21,5700
	75	,3300	,8600	1,0000	1,0000	7,0000	1,0000	1,6950	22,3100
<b>Empresas classificadas com governança forte (GoodGov = 1)</b>									
		PrInd	PrDom	CEOInf	RCom	BSize	IBRX	RET	SIZE
N	Valid	72	72	72	72	72	72	72	72
	Missing	0	0	0	0	0	0	0	0
Mean		,3026	,6975	,9861	,9722	9,6667	,6111	1,9910	23,0161
Median		,2800	,7200	1,0000	1,0000	9,0000	1,0000	1,5000	23,0800
Std. Deviation		,23710	,23690	,11785	,16549	2,32561	,49092	2,16004	1,97281
Percentiles	25	,1175	,5700	1,0000	1,0000	8,0000	0,0000	,4225	21,9325
	50	,2800	,7200	1,0000	1,0000	9,0000	1,0000	1,5000	23,0800
	75	,4300	,8825	1,0000	1,0000	11,0000	1,0000	3,1475	24,0450



#### 4.2 Gerenciamento de Impressão e Governança

A Tabela 6 apresenta o resumo das regressões realizadas com o modelo proposto no trabalho. Os resultados apontam um potencial de previsão do modelo de cerca de 10% no caso da regressão que desconsidera os possíveis efeitos dos setores das indústrias. Esse valor é consistente com as pesquisas anteriores, que apontam um potencial de previsão do modelo com um valor de 12%.

No caso em que foram considerados os efeitos dos diferentes setores, o potencial de previsão subiu para 15%, valor abaixo do verificado na pesquisa anterior, que registrou um percentual de 39% para esse evento.

Uma possível explicação, mas que não pode ser confirmada dada a indisponibilidade de dados dos trabalhos anteriores, diz respeito à distribuição das empresas em diferentes setores, uma vez que no trabalho anterior foram considerados apenas 6 setores e nesta pesquisa essa quantidade chegou a 18.

Observando o coeficiente de correlação  $R$  nas duas regressões não é evidente a existência de uma relação linear entre as variáveis em estudo.

A Tabela 7 apresenta os coeficientes da regressão com o nível de gerenciamento de impressão como variável dependente. A regressão foi realizada em duas etapas: Uma considerando e outra desconsiderando o vetor de *dummies* para as indústrias.

Apesar de não apresentar um resultado estatisticamente significativo, é possível observar uma relação negativa entre as principais variáveis do estudo: Disc.Tone e GoodGov. Ou seja, o nível de gerenciamento de impressão está negativamente associado com a força da governança.

Porém, essa observação só é válida na regressão que desconsiderou possíveis diferenças específicas entre setores de indústria. Quando essas diferenças foram consideradas, o sinal do coeficiente foi invertido e a relação entre governança e gerenciamento de impressão passou a ser positivamente correlacionada, ainda que estatisticamente não significativa.

**Tabela 6 Resumo do modelo de regressão**

<b>Model Summary<sup>b</sup></b>										
Model	R	R <sup>2</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R <sup>2</sup> Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,386 <sup>a</sup>	,149	,096	,83773	,149	2,806	7	112	,010	2,174
a. Predictors: (Constant), SIZE, GNews, RET, GNews1, ISE, GoodGov, IBRX										
b. Dependent Variable: Disc.Tone										
<b>Model Summary<sup>b</sup></b>										
Model	R	R <sup>2</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R <sup>2</sup> Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
2	,572 <sup>a</sup>	,327	,158	,80872	,327	1,927	24	95	,014	2,113
a. Predictors: (Constant), SIZE, IndMaq, IndCon, IndTel, IndQmc, IndVei, IndMnM, IndSid, IndPap, IndAeB, IndCom, IndTra, IndMin, IndPet, IndTex, IndEle, IndFin, GNews1, GoodGov, ISE, RET, GNews, IndEne, IBRX										
b. Dependent Variable: Disc.Tone										

Logo, a hipótese testada no presente trabalho não pode ser confirmada: Não existem evidências significativas de quem um nível maior de Governança Corporativa implica níveis menores de gerenciamento de impressão.

Possíveis explicações para esse resultado adverso do ponto de vista da literatura pesquisada devem levar em conta inicialmente especificidades da seção narrativa utilizada no trabalho.

O trabalho de Conaway e Wardrope (2010) fornece também possíveis explicações para o ocorrido, uma vez que os autores afirmam que as informações evidenciadas por empresas na América Latina são de natureza diferente daquelas evidenciadas por empresas Norte-Americanas. Especificamente, é afirmado que as empresas da América Latina evidenciam mais informações que indiretamente justificam o resultado apresentado, enquanto que as empresas Norte-Americanas, segundo os autores, evidenciam informações mais diretas sobre os resultados.

Uma vez que o presente trabalho analisou apenas empresas que negociam ações em uma bolsa de valores de um país latino americano e a pesquisa que mais se assemelha a esta levou em consideração apenas empresas de um país europeu, é razoável admitir a possibilidade de diferenças culturais apresentar reflexos na natureza das informações evidenciadas. Porém, esse raciocínio é apenas uma hipótese, que não foi testada no presente trabalho.

### **4.3 Gerenciamento de Impressão e demais variáveis do estudo**

A única variável significativa nos dois modelos de regressão foi  $GNews_{t+1}$ , onde a empresa analisada informa que o seu desempenho no ano presente do relatório foi superior a desempenho registrado no ano imediatamente anterior. Essa variável é considerada significativa ao nível de 1%.

A interpretação para os coeficientes positivos dessa variável é de que quando a empresa analisada realiza esse tipo de comparação de resultado, enfatizando que seus resultados no presente não melhores do que os apresentados anteriormente, há

evidências de que essa empresa apresentará um nível maior de gerenciamento de impressão.

De fato, as únicas variáveis consideradas significantes no modelo além da anteriormente mencionada foram duas das *dummies* relativas a setores de indústrias: *IndPap* (relativa a empresas do setor de papel e celulose), com coeficiente -1,712 significativa a 10% e *IndMaq* (relativa a empresas do setor de máquinas e equipamentos) com coeficiente -1,872 significativa ao nível de 5%.

A interpretação para esses coeficientes é de que caso a empresa pertença a um desses dois setores, há evidências de que ela apresentará um nível de gerenciamento de impressão mais baixo. Porém, é preciso lembrar que esses dois setores da indústria são representados no trabalho por uma quantidade reduzida de empresas (2 empresas cada um, de um total de 120 empresas analisadas).

Logo, qualquer relação não deve ser interpretada como meramente casual. Apesar de não significantes, outras variáveis dignas de nota são os índices de mercado da BM&FBOVESPA que conferem prestígio às empresas que neles estão listadas e que segundo a própria bolsa são sinônimos de melhores práticas de transparência e credibilidade.

Os índices incluídos no trabalho dizem respeito às ações mais líquidas (IBRX) e sustentabilidade empresarial (ISE). Essas variáveis não foram consideradas significativas no modelo, mas o valor dos coeficientes por elas apresentados não deixa de fornecer alguma informação sobre o relacionamento delas com o gerenciamento de impressão.

No caso do IBRX, a correlação foi negativa, ou seja, a inclusão de uma empresa nesse índice, caso a significância no modelo fosse verificada, em teoria restringiria a nível de gerenciamento de impressão, e conseqüentemente, o viés das informações apresentadas. Quanto ao ISE, a relação foi oposta. A inclusão de uma empresa nesse índice estaria então associada a um nível maior de gerenciamento de impressão.

**Tabela 7 Coeficientes do modelo de regressão**

Modelo	Coeficientes	
	(sig)	
<b>(Intercepto)</b>	1,532 (,070)	1,444 (,105)
<b>GoodGov</b>	-,073 (,684)	,163 (,377)
<b>GNews</b>	-,147 (,645)	-,314 (,402)
<b>GNews<sub>t+1</sub></b>	,580 (,002)	,820 (,000)
<b>IBRX</b>	-,077 (,680)	-,284 (,183)
<b>ISE</b>	,141 (,482)	,210 (,332)
<b>RET</b>	,058 (,136)	-,004 (,926)
<b>SIZE</b>	-,032 (,429)	-,027 (,521)
<b>Dummy para Indústrias</b>	Excluídas	Inclusas
<b>Nº Observações</b>	120	120
<b>R<sup>2</sup></b>	,149	,327
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	,096	,158

Quanto ao restante das variáveis-controle do modelo, ainda que não significativa, o tamanho da empresa está negativamente associado à variável dependente nas duas regressões realizadas, com resultado mais acentuado no procedimento que não levou em conta possíveis diferenças entre os setores.

Essa associação encontra-se semelhante a proposta de Martinez (2011), que sugere que empresas maiores, que são empresas mais visadas pelo mercado, acabam por gerenciar menos os seus resultados. Uma vez que o conceito de gerenciamento de resultados e gerenciamento de impressão apresentam semelhanças no que tange às reações do público-alvo, é possível aplicar essa lógica à observação deste trabalho sobre o tamanho das empresas.

#### 4.4 Comparação dos resultados de trabalhos anteriores

A tabela 7 apresenta as principais características do presente trabalho e os principais resultados da pesquisa de Osma e Guillamon-Saorín (2011), se sugeriu o uso das medidas de gerenciamento de impressão e governança corporativa utilizadas neste trabalho.

**Tabela 8 Comparação entre a presente pesquisa e o trabalho de Osma e Guillamon-Saorín (2011)**

<b>Crítério</b>	<b>Osma e Guillamon-Saorin (2011)</b>	<b>Este Trabalho</b>
Quantidade de relatórios anuais analisados	142	120
Bolsa de Valores onde as empresas analisadas negociam suas ações	<i>Madrid Stock Exchange</i>	BM&FBOVESPA
Período referente aos relatórios analisados	2005 e 2006	2011
Quantidade de setores de indústrias	6	18
Associação negativa (e significativa) entre gerenciamento de impressão e governança?	Sim	Não
Associação entre retorno sobre as ações e gerenciamento de impressão	Sempre negativa	Positiva/Negativa
Associação entre tamanho da empresa e gerenciamento de impressão	Positiva/Negativa	Sempre negativa

Resgatando a contribuição do trabalho de Conaway e Wardrope (2011) para a presente pesquisa, fundamentalmente os dois trabalhos lidam com tipos diferentes de informações, que resultam em diferenças dos resultados depois de aplicadas os métodos de mensuração de gerenciamento de impressão.

Isso se torna mais evidente ao comparar as narrativas analisadas: No trabalho anterior, que apresenta um exemplo em seu apêndice, é possível observar forte evidência de números relativos aos resultados, tanto valores que evidenciam resultados favoráveis quanto desfavoráveis. Além disso, são feitas mais frequentemente comparações que levam em consideração a evolução histórica dos resultados.

No caso das empresas analisadas no presente trabalho, foi possível verificar que a evidência apresenta principalmente relatos sobre o cenário econômico e desempenho de outras empresas do setor, sem maiores detalhes a respeito da variação dos valores referentes ao desempenho da empresa.

Além disso, as informações sobre o desempenho evidenciadas pelas empresas no presente estudo são basicamente positivas, o que não permite concluir se a ausência de informações negativas seja justificável apenas por omissão ou por simplesmente as empresas não apresentarem resultados negativos relevantes para a tomada de decisão.

## 5 CONCLUSÕES

Este trabalho teve como objetivo identificar inicialmente se existe evidências de gerenciamento de impressão nas narrativas referentes à mensagem da presidência presentes nos relatórios anuais. Após essa etapa o trabalho objetivou verificar então se existe relação entre o nível de gerenciamento de impressão encontrado nos relatórios e a força da governança corporativa das companhias estudadas.

Os resultados apresentados evidenciaram um baixo percentual de previsão do modelo, ainda que esses valores sejam consistentes com a aplicação anterior desse mesmo modelo.

Porém, ao observar a relação entre as variáveis independentes e a variável dependente, verificou-se que a hipótese testada neste trabalho não pode ser aceita: Um nível maior de governança não pode ser associado a níveis menores de gerenciamento de impressão. Em ambas as regressões os valores foram estatisticamente não significantes, e no caso da regressão que considerou os efeitos dos setores da indústria, essa relação que era esperada que inversamente proporcional apresentou-se diretamente proporcional.

Possíveis explicações para o ocorrido podem ser encontradas na literatura acadêmicas, especialmente o observado no trabalho de Conaway e Wardrope (2010) no que diz respeito à diferenças entre a natureza das informações evidenciadas.

Uma vez que o trabalho anterior que utilizou o mesmo modelo e o presente trabalho levaram em consideração apenas informações sobre o desempenho da empresa, informações de natureza diferentes apresentadas poderiam impactar na quantidade de informação considerada relevante para a metodologia empregada e conseqüentemente isso potencialmente afetaria os *scores* conseqüentemente a correlação entre as variáveis.

As narrativas analisadas em geral transmitiram mais informações positivas sobre o desempenho da empresa do que informações negativas. Isso é consistente com a literatura acadêmica, porém, ao contrário do trabalho de Osma e Guillamon-Saorín (2011), em que nenhum dos relatórios



analisados apresentou viés negativo, no presente trabalho uma pequena quantidade de empresas apresentou essa característica, ou seja, evidenciou mais informações desfavoráveis do que informações favoráveis.

Algumas limitações devem ser consideradas no trabalho. Uma delas diz respeito ao período da amostra, que inclui apenas o ano de 2011 para os relatórios. Alguns relatórios analisados mencionam a crise no mercado europeu e como isso afetou os seus resultados. Dessa maneira, admite-se que um evento externo ocorrido durante o período a que os relatórios se referem pode influenciar no tom das informações evidenciadas.

A respeito ao método com que foi empreendida a análise, a codificação manual das palavras-chave é invariavelmente um processo que está sujeito a imprecisões por parte do indivíduo responsável. Apesar de essa metodologia ter sido escolhida justamente para evitar distorções passíveis de ocorrerem na utilização de softwares de análise de conteúdo, o presente método, quando codificado por um único indivíduo, não elimina possíveis omissões ou erros de classificação.

A própria atribuição da autoria nos relatórios anuais pode ser considerada uma limitação, uma vez que, de forma simplista a literatura acadêmica (e consequentemente o presente trabalho) atribui a autoria desse documento à própria alta administração, o que pode não ser verdade. Considerar que indivíduos que não participam da administração das empresas são os responsáveis pela confecção dos relatórios anuais faria surgir a dúvida sobre se esses indivíduos possam realmente traduzir as motivações emanadas dos gestores.

A classificação dos resultados do *score* de gerenciamento de impressão e governança corporativa também pode ser uma limitação do trabalho, principalmente em relação a interpretação de seus resultados, uma vez que as escalas apresentadas permitem que as empresas analisadas sejam classificadas frequentemente nos extremos das medidas.

Estudos futuros poderiam considerar períodos de tempos maiores, realizando um acompanhamento do gerenciamento de impressão nos relatórios com o passar dos anos.

Outra possibilidade é investigar uma possível diferença da incidência de gerenciamento de impressão nos diferentes veículos para essa prática identificados por Brennan, Guillamon-Saorín: divulgações ambientais, comunicados de imprensa, análises financeiras e operacionais e relatórios com análise e discussão da gestão.



## REFERÊNCIAS

- ABHAYAWANSA, S.; GUTHRIE, J. Intellectual capital information and stock recommendations: impression management? **Journal of Intellectual Capital**, v. 13, n. 3, p. 398-415, 2012.
- ABRAHAMSON, E.; PARK, C. Concealment of negative organizational outcomes: An agency theory perspective. **The Academy of Management Journal** , v.37, n. 5, p.1302-1334, 1994
- ABRAHAMSON, E.; AMIR, E. The information content of the president's letter to shareholders. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 23, p.1157–1182, 1996
- AERTS, W. On the use of accounting logic as an explanatory category in narrative accounting disclosures. *Accounting, Organizations and Society*, v. 19, n. 4-5, p. 337-353, 1994.
- \_\_\_\_\_. Picking up the pieces: impression management in the retrospective attributional framing of accounting outcomes. **Accounting, Organizations and Society**. V. 30, p.493-517, 2005.
- AMER, T. S. Bias Due to Visual Illusion in the Graphical Presentation of Accounting Information. **Journal of Information Systems**, v. 19, n. 1, p. 1-18, 2005.
- ARUNACHALAM, V.; PEI, B. K. W.; STEINBART, P. J. Impression Management with Graphs : **Journal of Information Systems**, v. 16, n. 2, p. 183-202, 2002.
- BAND, D. Corporate Governance: Why agency theory is not enough. **European Management Journal**, v. 10, n. 4, p. 453-459, 1992.

BAROCAS, R.; CHRISTENSEN, D. Impression management, fakeability, and academic performance. **Journal of Counseling Psychology**, v. 15, n. 6, p. 569-571, 1968.

BEATTIE, V.; JONES, M. J. A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies. **Journal of International Financial Management and Accounting**, v. 8, n. 1, p. 33-68, 1997.

\_\_\_\_\_. Impression Management : The Case of Inter-country Financial Graphs. v. 9, n. 0144, p. 159-183, 2000.

\_\_\_\_\_. Measurement distortion of graphs in corporate reports : an experimental study. **Auditing**, 2002.

BEATTIE, V.; DHANANI, A.; JONES, M. J. Investigating Presentational Change in U.K. Annual Reports: A Longitudinal Perspective. **Journal of Business Communication**, v. 45, n. 2, p. 181-222, 1 abr 2008.

BEBCHUK, L.; COHEN, A.; FERRELL, A. What Matters in Corporate Governance? **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 2, p. 783-827, 13 nov 2006.

BEELITZ, A.; MERKL-DAVIES, D. M. Using Discourse to Restore Organisational Legitimacy: "CEO-speak" After an Incident in a German Nuclear Power Plant. **Journal of Business Ethics**, v. 108, n. 1, p. 101-120, 15 out 2011.

BIDWELL, G. P. Ego Strength , Self-Knowledge , and Vocational Planning of Schizophrenics. **Journal of Counseling Psychology**, v. 18, n. 1, p. 45-49, 1969.

BHANA, N. The chairman' s statements and annual reports : Are they reporting the same company performance to investors ? **Investment Analysts Journal**, n. 69, p. 32-46, 2009.

BOLINO, M. C.; TURNLEY, W. H. Measuring Impression Management in Organizations: A Scale Development Based on the Jones and Pittman Taxonomy. **Organizational Research Methods**, v. 2, n. 2, p. 187-206, 1 abr 1999.

BORGES, M.F.R. **Impression Management e Desempenho Organizacional**: o caso Português. 2011. 49 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Contabilidade, Universidade de Aveiro, Aveiro, 2011.

BRAGINSKY, B. M.; BRAGINSKY, D. D. Schizophrenic patients in the psychiatric interview: an experimental study of their effectiveness at manipulation. **Journal of Consulting Psychology**, v. 31, n. 6, p. 543-547, dez 1967.

BRENNAN, N.; GUILLAMON-SAORIN, E.; PIERCE, A. Impression management: developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – a methodological note. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 22, n. 5, p. 789-832, 2009.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. **Financial accounting information and corporate governance**. [S.l: s.n.], 2001. v. 32p. 237-333

BYARD, D.; LI, Y.; WEINTROP, J. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n. 5, p. 609-625, set 2006.

CALDWELL, D. F.; O'REILLY, C. A. Responses to Failure: The Effects of Choice and Responsibility on Impression Management. **Academy of Management Journal**, v. 25, n. 1, p. 121-136, 1 mar 1982.

CARVALHO, A.G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p.19-32, 2002.

CLATWORTHY, M.; JONES, M.J. Financial reporting of good news and bad news: Evidence from accounting narratives. **Accounting and Business Research**, v. 33, n. 3, p.171-185, 2003

\_\_\_\_\_ Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 19, n. 4, p. 493-511, 2006.

CHO, C.H.; MICHELON, G.; PATTEN, D.M. Impression Management in Sustainability Reports: An Empirical Investigation of the Use of Graphs. **Accounting and the Public Interest**, Vol. 12, No. 1, pp. 16-37, 2012

\_\_\_\_\_ Enhancement and Obfuscation through the use of graphs in sustainability reports: An international comparison. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 3, n. 1, 2012.

CONAWAY, R. N.; WARDROPE, W. J. Do Their Words Really Matter? Thematic Analysis of U.S. and Latin American CEO Letters. **Journal of Business Communication**, v. 47, n. 2, p. 141-168, 19 mar 2010.

COSTA, A. P. P. DA; WOOD JR., T. Fraudes corporativas. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 4, p. 464-472, ago 2012.

COURTIS, J. K. Readability of annual reports: Western versus Asian evidence. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 8, n. 2, p. 4-17, 1995.

CUNHA, R. K. C. da; SILVA, C. A. T. Análise da Facilidade de Leitura das Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras: Uma Investigação do Gerenciamento de Impressões Nas

Narrativas Contábeis. 9º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. **Anais...** São Paulo: USP, 2009

DAVILA, A.; PENALVA, F. Governance structure and the weighting of performance measures in CEO compensation. **Review of Accounting Studies**, v. 11, p. 463-493, 2006.

DAVISON, J. Rhetoric, repetition, reporting and the “dot.com” era: words, pictures, intangibles. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 21, n. 6, p. 791-826, 2008.

\_\_\_\_\_. Paratextual framing of the annual report: Liminal literary conventions and visual devices. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 22, n. 2, p. 118-134, fev 2011.

DIAS, W.M.S. **A LINGUAGEM DOS RELATÓRIOS ANUAIS COMO INDICADOR DA SITUAÇÃO FINANCEIRA**. 2009. 190 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Gestão, Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial, Universidade de Aveiro, Aveiro, 2009.

FERREIRA, A.S.M. **GERENCIAMENTO DE IMPRESSÕES EM ENTREVISTAS DE EMPREGO**. 2011. 133 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Pós-graduação em Psicologia, Universidade Federal da Bahia, Salvador (BA), 2011.

FLEMING, J. E. The future of U.S. government-corporate relations. **Long Range Planning**, v. 12, n. 4, p. 20-26, ago 1979.

FROWNELTER-LOHRKE, C.; FULKERSON, C. L. The Incidence and Quality of Graphics in Annual Reports: An International Comparison. **Journal of Business Communication**, v. 38, n. 3, p. 337-357, 1 jul 2001.

GODFREY, J.; MATHER, P.; RAMSAY, A. Earnings and Impression Management in Financial Reports: The Case of CEO Changes. **Abacus**, v. 39, n. 1, p. 95-123, fev 2003.



GOFFMAN, E. **The Presentation of Self in Everyday Life.** : Doubleday Anchor Books, 1959.

\_\_\_\_\_. **A Representação do Eu na Vida Cotidiana.** Petrópolis: Vozes, 1975. 233 p. Tradução de Maria Célia Raposo.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices\* p. **Quarterly Journal of Economics**, n. February, 2003.

GRAFFIN, S. D.; CARPENTER, M. A.; BOIVIE, S.; COLLEGE, T. What's all that (strategic) noise? Anticipatory impression management in CEO succession. **Strategic Management Journal**, v. 770, n. June 2009, p. 748-770, 2011.

GUIMARÃES, T. N. **CONFLITO DE INFORMAÇÕES EM RELATÓRIOS ANUAIS:** Um Comparativo entre Seções Narrativas e o Desempenho Financeiro de Empresas Listadas na Bovespa. 2011. 51 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2011.

HART, O. Corporate Governance: Some Theory and Implications. **The Economic Journal**, v. 105, n. 430, p. 678-689, 1995.

HILDEBRANDT, H. H., & SNYDER, R. The Pollyanna hypothesis in business writing: initial results, suggestions for research. **The Journal of Business Communication**, 18, 1981.

HO, S. S. M.; WONG, K. S. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**, v. 10, p. 139-156, 2001.

HOOKS, J.; STEENKAMP, N.; STEWART, R. Interpreting pictorial messages of intellectual capital in company media.

**Qualitative Research in Accounting & Management**, v. 7, n. 3, p. 353-378, 2010.

HUANG, S; HUANG, S; WU, T; HSIEH, T. The data quality evaluation of graph information. **Journal of Computer Information Systems**, v. 51, n. 4, p. 81-91, 2011.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

INGRAM, R. W.; FRAZIER, K. B. Narrative disclosures in annual reports. **Journal of Business Research**, v. 11, n. 1, p. 49-60, mar 1983.

JENSEN, M. A THEORY OF THE FIRM: GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS, AND ORGANIZATIONAL FORMS. 1. ED. HARVARD UNIVERSITY PRESS, 2001. 320P.

JOHNSON, W.B.; SCHWARTZ, W.C. Are Investors Misled by “Pro Forma” Earnings? **Contemporary Accounting Research**, v.22, p.915–963, 2005.

JONES, M. (Ed.). **Creative Accounting, Fraud and International Accounting Scandals**. John Wiley & Sons Ltd, 2011a.

\_\_\_\_\_. The nature, use and impression management of graphs in social and environmental accounting. **Accounting Forum**, v. 3, n. 2, p. 75-89, jun 2011b.

KAUR, J.; THIRUMANICKAM, N.; BAKAR, N. A. Impression Management in Financial Reports during An Economic Recovery Period. Proceedings of the 13 the Asia Pacific Management Conference, Melbourne, Australia. **Anais...**, 2007

KEUSCH, T.; BOLLEN, L. H. H.; HASSINK, H. F. D. Self-serving Bias in Annual Report Narratives : An Empirical Analysis of the Impact of Economic Crises. **European Accounting Review**, v. 21, n. 3, p. 623-648, 2012.

KRIPALANI, M.. India's Madoff? Satyam Scandal Rocks Outsourcing Industry. **Business Week Online**, 7 jan. 2009.

Disponível em:

[http://www.businessweek.com/globalbiz/content/jan2009/gb2009017\\_807784.htm](http://www.businessweek.com/globalbiz/content/jan2009/gb2009017_807784.htm). Acesso em 31/10/2012

KURY, K. W. Institutional ownership and prior positive performance's contribution to earnings management: An agency and impression management perspective. **Strategic Management Review**, v. 4, n. 1, p. 44-61, 2010.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LEAL, R.P.C.; OLIVEIRA, C.L.T. An evaluation of board practices in Brazil. **Corporate Governance International Journal of Business in Society**, v. 2 n. 3, p.21-25, 2002

LEARY, M. R.; KOWALSKI, R. M. Impression Management : A Literature Review and Two-Component Model. **Psychological Bulletin**, v. 107, n. 1, p. 34-47, 1990.

LIMA, K.A.D. **Gerenciamento de Impressões e Qualidade dos Serviços em Hotéis na Paraíba**. 2008. 96 f. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2008.

LODI, J.B. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. 5. ed Rio de Janeiro: Campus, 2004.

LOUGEE, B. A.; MARQUARDT, C. A. Earnings informativeness and strategic disclosure an empirical examination of pro forma net income. **The Accounting Review**, v. 79, n. 3, p. 769-795, 2004.

LUZ, A. T. M. DA; PAGLIARUSSI, M. S.; TEIXEIRA, A. M. C.; BAPTISTA, E. C. Uma Investigação sobre a Relação entre Atribuições em Causa Própria e Governança Corporativa. **BBR Brazilian Business Review**, v. 6, n. 2, p. 191-208, 2009.

MARTINEZ, A. L. The role of analysts as gatekeepers: enhancing transparency and curbing earnings management in Brazil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 15, n. 4, p. 712-730, ago 2011.

MATHER, P.; RAMSAY, A. Do Board Characteristics Influence Impression Management through Graph Selectivity Around CEO Changes? **Australian Accounting Review**, v.17, p.84-95, 2007

MENDONÇA, J. R. C. de; AMANTINO-DE-ANDRADE, J. Gerenciamento de impressões: em busca de legitimidade organizacional. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 1, Mar. 2003.

MERKL-DAVIES, D. M.; BRENNAN, N. M.; MCLEAY, S. J. Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: A social psychology perspective. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 24, n. 3, p. 315-344, 2010.

MERKL-DAVIES, D. M.; BRENNAN, N. M. A conceptual framework of impression management : new insights from psychology , sociology and critical perspectives A conceptual framework of impression management : new insights from psychology , sociology and critical perspectives. **Accounting and Business Research**, v. 41, n. 5, p. 37-41, 2011.

MERKL-DAVIES, D. M.; KOLLER, V. “Metaphoring” people out of this world: A Critical Discourse Analysis of a chairman’s statement of a UK defence firm. **Accounting Forum**, v. 36, n. 3, p. 178-193, mar 2012.

MIRANDA, L. C.; VIEIRA, A. DA S.; LAGOIA, U. C. T.; VASCONCELOS, M. T. DE C. UTILIZAÇÃO DE GRÁFICOS EM DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS. **REPEC - Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 2, n. 2008, p. 16-35, 2008.

NAGY, B. G.; POLLACK, J. M.; RUTHERFORD, M. W.; LOHRKE, F. T. The Influence of Entrepreneurs’ Credentials and Impression Management Behaviors on Perceptions of New Venture Legitimacy. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 36, n. 5, p. 941-965, 4 set 2012.

OSMA, B. G.; NOGUER, B. G.-A. The Effect of the Board Composition and its Monitoring Committees on Earnings Management: evidence from Spain. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 6, p. 1413-1428, 12 dez 2007.

OSMA, B.G.; GUILLAMÓN-SAORÍN, E. Corporate governance and impression management in annual results press releases. **Accounting, Organizations and Society**, v. 36, p. 187-208, 2011

PENROSE, J. M. Annual Report Graphic Use: A Review of the Literature. **Journal of Business Communication**, v. 45, n. 2, p. 158-180, 1 abr 2008.

PRICE, R. H. Psychological deficit versus impression management in schizophrenic word association performance. **Journal of abnormal psychology**, v. 79, n. 2, p. 132-7, abr 1972.

RAJU, B.R. [Carta] 07 jan. 2009 [para] Conselho de Administração. 5f. Admissão de fraude e pedido de desculpas à diretoria Disponível em:

<http://trak.in/tags/business/2009/01/06/satyam-head-raju-admits-fraud-letter-board-directors/> Acesso em 05/11/2012

RIBEIRO, J. F.; PAGLIARUSSI, M. S.; SILVA, A. R. L. DA; SILVA JUNIOR, A. DA. Escolhas linguísticas, custos políticos e gerenciamento da imagem corporativa: o caso da Aracruz Celulose S.A. **Cadernos EBAPE.BR**, v. 9, n. 4, p. 1136-1157, 2011.

RUTHERFORD, B. A. Obfuscation , Textual Complexity and the Role of Regulated Narrative Accounting Disclosure in Corporate Governance. **Journal of Management and Governance**, v. 7, p. 187-210, 2003.

SAMKIN, G.; ALLEN, C.; WALLACE, K. Repairing Organisational Legitimacy : the Case of the New Zealand Police Repairing Organisational Legitimacy : the Case of the New Zealand Police. **Australasian Accounting Business and Finance Journal**, v. 4, n. 3, p. 23-45, 2010.

SCHLEICHER, T.; WALKER, M. Bias in the tone of forward-looking narratives. **Accounting and Business Research**, v. 40, n. 4, p. 371-390, 2010.

SHEAN, G. Perceptual conformity and responsiveness to social reinforcement in chronic schizophrenics. **Journal of abnormal psychology**, v. 82, n. 1, p. 174-7, ago 1973.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey Of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997

SILVA, C. A. T.; RODRIGUES, MA. G. A Relevância do relatório da administração para o usuário da informação: Um estudo experimental. **Revista de Informação Contábil**, v. 4, n. 1, p. 41-56, 2010.

SMITH, M.; TAFFLER, R. Accounting , Auditing & Accountability Journal Emerald Article : Readability and Understandability : Different Measures of the Textual Complexity of Accounting Narrative. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 5, n. 4, p. 84-98, 2005.

STEINBERG, H. A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e as piores práticas. 2. ed São Paulo: Gente, 2003.

TESSAROLO, I. F.; PAGLIARUSSI, M. S.; LUZ, A. T. M. The justification of organizational performance in annual report narratives. **Brazilian Administration Review**. V. 7 (2), p.198-212, 2010.

WESTPHAL, J.D.; PARK, S. H. Unintended agency: Impression management support as a trigger of institutional change in corporate governance. **Research in Organizational Behavior**, v. 32, p. 23-46, jan 2012.

WESTPHAL, J.D.; PARK, S.H.; MCDONALD, M.L.; HAYWARD, M.L.A. Helping Other CEOs Avoid Bad Press: Social Exchange and Impression Management Support among CEOs in Communications with Journalists. **Administrative Science Quarterly**, v. 57, n. 2, p.217-268, 2012.

WILKINS, A. M.; ACUFF, W. W.; HERMANSON, D. R. Understanding a Ponzi Scheme : Victims ' Perspectives. **Journal of Forensic & Investigative Accounting**, v. 4, n. 1, p. 1-19, 2012.

WOOD, R. E.; MITCHELL, T. R. Manager behavior in a social context: the impact of impression management on attributions and disciplinary actions. **Organizational behavior and human performance**, v. 28, n. 3, p. 356-78, dez 1981.

## **APÊNDICE A - RELATÓRIO FLEURY S.A. 2011**

O relatório apresentado nesta seção pertence a uma das empresas incluídas na análise, a FLEURY S.A.

Depois de identificada a seção que será objeto da análise, o próximo passo é dividir o corpo da narrativa em regiões que representem diferentes graus de ênfase. Seguindo recomendações da literatura acadêmica, a narrativa foi dividida em três partes, sinalizando uma primeira região que seria a mais enfatizada, identificada aqui dentro do primeiro quadro e sem realce de sua tonalidade mais escuro.

A segunda região, que será denominada a “região seguinte mais enfatizada” encontra-se no segundo quadro com uma tonalidade menos evidente do que a apresentada no primeiro quadro.

A terceira região, denominada de região menos enfatizada encontra-se delimitada pelo terceiro quadro.

O passo seguinte é identificar as palavras-chave no corpo do texto. As palavras-chave, para os fins deste trabalho, são aquelas que estão relacionadas a um resultado para a empresa. Dessa maneira, as palavras são identificadas, separando-as em palavras-chave positivas ou negativas e a quantidade total de cada uma delas é identificada.

Após essa etapa, são identificadas as repetições dessas palavras-chave e os casos em que essas palavras encontram-se unidas a um elemento que reforce a mensagem transmitida. Como exemplo, no início do segundo parágrafo da região menos enfatizada, em que a palavra-chave “avanços”, que foi escolhida por fazer referência a uma possibilidade de diferenciação da empresa em seu setor de atuação, tem o seu sentido ampliado pelo elemento de reforço “significativos”.

Os totais das palavras-chave positivas e negativas, mais suas repetições e seus elementos de reforço são computados e aproveitados no cálculo do gerenciamento de impressão no que se refere a existência de viés na narrativa, que será melhor detalhado no Apêndice B.



EMPRESA FLEURY S.A. - RELATÓRIO DE  
ADMINISTRAÇÃO REFERENTE AO ANO DE 2011  
MENSAGEM DA ADMINISTRAÇÃO

Dinamismo e importantes conquistas marcaram os resultados do Grupo Fleury em 2011. Em seu segundo ano como companhia de capital aberto apresentou crescimento  $^{kw+1}$  expressivo  $^{rkw+1}$  de Receita Bruta, superando R\$ 1,2 bilhão, 31,2% superior  $^{kw+2}$  a 2010. Desse total, o crescimento orgânico representou R\$ 127 milhões (13,6%) e as recentes aquisições adicionaram outros R\$ 168 milhões a esse montante.

Todas as linhas de negócio apresentaram desempenho favorável:

“Unidades de Atendimento” cresceram  $^{kw+3}$  32,4%, estimuladas pela expansão  $^{kw+4}$  de 26% em área disponível para serviços, além do lançamento da nova marca nacional “a+ Medicina Diagnóstica”;  
 “Operações Diagnósticas em Hospitais” cresceram  $^{kw+5}$  39,4%, com adição de importantes contratos, dentre os quais as três unidades que compõem a Rede São Luiz em São Paulo além das unidades da Rede D’Or no Rio de Janeiro  
 “Medicina Preventiva” cresceu  $^{kw+6}$  25,3% no período.

Em Julho de 2011 o Grupo anunciou sua mais vultuosa aquisição em 86 anos de história  
 – Labs Cardiolab (“Labs D’Or”) - tornando-se responsável pela prestação de serviços diagnósticos em mais 21 hospitais em 3 estados brasileiros e adicionando 57 unidades de atendimento com abrangente oferta de serviços de imagem no Rio de Janeiro, fortalecendo ainda mais sua presença no estado onde passou a contar com 85 endereços à disposição de seus clientes.

Significativos<sup>rkw+2</sup> avanços<sup>kw+7</sup> foram também implementados na estrutura organizacional: com o objetivo de fortalecer ainda mais os fatores críticos de diferenciação que tornaram a empresa referência em seus segmentos de atuação, foram estabelecidas duas novas áreas corporativas com reporte direto à Presidência, denominadas “Intimidade com o Cliente” e “Cultura Organizacional”.

O posicionamento estratégico de diferenciação foi mais uma vez ressaltado com inovações em serviços e produtos, como por exemplo o lançamento de novos “Centros Médicos Integrados”, bem como por investimentos expressivos em Pesquisa e Desenvolvimento, que resultaram no lançamento de 138 novos testes e aperfeiçoamento de metodologias. Nesse aspecto, cabe também ressaltar os investimentos em qualificação e formação do conjunto de profissionais que atuam no Grupo: ao longo de 2011 foram empregadas em média mais de 50 horas de treinamento por pessoa e, além disso, foi inaugurado um novo prédio da Universidade Corporativa com 1600m<sup>2</sup> e capacidade para atender 300 alunos simultaneamente.

Adicionalmente, para viabilizar a continuidade de seu plano de expansão para os próximos anos, a companhia aprovou sua primeira emissão de Debêntures, captando R\$ 450 milhões em 2 séries com prazos de 5 e 7 anos.

<b>Legenda</b>	
	Região mais enfatizada
	Região seguinte mais enfatizada
	Região menos enfatizada
Kw	Palavra-chave
Rkw	Reforço de palavra-chave



## APÊNDICE B - CÁLCULO DO SCORE DE GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO

Dando continuidade ao exemplo apresentado no Apêndice A, nesta seção será efetuado o cálculo da medida de gerenciamento de impressão.

Inicialmente são computadas as palavras positivas que serão deduzidas das palavras negativas identificadas. O resultado é chamado de Tom do *Disclosure*, que basicamente identifica se a narrativa possui um viés positivo ou negativo de acordo com a quantidade de palavras-chave positivas ou negativas.

Em seguida será analisada a ênfase dada às palavras-chave, inicialmente no que se refere à localização das mesmas no corpo da narrativa. Às palavras identificadas como pertencentes à região mais enfatizada foi atribuído peso 1 e a diferença entre o total de palavras positivas e negativas compõe o total da pontuação dessa sub etapa.

Quanto às palavras identificadas na região seguinte mais enfatizada, foi atribuído peso 0,5 cada um dos termos identificados. Por último, às palavras-chave identificadas na região menos enfatizada foi atribuído peso 0.

Quanto à segunda etapa da ênfase, são identificados os casos em que houveram repetições em relação a essas palavras-chave identificadas anteriormente. A cada uma dessas repetições será atribuído peso 0,5.

Por último, são analisados os casos em que foram utilizados elementos de reforço às informações transmitidas pelas palavras-chave identificadas. A cada um desses termos de reforço é atribuído peso 0,5.

Computadas todas essas pontuações, o total do *score* de gerenciamento de impressão é a diferença entre os *scores* positivos e os *scores* negativos e dividindo-se o resultado pelo *score* total das palavras-chave, que desconsidera a diferença entre palavras positivas e negativas. No caso da empresa demonstrada no apêndice o *score* foi +1.

<b>FLEURY S.A.</b>			
<b>Medida</b>	<b>Palavras positivas</b>	<b>Palavras negativas</b>	<b>Total Palavras</b>
<i>Disclosure</i>			
Total de palavras-chave evidenciadas	7	0	7
<i>Score</i>			
(1) Tom do <i>disclosure</i>	7	0	7
(2) (a) Ênfase - Localização			
__Mais	2	0	2
__Seguinte	4	0	2
__Menos	1	0	0
(2) (b) Ênfase - repetição de palavras chave	3	0	1,5
(2) (c) Ênfase - reforço de palavras-chave	2	0	1
<b>Score Total</b>	<b>13,5</b>	<b>0</b>	<b>13,5</b>

O índice deve ser interpretado da seguinte maneira: Um resultado próximo de “+1” indicaria que a empresa apresenta informações viesadas positivamente enquanto que resultados próximos de “0” indicariam um equilíbrio entre as evidenciações de aspectos positivos e negativos e resultados próximos de “-1” indicariam um viés negativo, ou seja, mais informações desfavoráveis evidenciadas

A interpretação desse índice, para os fins deste trabalho é a seguinte: Uma vez que não foram identificadas palavras-chave negativas a respeito do desempenho da empresa, segundo a metodologia utilizada, a empresa apresenta informações completamente viesadas positivamente.