



UNIVERSIDADE
FEDERAL DO CEARÁ

CONTEXTUS

REVISTA CONTEMPORÂNEA DE ECONOMIA E GESTÃO

Contextus – Contemporary Journal of Economics and Management

ISSN 1678-2089
ISSNe 2178-9258

www.periodicos.ufc.br/contextus

Gerenciamento de tons das divulgações voluntárias nos *press releases* das companhias abertas brasileiras

Tone management of volunteer disclosures in Brazilian public companies press releases

Gestión de tono de divulgaciones voluntarias en comunicados de prensa de las sociedades cotizadas en Brasil

<https://doi.org/10.19094/contextus.2020.43366>

Paulo Vitor Souza de Souza

<https://orcid.org/0000-0001-5746-1746>

Professor da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Pará (UFPA)

Doutorando no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília (UnB)

paulovsouza@ufpa.br

Polyana Batista da Silva

<https://orcid.org/0000-0002-1537-123X>

Doutoranda no Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Universidade de São Paulo – Ribeirão Preto (USP-RP)

Mestra em Contabilidade pelo Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Estadual do Rio de Janeiro (UERJ)

polybsilva@gmail.com

RESUMO

Este artigo objetiva verificar se companhias abertas brasileiras manipulam informações qualitativas mediante gerenciamento de tons. Foram selecionadas 43 empresas pertencentes ao Ibovespa da Brasil, Bolsa e Balcão (B3), com dados trimestrais entre 2017 e 2018. Os dados referentes a tonalidade positiva foram formatados mediante classificação de palavras de Loughran e McDonald (2011), retiradas dos *press releases* divulgados voluntariamente pelas companhias e analisados pelo *software* Atlas.ti8. O índice foi regredido contra os *accruals* discricionários obtidos em dois modelos de gerenciamento de resultados. Os resultados apontam para relação negativa e significativa entre o gerenciamento contábil e a tonalidade positiva dos relatórios, ou seja, companhias com maior tom positivo gerenciam menos resultados. Esses achados apresentam informações relevantes por evidenciar a qualidade dos textos contidos nos relatórios das companhias.

Palavras-chave: gerenciamento de tons; gerenciamento de resultados; divulgação voluntária; análise textual; *press releases*.

ABSTRACT

This article aims to verify whether Brazilian public companies manipulate qualitative information through tone management. 43 companies belonging to the Ibovespa da Brasil, Bolsa e Balcão (B3) were selected, with quarterly data between 2017 and 2018. The data referring to a positive tone were formatted by word classification by Loughran and McDonald (2011), taken from the *press releases* voluntarily by the companies and analyzed by Atlas.ti8. The index was regressed against the discretionary accruals obtained in two earnings management models. The results point to a negative and significant relationship between accounting management and the positive tone of the reports, that is, companies with a higher positive tone manage less results. These findings present relevant information as it highlights the quality of the texts contained in the companies' reports.

Keywords: tone management; earnings management; voluntary disclosure; textual analysis; *press releases*.

RESUMEN

Este artículo tiene como objetivo verificar si las empresas públicas brasileñas manipulan información cualitativa a través de la gestión del tono. Se seleccionaron 43 empresas pertenecientes a Ibovespa da Brasil, Bolsa e Balcão (B3), con datos trimestrales entre 2017 y 2018. Los datos relacionados con el tono positivo fueron formateados por clasificación de palabras por Loughran y McDonald (2011), tomados de los comunicados de prensa publicados voluntariamente por las compañías y analizados por Software Atlas.ti8. El índice retrocedió contra las acumulaciones discrecionales obtenidas en dos modelos de gestión de ganancias. Los resultados apuntan a una relación negativa y significativa entre la gestión contable y el tono positivo de los informes, es decir, las empresas con un tono positivo más alto manejan menos resultados. Estos hallazgos presentan información relevante ya que destaca la calidad de los textos contenidos en los informes de las empresas.

Palabras clave: gestión de tonos; gestión de resultados; divulgación voluntaria; análisis textual; notas de prensa.

Informações sobre o Artigo

Submetido em 06/02/2020

Versão final em 29/03/2020

Aceito em 30/03/2020

Publicado online em 27/04/2020

Comitê Científico Interinstitucional

Editor-Chefe: Diego de Queiroz Machado

Avaliado pelo sistema double blind review (SEER/OJS – versão 3)



Como citar este artigo:

Souza, P. V. S., & Silva, P. B. (2020). Gerenciamento de tons das divulgações voluntárias nos *press releases* das companhias abertas brasileiras. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 18(4), 39-51.

<https://doi.org/10.19094/contextus.2020.43366>

1 INTRODUÇÃO

Existe uma literatura substancial em contabilidade financeira que examina o conteúdo informacional e a relevância do valor de fatores quantitativos convencionais, os quais são divulgados em relatórios financeiros das entidades que reportam, por meio do uso de ferramentas econômicas e estatísticas que vieram se sofisticando cada vez mais ao longo do tempo (Feldman, Govindaraj & Livnat, 2010). Assim, o exame desses conteúdos e valores reportados pelos relatórios contábeis tem como propósito auxiliar os principais usuários da informação à sua tomada de decisão sobre eventos econômicos de uma entidade.

A informação quantitativa constante nos relatórios financeiros por si só, apenas proporciona aos investidores uma imagem incompleta da situação econômica da empresa, pois a qualidade dos relatórios também revela oportunidades de análise para os usuários da informação contábil (Huang, Teoh & Zhang, 2014). Portanto, para que os usuários tenham uma visão completa da situação econômica e financeira de uma entidade, além dos relatórios contábeis quantitativos, torna-se importante a análise de informações não financeiras evidenciadas nesses relatórios, com vistas a melhorar a qualidade das informações quantitativas evidenciadas.

Hales, Huang e Venkataraman (2011) comentam que embora a pesquisa tradicional em contabilidade tenha concentração em informações financeiras numéricas, percebem-se esforços por parte dos pesquisadores em explorar de uma forma mais ampla as informações não-numéricas que acompanham as demonstrações financeiras.

Vários meios de comunicação fornecem ao usuário informações para a sua tomada de decisão. Telefone, rádio, televisão e computadores são meios que fornecem mensagens que podem persuadir na decisão desse usuário. O tom dessas mensagens pode fornecer informações adicionais ou informações oportunistas, mediante a tentativa de persuadir positiva ou negativamente o indivíduo (Kruglanski & Thompson, 1999).

Portanto, ao divulgar informações qualitativas nos relatórios financeiros das companhias, os gestores podem ter oportunidades para influenciar a informação, de uma forma sutil, por meio do gerenciamento das percepções dos participantes do mercado sobre o desempenho futuro da empresa, assim, torna-se relevante o estudo da qualidade das informações disponibilizadas pelas empresas, não só dos números reportados, mas também das palavras constantes nesses relatórios (Davis, Piger & Sedor, 2012).

Para Loughran e McDonald (2011) um corpo crescente de pesquisa financeira e contábil usa a análise textual para examinar o tom e o sentimento nos relatórios financeiros disponibilizados pelas companhias, tais como: artigos de jornal, *press releases*, informações aos investidores, entre outros relatórios onde as companhias são livres para incluir informações convenientes.

Portanto, levando em consideração que o

crescimento de estudos que analisam o tom dos relatórios textuais divulgados pelas entidades, a comunicação linguística consiste em uma forte e potencial fonte de informação sobre os valores fundamentais das empresas, pois ao quantificar a linguagem, os pesquisadores podem examinar e julgar o impacto de uma variedade ilimitada de elementos que constam nesses relatórios, por meio das impressões e significados das palavras (Tetlock, Saar-Tsechansky & Macskassy, 2008).

Petty e Caccioppo (1986) comentam que as avaliações dos usuários da informação tomam como base os sinais afetivos positivos e negativos associados ao objeto de análise, portanto, as atitudes dos usuários sobre uma determinada decisão estão associadas ao tom positivo ou negativo reportado no objeto que está sendo analisado. Para Huang et al. (2014) torna-se relevante investigar o tom do texto qualitativo nos relatórios divulgados na mídia, que pode ser muito otimista ou pessimista em relação às divulgações de desempenho quantitativas, podendo ser verificado se os gestores que elaboram esses relatórios são oportunistas ou não, acerca da tonalidade das informações divulgadas.

Ao longo do tempo, nota-se um aumento significativo do conteúdo informativo constante nos relatórios chamados de *press release*, disponibilizados pelas empresas no mundo inteiro. O *press release* consiste em relatórios informativos disponibilizados para a imprensa, que contém, dentre outras informações, os comunicados de resultados da companhia (Davis et al., 2012).

As informações divulgadas pelas empresas por meio dos comunicados à imprensa no *press release* são consideradas como forma de divulgação voluntária das companhias (Huang et al., 2014). A divulgação voluntária diz respeito à informação adicional, que depende do critério estabelecido pela empresa, da legislação pertinente e das pressões externas das empresas de consultoria, analistas financeiros, mercados de capitais e o fator cultural (Popova, Georgakopoulos, Sotiropoulos & Vasileiou, 2013).

Para Gray, Meek e Roberts (1995) a divulgação voluntária das informações contábeis é baseada no problema do agente com o principal no contexto de informações assimétricas, enquanto para Popova et al. (2013) a informação divulgada voluntariamente depende de interesses próprios da empresa.

Vale ressaltar que conforme apresentado por Watts e Zimmerman (1986), de acordo com a abordagem positiva da contabilidade, as informações contábeis podem ser apresentadas de acordo com duas perspectivas: perspectiva oportunista e perspectiva informacional. A perspectiva oportunista da informação contábil inclui situações onde “[...] os administradores procuram enganar os investidores [...]” por meio do gerenciamento das informações contábeis divulgadas; enquanto a perspectiva informacional “[...] refere-se àquelas em que a discricção gerencial é uma forma dos administradores revelarem aos investidores suas expectativas privadas sobre os fluxos futuros de caixa da firma” (Paulo, 2007, p. 45). Os gestores

da companhia fornecem informações com maior conteúdo informacional, minimizando a assimetria de informações existente entre principal e agente (teoria da agência) (Paulo, 2007).

Portanto, conforme o exposto, acerca da importância da informação qualitativa disponibilizada nos relatórios financeiros da companhia, bem como pela oportunidade da informação divulgada voluntariamente como ferramenta que pode apresentar informações oportunistas ou informacionais, esta pesquisa possui a seguinte questão norteadora: As empresas brasileiras de capital aberto gerenciam o tom das informações qualitativas nos seus comunicados de resultado à imprensa mediante os *press releases*? Nessa ótica, este estudo tem como objetivo verificar se as companhias brasileiras de capital aberto manipulam suas informações qualitativas através do gerenciamento de tons em seus comunicados à imprensa pelo *release* de resultados, por meio de relação com o gerenciamento de resultados contábeis.

A investigação do gerenciamento de tons nos textos apresentados em relatórios financeiros visa fornecer aos usuários informações sobre a qualidade dos textos reportados nos relatórios financeiros, por isso, torna-se relevante verificar a oportunidade da informação disponibilizada de forma voluntária nesses meios de informação. Este estudo objetiva fornecer achados sobre análise textual em relatórios voluntários, fornecendo evidências para a literatura sobre divulgação corporativa voluntária no Brasil, através de uma abordagem de informações qualitativas, ao invés de quantitativas. Assim, o usuário poderá observar se o texto dos relatórios é de alguma forma manipulado com vistas a distorcer a real situação econômica e financeira da entidade.

Assim, a realização deste estudo visa contribuir fundamentalmente com os usuários da informação contábil ao fornecer evidências sobre o nível de qualidade do texto publicado em relatórios voluntários pelas companhias brasileiras. Usuários externos à informação gerada internamente pela contabilidade podem observar, mediante os resultados desta pesquisa, se a tonalidade dada aos *releases* das companhias acompanha o nível de discricionariedade das companhias que utilizam práticas oportunistas observadas pelo gerenciamento de resultados contábeis. O estudo também visa contribuir com a academia ao comparar modelos de análise qualitativa com modelos de análise quantitativa em uma perspectiva empírica, o que pode gerar maiores discussões sobre o tema de qualidade da informação contábil.

O presente estudo possui mais quatro seções, além desta introdução. A próxima seção aborda o referencial teórico sobre assimetria informacional, divulgação voluntária, gerenciamento de tons, e teorias que dão suporte a este trabalho. A segunda seção apresenta os aspectos metodológicos, através do delineamento da pesquisa, seleção da amostra e coleta dos dados. A terceira seção apresenta os resultados referentes aos testes de

validação dos modelos e testes de regressão utilizados. Por fim, a quarta e última seção apresenta as considerações finais, limitações e sugestões para futuras pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Divulgação de Informações Voluntárias

A divulgação voluntária refere-se a toda e qualquer informação que não é requerida de forma explícita por normas que regulam a publicação de relatórios financeiros das entidades, não apresentando-se assim em caráter obrigatório, tendo assim como objetivo fornecer informações adicionais aos investidores (Oliveira, Lopes & Cunha, 2008). Conforme Beyer, Cohen, Lys e Walther (2010, p. 304) os “modelos de divulgação voluntária derivam da decisão de divulgação ideal para a administração quando esta possui informações privadas sobre a rentabilidade ou o desempenho de sua empresa”. As empresas têm incentivos para divulgar informações voluntárias relevantes aos investidores.

[...] certos incentivos são susceptíveis de estender-se a outras partes interessadas, bem como, tais como funcionários, clientes e agências reguladoras. Empresas equilibram os benefícios do aumento das divulgações contra tais custos, como recolha de informação e os custos de processamento, custos de litígio, os custos políticos, e os custos de desvantagem competitiva. Divulgações voluntárias também são afetadas por regulamentações existentes. Relatórios financeiros são influenciados por um conjunto complexo de forças de oferta e demanda (Gray et al., 1995, p. 48).

Como a comunicação de resultados na imprensa é voluntária, não está sujeita às regras explícitas sobre a divulgação, por isso, a gestão tem ampla liberdade na apresentação qualitativa da informação quantitativa (Huang et al., 2014, p. 1084). Além disso, Huang et al. (2014, p. 1084) comentam que “há maior poder de decisão sobre o conteúdo e o formato oferecido por divulgações voluntárias do que pelas divulgações obrigatórias”.

Concluindo, no estudo de Davis et al. (2012), seus resultados sugerem que, os gerentes usam a linguagem como um mecanismo de divulgação voluntária para fornecer informações confiáveis sobre o desempenho futuro esperado da empresa.

2.2 A Linguagem das Informações Qualitativas das Empresas

Uma linha de pesquisa relacionada ao uso da análise linguística vem tornando-se presente nos últimos anos por conta do uso computacional para explorar como o tom das palavras impressas e faladas nos relatórios financeiros transmite informação adicional aos números reportados nas demonstrações financeiras (Hales et al., 2011).

Loughran e McDonald (2011) comentam que a partir do desenvolvimento da tecnologia, onde os computadores tornaram-se mais acessíveis, a análise textual atraiu mais

atenção. A chegada da *Internet* e o desenvolvimento de mecanismos de busca despertam novo interesse pelo tema, gerando técnicas mais sofisticadas.

Entende-se que os estudos de análise quantitativa contribuíram para a compreensão da estrutura e características do mercado financeiro; porém, há uma percepção de que incorporar informações transmitidas apenas por fatores quantitativos pode não ser suficiente para explicar a tomada de decisão dos usuários, pois estes são também influenciados pela linguagem utilizada nos textos constantes nesses relatórios (Feldman et al., 2010).

A análise textual é um subconjunto de uma literatura ampla sobre a informação qualitativa. A literatura sobre a informação qualitativa é confrontada pelo difícil processo de converter de forma precisa as informações qualitativas em medidas quantitativas confiáveis (Loughran & McDonald, 2011).

Loughran e McDonald (2011, p. 43) comentam ainda a existência de outros rótulos para a análise textual, tais como: “[...] análise de conteúdo, processamento de linguagem natural, recuperação de informações ou linguística computacional [...]”, que descrevem métodos baseados em texto. Muitas disciplinas diferentes usam análise textual, incluindo psicologia, antropologia, linguística, ciência política, jornalismo e ciência da computação.

Ao quantificar a linguagem, os pesquisadores podem examinar e julgar o impacto de uma variedade ilimitada de eventos, além da análise dos números reportados nos relatórios. Assim, a análise da linguagem utilizada nos relatórios permite que os pesquisadores identifiquem padrões comuns em respostas firmes e reações do mercado a eventos (Tetlock et al., 2008).

Davis et al. (2012, p. 847) comentam que o conteúdo das informações contidas em divulgações qualitativas é consistente com o conteúdo de outras divulgações além de relatórios financeiros e contábeis, as quais são disponíveis em outros locais de divulgação, tais como: previsões de ganhos gerenciais, discussão e análise da administração e relatórios de analistas de mercado. Portanto, espera-se que as informações qualitativas estejam de acordo com as quantitativas, sem distorções.

A linguagem consiste no meio pelo qual as empresas comunicam grande parte das informações sobre seu passado e projeta o seu desempenho futuro (Hales et al., 2011). Para Davis et al. (2012, p. 847) “[...] as divulgações feitas pelos gerentes em comunicados à imprensa sobre lucros não se limitam a informações quantitativas”, assim entende-se que a linguagem do texto constante nos relatórios financeiros, ou seja, a forma como os relatórios são escritos, consiste em fator importante na tomada de decisão dos usuários da informação.

Corroborando a assertiva anterior, Feldman et al. (2010) afirmam que não é de se esperar que os participantes de determinado mercado se comuniquem apenas por meio de informações quantitativas, pois as

empresas e até mesmo o governo federal fornecem informações qualitativas aos investidores por meio de declarações explicativas, divulgações, esclarecimentos, etc., em diferentes meios de divulgação.

Uma fonte importante de divulgação das empresas consiste nos comunicados à imprensa, mais conhecidos como “*press releases*”. A linguagem utilizada na divulgação de resultados mediante os comunicados à imprensa fornece uma estrutura unificadora, onde os resultados são anunciados dentre outras divulgações quantitativas e qualitativas (Davis et al., 2012).

Davis et al. (2012) comentam que as informações contidas nos comunicados à imprensa devem seguir as diretrizes de melhores práticas do Instituto Nacional de Relações com Investidores e do Instituto de Executivos Financeiros, as quais recomendam que os gerentes apresentem resultados equilibrados com a perspectiva do desempenho das empresas. Observa-se assim, que os comunicados à imprensa sobre resultados constituem uma base confiável de investigação, podendo assim identificar-se a linguagem utilizada nesse instrumento de divulgação é apropriada com as expectativas futuras da empresa.

2.3 Gerenciamento de Resultados como Medida de Qualidade dos Lucros

As pesquisas em *accruals* contábeis visam identificar como os itens reconhecidos mediante o regime de competência melhoram a capacidade do lucro em refletir o desempenho da empresa. O *accrual* surge da diferença temporal entre os efeitos econômicos das transações e eventos, e os fluxos de caixa correspondentes não realizados ou realizados anteriormente. Por exemplo, se a receita for reconhecida em determinado período e for recebida somente em períodos futuros, então essa diferença seria o componente do resultado contábil denominado *accruals* (Paulo, 2007).

A anomalia dos *accruals* foi originalmente documentada por Sloan (1996) e sugere que as empresas com altos *accruals* em um período tendem a ter retornos de ações anormalmente baixos em períodos subsequentes, enquanto as empresas com baixos *accruals* em um período tendem a ter retornos de ações anormalmente altos em períodos subsequentes.

Dechow e Dichev (2002) afirmam que o papel dos *accruals* consiste em ajustar o resultado da empresa em determinado período, pois a mensuração do resultado somente pelos fluxos de caixa não reconhece o efeito econômico total da transação ou evento. O intuito de ajustar aos fluxos de caixa ao longo do tempo consiste em melhor medir o desempenho da empresa.

Porém, a literatura sobre *accounting accruals* tem apontado que a abordagem positiva da contabilidade possui duas perspectivas: a perspectiva oportunista e informacional (Subramanyam, 1996). A perspectiva informacional refere-se às situações onde os administradores de uma entidade oferecem mais

informações ao mercado com vistas a fornecer informações adicionais que auxiliem os usuários em seus julgamentos e decisões sobre fluxos de caixa futuros (Watts & Zimmerman, 1990). Na perspectiva oportunista estão incluídas as situações onde “[...] os administradores escolhem políticas contábeis para maximizar suas próprias utilidades esperadas relativas à determinada relação de remuneração, contratos de dívidas e custos políticos” (Paulo, 2007, p. 28). Através do oportunismo da gestão perante os *accruals* contábeis, nascem as pesquisas sobre gerenciamento de resultados.

Paulo (2007) aponta que há a necessidade de se separar os *accruals* das empresas para que haja a análise do gerenciamento de resultados. O autor segrega os *accruals* em: *accruals* discricionários, que são artificiais e objetivam somente manipular o resultado contábil; e *accruals* não-discricionários, os quais são considerados inerentes às atividades usuais das empresas.

A análise do gerenciamento de resultados geralmente se concentra no uso que a administração faz dos *accruals* discricionários (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995). O gerenciamento de resultados pode ser considerado como uso das atividades operacionais e dos métodos contábeis discricionários para ajustar os números para um resultado desejado (Giroux, 2004).

Nos estudos empíricos sobre gerenciamento de resultados contábeis “[...] uma questão central é a estimativa do componente gerenciado (*accruals* discricionários) quando os *outsiders* observam apenas a soma dos números contábeis gerenciados e não gerenciados (*accruals* não discricionários)” (Kang & Sivaramakrishnan, 1995, p. 353). Assim, Dechow et al. (1995) afirmam que os modelos de *accruals* discricionários devem ser medidos mediante a separação dos *accruals* totais dos seus *accruals* não discricionários, evidenciando assim a parcela discricionária, que compreende a parte gerenciada de forma oportunista.

O principal foco de pesquisas sobre gerenciamento de resultados consiste em detectar se e quando o gerenciamento de resultados ocorre, sendo que os pesquisadores têm utilizado as medidas mais abrangentes de gerenciamento de resultados (baseadas em *accruals*) e amostras com empresas onde a motivação para o gerenciamento se mostram fortes (Healy & Wahlen, 1999).

Os modelos anteriormente propostos consideram que o *accrual* discricionário é uma *proxy* do gerenciamento de resultados contábeis. Eles apresentam abordagens alternativas para solucionar o problema de má especificação de modelos que buscam decompor os *accruals* em esperados (normais) e não esperados (anormais) (Paulo, 2007).

Em resumo entende-se que a discricionariedade dos *accruals* em uma empresa pode abrir brechas para o gerenciamento de resultados de forma oportunista. Como atualmente a contabilidade tem passado por um processo que visa a instituição de novos padrões contábeis, esses

podem ser escopo de análise de gerenciamento de resultados.

Para Healy e Wahlen (1999) os normatizadores definem a linguagem contábil que a administração usa com os usuários externos da empresa, sendo que os relatórios financeiros reportados devem transmitir informações dos gestores sobre o desempenho financeiro da empresa. As emitidas pela contabilidade “[...] devem permitir que os gestores exerçam julgamento em relatórios financeiros”, assim, entende-se que o uso do julgamento pela administração cria oportunidades para o gerenciamento de resultados, permitindo que os gestores escolham métodos contábeis que não reflitam com maior precisão os eventos referentes a sua empresa (Healy & Wahlen, 1999, p. 366).

Sendo assim, entende-se que a informação quantitativa reportada pelas entidades é passível de manipulação, pois existem interesses próprios que permeiam as decisões que podem ser tomadas pelos gestores de uma empresa. Assim, a próxima subseção visa abordar aspectos relacionados a informação qualitativa que é divulgada em relatórios de caráter não obrigatório pelas companhias.

2.4 Gerenciamento de Tons dos Relatórios Divulgados

As informações qualitativas emitidas pelas empresas constituem peça importante na decisão dos usuários. Espera-se que os participantes do mercado financeiro processem e analisem as informações qualitativas fornecidas enquanto tomam suas decisões (Feldman et al., 2010).

A bolsa de valores de Nova York (NYSE) exige que os comunicados de resultados ao mercado coloquem notícias na “perspectiva correta” e que os gerentes evitem realizar previsões excessivamente otimistas. Essa exigência reflete a flexibilidade inerente das divulgações qualitativas em geral, mas também destaca a importância do uso da linguagem na divulgação de resultados ao mercado e para os reguladores (Davis et al., 2012). Corroborando, ao exposto pela NYSE, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do Brasil, mediante Ofício Circular, atribui que os comunicados de resultados sejam divulgados de forma voluntária, e chamam a atenção para que as informações que são reportadas nesses *releases* não sejam tendenciosas, ou seja, com alguma tonalidade expressada em seu texto (CVM, 2017).

Os comunicados realizados mediante os *press releases* são constituídos por uma grande proporção de eventos e de notícias sobre a empresa que são, por vezes, mais consistentes, oportunas e significativas do que os relatórios financeiros enviados para os reguladores de forma obrigatória (Huang et al., 2014).

Davis et al. (2012, p. 845) comentam que “em geral, os gerentes relatam o desempenho financeiro em termos comparativos e, por isso, espera-se que a linguagem nos *press releases* dos gerentes comunique sentimentos positivos (ou seja, otimistas) e negativos (ou seja,

pessimistas)”. Para Huang et al. (2014) o tom do texto divulgado na mídia pode ser muito otimista ou pessimista em relação às divulgações de desempenho quantitativas. Assim, percebe-se que as divulgações podem ser distorcidas por sentimentos otimistas ou pessimistas que os gestores podem atribuir às palavras.

As palavras são menos objetivas do que números, sendo assim, são levantadas dúvidas referentes à subjetividade no uso da linguagem, o que pode influenciar indevidamente o comportamento dos tomadores de decisão no mercado (Hales et al., 2011). Davis et al. (2012) afirmam que a linguagem positiva e a negativa possuem uma influência substancial sobre como a informação é processada, percebida e compreendida.

Em uma divulgação qualitativa neutra para a imprensa, o tom das informações varia de acordo com o conteúdo quantitativo da divulgação, com o otimismo em um tom crescente, de acordo com o desempenho da companhia (Huang et al., 2014). Porém, para Davis et al. (2012), espera-se que os gestores comuniquem sentimentos não neutros em seus comunicados de resultados à imprensa.

Os usuários da informação precisam avaliar se as informações não-financeiras divulgadas possuem implicações favoráveis ou desfavoráveis para retornos contemporâneos e futuros (Feldman et al., 2010). Assim, os participantes do mercado consideram em algum nível que a linguagem dos gerentes é um sinal confiável, apesar do potencial dos gerentes se comportarem de maneira oportunista ao selecionar o tom da divulgação nos comunicados de resultados à imprensa (Davis et al., 2012).

Loughran e McDonalds (2011) comentam que em pesquisas anteriores sobre gerenciamento de tons, as palavras positivas e negativas eram contadas para se medir o tom do texto. Compreende-se como mudança de tom de determinado texto, o otimismo ou pessimismo das informações incorporadas nas revelações verbais qualitativas feitas pelos gerentes das companhias (Feldman et al., 2010).

As palavras positivas e negativas desenvolvidas para outras disciplinas classificam erroneamente palavras em um contexto financeiro (Loughran & McDonald, 2011). Hales et al. (2011, p. 225) comentam que “[...] em contextos financeiros, a linguagem vívida pode interagir com posição de investimento para exacerbar oscilações nos julgamentos dos investidores, embora não necessariamente na forma implícita pela sabedoria convencional”. Assim, entende-se que a linguagem vívida representa o tom positivo atribuído a determinado texto.

Conforme exposto por Davis et al. (2012), espera-se que as informações não-financeiras divulgadas pelas companhias sejam confiáveis para os participantes de mercado, fornecendo informações adicionais para a sua tomada de decisões. Porém, conforme aponta Hales et al. (2011), a linguagem dos textos é subjetiva e pode influenciar indevidamente o comportamento dos tomadores

de decisão no mercado. Portanto, dada essa ambiguidade acerca do tema, a hipótese que norteia esta pesquisa é apresentada conforme segue:

H1: O gerenciamento de resultados contábeis possui relação significativa com a tonalidade positiva dos *releases* de resultados publicados pelas companhias brasileiras de capital aberto listadas na B3.

No entanto, busca-se relacionar o gerenciamento de resultados contábeis, que representa uma *proxy* de perspectiva oportunista do gestor, com a tonalidade positiva dos relatórios financeiros voluntários da companhia, visando identificar se realmente o tom das palavras desses relatórios financeiros representam informações adicionais ou manipuladas aos participantes do mercado de capitais.

3 METODOLOGIA

3.1 Seleção da Amostra e Coleta de Dados

A pesquisa utiliza métodos qualitativos aliados a métodos quantitativos. A partir da análise textual com base em uma lista de palavras positivas, realizada através da utilização de um software que auxilia a análise de dados qualitativos - *Computer Aided Qualitative Data Analysis Software* (CAQDAS), foi possível levantar dados qualitativos sobre tonalidade do texto dos relatórios voluntários e quantificá-los, para posterior aplicação e uso de métodos quantitativos de regressão linear.

Os dados do estudo foram obtidos inicialmente por meio dos textos dos comunicados de resultados à imprensa que as empresas realizam periodicamente. Esses relatórios são chamados de *press release* e são disponibilizados pelas companhias em seus sites institucionais.

Conforme Ofício Circular nº 01/2017 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2017), as companhias podem optar por divulgar o “*release* de resultados”. Sendo assim, percebe-se que esse relatório disponibilizado ao mercado é voluntário as companhias. A CVM comenta ainda que a divulgação do *press release* deve ocorrer após a divulgação das demonstrações financeiras anuais ou intermediárias, que sirvam de base para a sua elaboração. Por fim, chamam atenção para a preocupação de evitar que as informações reportadas evitem induzir o investidor ao erro, sendo informações positivas e negativas divulgadas com o mesmo destaque (CVM, 2017).

A amostra da pesquisa compreende as companhias abertas brasileiras que divulgam os “*releases* de resultados” em seus relatórios financeiros. Optou-se por utilizar as empresas abertas que pertencem ao Índice Bovespa (Ibovespa), por este representar o indicador mais importante no mercado de capitais brasileiro e por possivelmente essas empresas terem maior interesse em fornecer informações voluntárias ao mercado financeiro.

Outro motivo para a escolha das empresas que pertencem ao Ibovespa consiste em que a análise textual dos relatórios é demorada e analisar todas as empresas da

bolsa de valores poderia não ser viável para a realização da pesquisa.

Ao todo foram analisados 301 *press releases* referentes a 43 empresas em sete trimestres distintos. Considera-se esse montante relevante para fornecer resultados satisfatórios.

Tabela 1

Critérios para a seleção da amostra

Empresas entre 1º Trim. 2017 ao 3º Trim. 2018 constantes na carteira Ibovespa em 31/12/2018	62
(-) Empresas pertencentes ao setor financeiro	(8)
(-) Empresas <i>holdings</i>	(2)
(-) Empresas sem <i>release</i> de resultados entre um dos trimestres analisados	(9)
(=) Número final empresas contidas na amostra	43

Fonte: Dados da pesquisa.

Após os critérios adotados, a amostra do estudo compreende 43 empresas com *releases* de resultados entre o 1º trimestre de 2017 ao 3º trimestre de 2018. Excluíram-se 8 empresas pertencentes ao setor financeiro por estas não serem comparáveis com as demais empresas não-financeiras. Foram excluídas 2 empresas *holdings*, ou seja, que participam do mesmo grupo econômico de outra empresa da amostra. Por fim, foram excluídas 9 empresas por não terem *releases* de resultados publicadas em um dos trimestres analisados, o que poderia impossibilitar assim o uso de regressão com dados em painel. Assim, a amostra do estudo totaliza 43 empresas, que representam um total de 301 observações entre o 1º trimestre de 2017 e 3º trimestre de 2018.

Os *press releases* foram obtidos da *homepage* <http://www.cvm.gov.br/>, na área: Consulta – Companhias – Dados Econômico-Financeiros – *Press-release*, para as companhias que divulgam essa informação. Após proceder a coleta dos formulários, tornou-se necessário obter as informações acerca do gerenciamento de tons deste relatório voluntário. Para isso, esta pesquisa utilizou a classificação de palavras com tons positivos e negativos conforme o estudo de Loughran e McDonald (2011), que desenvolveram uma lista de palavras que se aplicam especificamente para relatórios financeiros e de fins comerciais. A classificação de palavras de Loughran e McDonald (2011) foi proposta através de cinco listas de palavras, contendo os seguintes sentimentos: palavras positivas; palavras negativas; palavras de incerteza; palavras litigiosas; palavras modais fortes; e palavras modais fracas. As listas estão disponíveis na *homepage* (<https://sraf.nd.edu/textual-analysis/resources/#LM%20Sentiment%20Word%20Lists>).

Como o presente estudo pretende verificar se há gerenciamento de tons nos *press releases* divulgados pelas companhias, foi utilizada a lista de palavras positivas de Loughran e McDonald (2011), no intuito de verificar se os gestores utilizam de forma exagerada palavras que possuem sentimento positivo, tentando influenciar o investidor em sua tomada de decisão.

Sendo assim, os critérios sobre o quantitativo de empresas que foram excluídas para compor a amostra da pesquisa são evidenciados conforme informações constantes na Tabela 1, com base nas empresas constantes na carteira do Ibovespa em 31/12/2018:

A lista de palavras de língua inglesa foi traduzida para a língua portuguesa em duas fases: inicialmente foi feita a tradução livre por um dos autores desta pesquisa e posteriormente, a lista foi revisada por um profissional com formação na língua inglesa. Esse processo foi pensado no sentido de atribuir maior validade aos resultados obtidos.

Após a seleção das palavras positivas mediante a classificação de Loughran e McDonald (2011), utilizou-se o software de análise textual denominado ATLAS.ti8, com vistas a identificar a quantidade de palavras com tonalidade positiva e sua frequência nos *press releases* das companhias. O uso de *softwares* semelhantes, sobre análise de relatórios qualitativos foi feito nos estudos de Davis et al. (2012), pelo uso do *software* chamado *Diction*, e pelo estudo de Tetlock et al. (2008), com o uso do *software* *General Inquirer*, ambos utilizados para análise qualitativa de textos.

Após a inserção da lista de palavras positivas, os *press releases* foram igualmente inseridos como documentos a serem analisados. Foram analisados isoladamente cada relatório de acordo com a lista de palavras, sendo gerado um documento para cada empresa, em cada trimestre, contendo o número total de vezes que a palavra ocorre no texto, bem como a frequência dessas palavras. Os documentos foram transferidos para uma planilha eletrônica, possibilitando realizar o cálculo do índice de frequência.

3.2 Gerenciamento de Resultados Contábeis

Watts e Zimmerman (1986) comentam que os gestores de uma empresa possuem interesses próprios que podem influenciar nas escolhas contábeis da gestão, assim, havendo possivelmente o gerenciamento de resultados contábeis por parte da empresa. Assim, utilizou-se os *accruals* discricionários como uma *proxy* de gerenciamento de resultados, pelo fato de a administração utilizá-lo como ferramenta para a maximização dos seus interesses.

Dentre os modelos de gerenciamento destacam-se o de Jones Modificado por Dechow et al. (1995) e o modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005),

denominado Modelo Kothari. Conforme Black e Nakao (2017) no ambiente brasileiro, o Modelo Jones Modificado é o mais indicado para detectar o gerenciamento de resultados por meio de *accruals*.

Para tanto, para mensurar os *accruals* discricionários, foram utilizados 2 modelos: o Modelo de Jones Modificado por Dechow *et al.* (1995) e o Modelo de Jones Modificado por Kothari *et al.* (2005), por estes serem mais recorrentes na literatura brasileira.

Para se encontrar os *accruals* discricionários segundo o modelo de Dechow *et al.* (1995) é necessário inicialmente encontrar os *accruals* totais das companhias, (Eq. 1) e posteriormente encontrar as estimativas dos parâmetros α , β_1 e β_2 e os *accruals* discricionários (DA) por meio do modelo de Jones Modificado conforme segue na Equação 2:

$$TA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta Cash_{it} + \Delta STD_{it} - Dep_{it}) / A_{it-1} \quad (\text{Equação 1})$$

$$TA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) + v_{it} \quad (\text{Equação 2})$$

No segundo momento, os coeficientes estimados na Equação 2 são combinados com os parâmetros do modelo Jones Modificado para estimar os *accruals* não-discricionários, conforme a Equação 3:

$$NDA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) \quad (\text{Equação 3})$$

Por fim, o resultado dos *accruals* não-discricionários é extraído dos *accruals* totais da Equação 2, resultando assim nos *accruals* discricionários gerados pelo modelo Jones Modificado, conforme Equação 4:

$$DA_{it} = TA_{it} - \alpha \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) - \beta_1 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) - \beta_2 (PPE_{it}) \quad (\text{Equação 4})$$

Para se encontrar os *accruals* discricionários pelo modelo Jones Modificado por Kothari *et al.* (2005), torna-se necessário a adição do Retorno sobre os Ativos (ROA) na regressão dos *accruals* totais da empresa (Equação 2). Assim a equação 5 que representa o cálculo dos *accruals* totais pelo modelo de Kothari *et al.* (2005):

$$TA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) + \beta_3 ROA_{it} + v_{it} \quad (\text{Equação 5})$$

Onde:

TA_{it} = *Accruals* totais da empresa *i* no período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

NDA_{it} = *Accruals* não-discricionários da empresa *i* no período *t*;

DA_{it} = *Accruals* discricionários da empresa *i* no período *t*;

ΔCA_{it} = Variação nos ativos circulantes da empresa *i* no período *t*;

ΔCL_{it} = Variação nos passivos circulantes da empresa *i* no período *t*;

$\Delta Cash_{it}$ = Variação de caixa e equivalente de caixa da empresa *i* no período *t*;

ΔSTD_{it} = Variação da dívida do passivo circulante da empresa *i* no período *t*;

Dep_{it} = Despesa com depreciação e amortização da empresa *i* no período *t*;

ΔR_{it} = Variação das receitas líquidas da empresa *i* no período *t-1* para o período *t*, ponderada pelos ativos totais no final do período *t-1*;

ΔCR_{it} = Variação das contas a receber (clientes) da empresa *i* no período *t-1* para o período *t*, ponderada pelos ativos totais no final do período *t-1*;

PPE_{it} = Saldos das contas de ativo imobilizado e ativo diferido da empresa *i* no final do período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

ROA_{it} = Retorno sobre os Ativos da empresa *i* no período *t*;

A_{it-1} = Ativos totais da empresa *i* no final do período *t-1*;

v_{it} = erro da regressão (resíduos) que representa a parte discricionária dos *accruals*; e

α , β_1 , β_2 e β_3 = Coeficientes estimados nas regressões da Equação 1 e Equação 5.

3.3 Definição das Variáveis dos Modelos de Regressão

Conforme comentam Feldman *et al.* (2010), há uma dificuldade em estudar o papel e o impacto das comunicações qualitativas nos mercados financeiros, e encontrar uma medida quantitativa objetiva da informação que está sendo transmitida qualitativamente.

O estudo utilizou como variável independente principal o tom da divulgação positiva constante nos relatórios financeiros disponibilizados pelas companhias voluntariamente por meio dos *press releases*. A variável foi mensurada de acordo com Davis *et al.* (2012), através de uma medida (líquida) da linguagem constante nos *press releases* de resultados, a partir do número total de palavras caracterizadas como positivas (otimistas) constantes no relatório, dividido pelo total de palavras, de acordo com a teoria linguística.

O percentual obtido foi considerado como a variável independente a ser analisada, pois faz referência ao percentual de gerenciamento de tons constante naquele relatório, ou seja, no excesso de uso de palavras positivas divulgado. A variável será chamada de Divulgação com Tom Positivo (DTP).

Como o estudo visa identificar se os gerentes das companhias de alguma forma gerenciam os tons das palavras constantes nos comunicados de imprensa, foram utilizadas como variáveis dependentes, em dois modelos distintos, os *accruals* discricionários por Dechow *et al.* (1995) e por Kothari *et al.* (2005), como *proxy* de gerenciamento de resultados da empresa.

Se as empresas não manipulam a informação qualitativa constante nos *releases* de resultados, espera-se que haja uma relação negativa e significativa entre a divulgação com tonalidade positiva e o gerenciamento de resultados, pois assim o quantitativo de palavras positivas no relatório condiz com a realidade esperada pela companhia, o que está em consonância com as expectativas de Davis *et al.* (2012), onde a linguagem

otimista nos comunicados de imprensa representa perspectiva informacional ao invés de oportunista.

Outras variáveis foram utilizadas como controle do tom da divulgação, tais como: Tamanho (TAM), Grau de Endividamento (END), Retorno dos Ativos (ROA) e Fluxo de Caixa das Operações (CFO). Conforme o exposto, os modelos de regressão com dados em painel utilizados neste estudo são apresentados conforme segue:

$$|DA| Dechow_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DTP_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (\text{Equação 6})$$

$$|DA| Kothari_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DTP_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (\text{Equação 7})$$

Onde:

$|DA| Dechow_{i,t}$ e $|DA| Kothari_{i,t}$ = Módulo dos *accruals* discricionários da empresa *i* no período *t*, pelos modelos Jones Modificado por Dechow *et al.* (1995) e Kothari *et al.* (2005);

$DTP_{i,t}$ = percentual de gerenciamento de tons constante no relatório da empresa *i* no período *t*;

$TAM_{i,t}$, $END_{i,t}$, $ROA_{i,t}$ e $CFO_{i,t}$ = Representam as variáveis de controle representadas pelo tamanho, endividamento, retorno dos ativos e fluxo de caixa operacional da empresa *i* no período *t*; e

$\mu_{i,t}$ = resíduos da regressão da empresa *i* no período *t*.

A regressão com dados em painel foi testada por meio do *software* estatístico *Gretl*. Foram utilizados 7 períodos referentes ao 1º trimestre de 2017 ao 3º trimestre de 2018 para a geração de resultados.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Testes Diagnósticos de Painel e Análise Descritiva

Nesta seção são apresentados resultados referentes aos testes diagnósticos de painel, que visam fornecer evidências sobre qual modelo de regressão com dados em painel é mais adequado para a amostra de empresas selecionada. Assim, os resultados apresentam evidências sobre os respectivos modelos de regressão com dados em painel: regressão MQO *pooled*, regressão em painel com efeitos fixos e regressão em painel com efeitos aleatórios.

O teste de Chow visa identificar qual dos dois modelos de regressão (regressão MQO *pooled* ou regressão em painel com efeitos fixos) é mais adequado. O teste de Chow para os dois modelos evidenciou os respectivos resultados: de $0,735106/(301 - 48) = 0,00290556$, $F(42, 253) = 8,14295$ com p-valor $3,99898e-028$ (modelo de Dechow *et al.* (1995)) e $0,18752/(301 - 48) = 0,000741186$, $F(42, 253) = 1,70796$ com p-valor $0,00678932$ (modelo de Kothari *et al.* (2005)). Ambos os resultados denotam que um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (*pooled*) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos. Sendo assim, entre o modelo de regressão por

MQO agrupado e painel com efeitos fixos o modelo de efeitos fixos é mais apropriado.

Já o teste de Breusch-Pagan visa identificar qual dos dois modelos de regressão (regressão MQO *pooled* e a regressão em painel com efeitos aleatórios) é melhor. O teste de Breusch-Pagan para os dois modelos evidenciou os seguintes resultados: $LM = 125,835$ com p-valor = $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(1) > 125,835) = 3,34175e-029$ (modelo de Dechow *et al.* (1995)) e $LM = 3,12421$ com p-valor = $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(1) > 3,12421) = 0,0771375$ (modelo de Kothari *et al.* (2005)). Ambos os resultados denotam que um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (*pooled*) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios. Sendo assim, o teste aponta que entre o MQO agrupado e o painel com efeitos aleatórios o modelo de efeitos aleatórios melhor representa os dados.

Por fim, o teste de Hausman fornece evidência sobre qual modelo de efeitos fixos ou aleatórios melhor representa os dados da regressão. Os resultados apontados pelo teste para ambos os modelos foram: $H = 42,3315$ com p-valor = $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(5) > 42,3315) = 5,04715e-008$ (modelo de Dechow *et al.* (1995)) e $H = 9,77274$ com p-valor = $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(5) > 9,77274) = 0,0819366$ (modelo de Kothari *et al.* (2005)). Em ambos os resultados foram obtidos um p-valor baixo, contrariando assim a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é consistente, validando a hipótese alternativa da existência do modelo de efeitos fixos. Portanto, o modelo de regressão que melhor explica esses dados é o de Painel com Efeitos Fixos.

Acerca da análise descritiva das variáveis, a Tabela 2 evidencia informações referentes a Média, Mediana, Desvio Padrão (D.P.), Mínimo (Mín) e Máximo (Máx).

Tabela 2

Estatísticas Descritivas, usando as observações 1:1 - 43:7.

Variável	Média	Mediana	D.P.	Mín	Máx
DA Dechow	0,0796	0,0580	0,0799	0,00010	0,665
DA Kothari	0,0298	0,0228	0,0292	4,00e-5	0,193
DTP	0,00896	0,00867	0,00374	0,00139	0,0213
TAM	7,38	7,42	0,524	6,48	8,94
END	35,5	33,1	17,9	1,20	79,9
ROA	4,86	4,47	3,43	0,00	15,5
CFO	0,0782	0,0613	0,0638	0,00115	0,395

Fonte: Resultados da Pesquisa.

Legenda: Esta tabela reporta os resultados referentes à análise descritiva das variáveis dependentes e independentes dos dois modelos de regressão apresentados nas próximas subseções.

Nota-se que de modo geral, as variáveis possuem pouca variabilidade, exceto a variável END, que possui um desvio padrão alto, em relação as demais variáveis. Os valores referentes à Média, Mediana, Desvio Padrão, Mínimo e Máximo das demais variáveis mostram-se equivalentes, com valores relativamente próximos e poucos

dispersos. Optou-se por não excluir algumas empresas pelo número da amostra já ser reduzido.

4.2 Premissas Clássicas do Modelo de Regressão Linear

Os testes desta seção têm como intuito representar a robustez na estimação dos dois modelos testados neste estudo. Para tal, foram realizados testes com vistas a identificar a presença de heterocedasticidade e normalidade dos resíduos, bem como a presença de multicolinearidade nas variáveis independentes do estudo.

Em ambos os modelos, através do teste de White para heterocedasticidade, foram obtidos os seguintes resultados: LM = 30,8203, com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(20) > 30,8203) = 0,057608$ (modelo de Dechow et al. (1995)) e LM = 35,4242, com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(20) > 35,4242) = 0,079581$ (modelo de Kothari et al. (2005)). Nota-se que em ambos os resultados não se rejeita a hipótese nula de erros sem heterocedasticidade (p-valor $> 0,05$), assim, não se torna necessária a correção dos erros mediante matriz de White.

Os resultados obtidos para o teste de normalidade dos resíduos são os seguintes: Qui-quadrado(2) = 236,513, com p-valor = 4,38459e-052 (modelo de Dechow et al. (1995)) e Qui-quadrado(2) = 196,291, com p-valor = 2,37672e-043 (modelo de Kothari et al. (2005)). Em ambos os resultados a hipótese nula (o erro tem distribuição Normal) é rejeitada (p-valor $> 0,05$), porém, dado o número de observações dos modelos (N = 301), podemos assumir a premissa de que os erros são normalmente distribuídos.

Por fim, foram realizados testes relacionados a multicolinearidade, por meio dos Fatores de Inflação da Variância (VIF). Neste teste, valores acima de 10,0 podem indicar o problema da multicolinearidade. Os resultados do teste para o modelo de Dechow et al. (1995) foram os seguintes: DTP = 1,005, TAM = 1,154, END = 1,130, ROA = 1,576 e CFO = 1,284. Para o modelo de Kothari et al. (2005) os resultados foram os seguintes: DTP = 1,005, TAM = 1,154, END = 1,130, ROA = 1,576 e CFO = 1,284. Nota-se que para ambos os modelos as variáveis independentes possuem VIF $< 10,0$, indicando assim que as variáveis não sofrem do problema da multicolinearidade.

Portanto, dados os resultados apresentados acima, conclui-se que os modelos de regressão de Dechow et al. (1995) e Kothari et al. (2005) apresentam resultados robustos referentes aos testes sobre gerenciamento de resultados contábil e tonalidade positiva nos relatórios divulgados. A próxima subseção apresenta os resultados de ambos os modelos e suas interações.

4.3 Resultados dos Modelos de Regressão com Dados em Painel por Efeitos Fixos

De acordo com os resultados apresentados anteriormente, os resultados possuem validação estatística e serão apresentados por meio de dados em painel com efeitos fixos. Como o artigo objetiva verificar se as companhias gerenciam o tom dos seus *press releases*, esta

seção visa apresentar os resultados referentes à relação entre o gerenciamento de resultado contábil (*proxy* da perspectiva oportunista da gestão) com a tonalidade da divulgação positiva percebida nesses relatórios.

Os resultados são apresentados para dois modelos de gerenciamento de resultados distintos, sendo os mais indicados por Black e Nakao (2017) em seu estudo, de acordo com as características das empresas brasileiras. Portanto, a Tabela 3 apresenta de forma sumarizada os resultados referentes aos dois modelos de regressão em painel, um para cada modelo distinto de gerenciamento, visando identificar se a tonalidade positiva possui relação com o gerenciamento.

Tabela 3

Resultados das regressões - variável dependente: *accrual* discricionário (DA) mensurado por Dechow et al. (1995) e Kothari et al. (2005).

Variáveis	Modelo 1 Dechow et al. (1995)	Modelo 2 Kothari et al. (2005)
Constante	1,99704 (2,828)***	-0,217263 (-0,6091)
DTP	-6,63794 (-3,707)***	-1,57138 (-1,737)*
TAM	-0,250612 (-2,568)**	0,0303747 (0,6163)
END	0,000636432 (0,6096)	0,000895723 (1,699)*
ROA	-0,00149890 (-0,6780)	-0,000433304 (-0,3880)
CFO	-0,315128 (-4,113)***	0,0939772 (2,429)**
R ²	0,615887	0,266516
Teste F	8,631088	1,955937
P-valor(F)	0,000000	0,000559

Fonte: Resultados da Pesquisa.

Legenda: Esta tabela reporta os resultados referentes a dois modelos de gerenciamento de resultados. Os valores fora dos parênteses representam os coeficientes da regressão, os valores dentro dos parênteses representam a razão-t e ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Os resultados referentes ao primeiro modelo foram obtidos mediante análise dos *accruals* discricionários gerados por meio do modelo de Jones Modificado por Dechow et al. (1995). Os resultados deste modelo denotam que há uma relação negativa e significativa ao nível de 1% entre o gerenciamento de resultados contábeis (obtido mediante modelo de regressão) e o nível de tonalidade positiva constante nos *press releases* divulgados pelas companhias brasileiras de capital aberto. Este resultado não rejeita a H1 desta pesquisa, a qual espera que o gerenciamento de resultados esteja relacionado com a tonalidade positiva dos *releases* das companhias.

De forma similar, os resultados do segundo modelo, por meio da análise dos *accruals* discricionários gerados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari et al. (2005), denotam que o nível do tom positivo nos *press releases* possui relação negativa e significativa ao nível de 10% com o gerenciamento de resultados contábeis. Este resultado

também corrobora com a H1 desta pesquisa, mediante relação negativa entre as variáveis de interesse.

Portanto, os resultados obtidos nesta análise representam que o texto dos relatórios financeiros publicados pelas companhias brasileiras de capital aberto apresenta perspectiva informacional, pois empresas que possuem um baixo nível de gerenciamento de resultados contábeis, o qual denota uma atitude oportunista da gestão, são as empresas que possuem melhores níveis de tonalidade positiva em seus *press releases*.

Assim, percebe-se que a companhia ao publicar para a imprensa um *release* de resultados com um nível positivo na tonalidade das suas palavras, esta não possui o intuito de fornecer informações manipuladas para o mercado de capitais, mas sim, fornece informações que representam a real situação da empresa, ou seja, minimizam a assimetria informacional existente entre o principal e o agente em um contrato de agência, conforme já apontou Paulo (2007).

Em relação as variáveis de controle, os modelos de regressão constantes fornecem evidências de que: o tamanho das companhias está negativamente relacionado com os *accruals* discricionários, ou seja, empresas de maior porte tendem a gerenciar menos resultados; o endividamento está positivamente relacionado com os *accruals* discricionários, portanto, nota-se que as empresas mais endividadas tendem a gerenciar mais seus resultados contábeis; e o fluxo de caixa operacional apresenta-se inconclusivo, pois no primeiro modelo ele apresentou-se negativamente relacionado com os *accruals*, enquanto no segundo modelo ele apresenta-se positivamente relacionado com os *accruals* discricionários.

Portanto, de modo geral, os resultados relacionados a variável de interesse deste estudo estão de acordo com Davis et al. (2012), que esperam que as informações qualitativas, divulgadas em relatórios de forma voluntária, forneçam informações confiáveis para os participantes do mercado de capitais. Esses achados estão de acordo com Huang et al. (2014), os quais denotam que as informações reportadas nos *press releases* das empresas possuem informações consistentes, oportunas e significativas, em comparação com os relatórios financeiros enviados de forma obrigatória aos reguladores.

Sendo assim, os usuários da informação financeira podem utilizar esses relatórios não financeiros como *proxy* de conteúdo informacional, pois empresas que expressam bom desempenho através dos textos redigidos nesses relatórios, são as empresas que menos gerenciam resultados contábeis reportados nos relatórios obrigatórios. Assim, conforme Feldman et al. (2010), os usuários ao avaliarem as informações textuais divulgadas nesses relatórios, identificam implicações favoráveis para a sua tomada de decisão, por meio da redução significativa da assimetria informacional existente entre as partes.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo teve como objetivo verificar se as companhias brasileiras de capital aberto pertencentes ao

índice Ibovespa da B3 que emitem comunicados à imprensa manipulam suas informações qualitativas através do gerenciamento de tons em seus *releases* de resultados.

Para alcançar o objetivo, foram selecionadas 43 empresas não-financeiras pertencentes ao Ibovespa com informações trimestrais entre o primeiro trimestre de 2017 ao terceiro trimestre de 2018. Assim, com o intuito de alcançar o objetivo proposto, foram coletados dados referentes ao gerenciamento de resultado contábil por dois modelos: Jones Modificado por Dechow et al. (1995) e Jones Modificado por Kothari et al. (2005). Os resultados dos *accruals* discricionários de cada modelo foram testados com o nível de tom positivo constante nos *press releases* trimestrais das companhias.

O cálculo do tom positivo das informações não financeiras constantes nesses relatórios foi efetuado de acordo com Davis et al. (2012). A variável foi mensurada a partir do número total de palavras caracterizadas como positivas (otimistas) constantes no relatório, dividido pelo total de palavras, de acordo com a teoria linguística. As palavras positivas foram obtidas por meio da classificação de palavras com tonalidade positiva proposta pelo estudo de Loughran e McDonald (2011), que possui um total de 391 palavras pesquisadas em todos esses relatórios. O total de palavras positivas dividido pelo total de palavras desses *releases* fornecem um indicador que representa a tonalidade positiva do relatório.

Os resultados obtidos por meio dessas análises denotam que as companhias que possuem maior tom positivo em seus relatórios são empresas que menos gerenciam seus resultados, ou seja, as empresas fornecem conteúdo informacional ao invés de conteúdo oportunista, fornecendo assim aos participantes do mercado de capitais informações relevantes para a sua tomada de decisões.

Assim, a análise desses achados permite fornecer evidências do caráter informacional que o texto dos relatórios possui, evidenciando que os usuários da informação contábil devem não atentar-se somente aos dados financeiros evidenciados nas demonstrações contábeis e relatórios financeiros, por meio de dados quantitativos, mas sim, fornece evidências de que as informações não-financeiras, por meio de informações de caráter qualitativo, são tão importantes quanto as informações financeiras ao oferecer informações ao mercado de capitais.

Portanto, torna-se relevante expor que a forma que as companhias se expressam em suas divulgações voluntárias, mais especificamente na forma que essas empresas expressam suas informações qualitativas, é ponto fundamental para que qualquer usuário possa avaliar a situação econômica e financeira da entidade, objetivando assim tomar decisões reduzindo a incerteza ao máximo.

O tamanho da amostra representa uma limitação do estudo, pois no estudo utilizou-se somente empresas mais negociadas na bolsa de valores brasileira. Outra limitação compreende os modelos de regressão utilizados, podendo ser utilizados modelos mais atuais. Portanto, como

sugestão para pesquisas futuras, poderão ser analisadas as demais empresas da bolsa de valores, expandindo a amostra da pesquisa. Outra sugestão de pesquisa consiste em analisar um período maior, buscando compreender se esses resultados se mostram divergentes em anos anteriores. Por fim, torna-se relevante testar outros modelos de gerenciamento de resultados contábeis.

REFERÊNCIAS

- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296-343. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Black, R., & Nakao, S. H. (2017). Heterogeneidade na qualidade do lucro contábil entre diferentes classes de empresas com a adoção de IFRS: evidências do Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(73), 113-131. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201702750>
- Davis, A. K., Piger, J. M., & Sedor, L. M. (2012). Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845-868. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35-59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., & Segal, B. (2010). Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 915-953. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9111-x>
- Giroux, G. (2004). *Detecting earnings management*. New Jersey: John Wiley & Sons Incorporated.
- Gray, S. J., Meek, G. K., & Roberts, C. B. (1995). International capital market pressures and voluntary annual report disclosures by US and UK multinationals. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 6(1), 43-68. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.1995.tb00049.x>
- Hales, J., Kuang, X. I., & Venkataraman, S. (2011). Who believes the hype? An experimental examination of how language affects investor judgments. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 223-255. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00394.x>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Huang, X., Teoh, S. H., & Zhang, Y. (2013). Tone management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083-1113. <https://doi.org/10.2308/accr-50684>
- Kang, S. H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, 353-367. <https://doi.org/10.2307/2491492>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Kruglanski, A. W., & Thompson, E. P. (1999). Persuasion by a single route: A view from the unimodel. *Psychological Inquiry*, 10(2), 83-109. <https://doi.org/10.1207/S15327965PL100201>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, 66(1), 35-65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>
- Oliveira, H. M. S., Lopes, C. M. F. P., & Cunha, C. A. S. (2008). A transparência da informação por parte dos emitentes. *Revista Universo Contábil*, 4(2), 93-104. <https://doi.org/10.4270/ruc.20084>
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das Informações Contábeis: Uma Análise Teórica e Empírica Sobre os Modelos Operacionais de Detecção de Gerenciamento de Resultados*. (Tese de Doutorado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/pt-br.php>
- Petty, R. E., & Cacioppo, J. T. (1986). The elaboration likelihood model of persuasion. In *Communication and Persuasion* (pp. 1-24). Springer, New York, NY. https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-1-4612-4964-1_1
- Popova, T., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I., & Vasileiou, K. Z. (2013). Mandatory disclosure and its impact on the company value. *International Business Research*, 6(5), 1-16. <https://doi.org/10.5539/ibr.v6n5p1>
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289-315. <https://www.jstor.org/stable/248290>
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of accounting and economics*, 22(1-3), 249-281. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00434-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00434-X)
- Tetlock, P. C., Saar-Tsechansky, M., & Macskassy, S. (2008). More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals. *The Journal of Finance*, 63(3), 1437-1467. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01362.x>
- Watts, R. L. & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice Hall.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting Review*, 65(1), 131-156. <https://www.jstor.org/stable/247880>

CONTEXTUS

REVISTA CONTEMPORÂNEA DE ECONOMIA E GESTÃO.

ISSN 1678-2089

ISSNe 2178-9258

1. Economia, Administração e Contabilidade – Periódico
2. Universidade Federal do Ceará. FEAAC – Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade

**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO,
ATUÁRIA E CONTABILIDADE (FEAAC)**

Av. da Universidade – 2486, Benfica
CEP 60020-180, Fortaleza-CE

DIRETORIA: Paulo Rogério Faustino Matos
Danielle Augusto Peres

Website: www.periodicos.ufc.br/contextus

E-mail: revistacontextus@gmail.com



A Contextus está classificada no sistema Qualis – Capes como periódico B1, na área de Administração Pública e de Empresas, Ciências Contábeis e Turismo (2013-2016).



A Contextus está de acordo e assina a Declaração de São Francisco sobre a Avaliação de Pesquisas (DORA).



A Contextus é associada à Associação Brasileira de Editores Científicos (ABEC).

EDITOR-CHEFE

Diego de Queiroz Machado (UFC)

EDITORAS ADJUNTAS

Alane Siqueira Rocha (UFC)

Márcia Zabdiele Moreira (UFC)

EDITORES ASSOCIADOS

Alessandra de Sá Mello da Costa (PUC-Rio)

Andrew Beheregarai Finger (UFAL)

Armindo dos Santos de Sousa Teodósio (PUC-MG)

Carlos Enrique Carrasco Gutierrez (UCB)

Elionor Farah Jreige Weffort (FECAP)

Gabriel Moreira Campos (UFES)

Guilherme Jonas Costa da Silva (UFU)

Henrique César Muzzio de Paiva Barroso (UFPE)

Jorge de Souza Bispo (UFBA)

Keysa Manuela Cunha de Mascena (UNIFOR)

Minelle Enéas da Silva (La Rochelle, França)

Pedro Jácome de Moura Jr. (UFPB)

Rafael Fernandes de Mesquita (IFPI)

Rosimeire Pimentel (UFES)

Susana Jorge (UC, Portugal)

Thiago Henrique Moreira Goes (UFPR)

CONSELHO EDITORIAL

Ana Sílvia Rocha Ipiranga (UECE)

Conceição de Maria Pinheiro Barros (UFC)

Danielle Augusto Peres (UFC)

Diego de Queiroz Machado (UFC)

Editinete André da Rocha Garcia (UFC)

Emerson Luís Lemos Marinho (UFC)

Eveline Barbosa Silva Carvalho (UFC)

Fátima Regina Ney Matos (ISMT)

Mario Henrique Ogasavara (ESPM)

Paulo Rogério Faustino Matos (UFC)

Rodrigo Bandeira-de-Mello (FGV-EAESP)

Vasco Almeida (ISMT)

CORPO EDITORIAL CIENTÍFICO

Alexandre Reis Graeml (UTFPR)

Augusto Cezar de Aquino Cabral (UFC)

Denise Del Pra Netto Machado (FURB)

Ednilson Bernardes (Georgia Southern University)

Ely Laureano Paiva (FGV-EAESP)

Eugenio Ávila Pedrozo (UFRGS)

Francisco José da Costa (UFPB)

Isak Kruglianskas (FEA-USP)

José Antônio Puppim de Oliveira (UCL)

José Carlos Barbieri (FGV-EAESP)

José Carlos Lázaro da Silva Filho (UFC)

José Célio de Andrade (UFBA)

Luciana Marques Vieira (UNISINOS)

Luciano Barin-Cruz (HEC Montréal)

Luis Carlos Di Serio (FGV-EAESP)

Marcelle Colares Oliveira (UFC)

Maria Ceci Araujo Misoczky (UFRGS)

Mônica Cavalcanti Sá Abreu (UFC)

Mozar José de Brito (UFL)

Renata Giovinazzo Spers (FEA-USP)

Sandra Maria dos Santos (UFC)

Walter Bataglia (MACKENZIE)



Esta obra está licenciada com uma licença Creative Commons Atribuição – Não Comercial 4.0 Internacional.